FOCUS · ¿Hacia una crisis de deuda externa en América Latina?

Históricamente, América Latina se ha mostrado muy sensible a los aumentos del tipo de referencia en EE. UU. En la década de los ochenta, la subida del tipo de interés de la Reserva Federal contribuyó a que la senda de crecimiento de la deuda pública de la década anterior se tornase insostenible y que 27 países tuvieran que reestructurarla. ¿Podría repetirse una crisis semejante en el actual contexto de endurecimiento monetario de EE. UU.?

Tras situarse en niveles mínimos de las últimas décadas, la deuda externa total en América Latina ha repuntado de manera apreciable, pasando de representar un 20% del PIB a un 30%, lo que prácticamente equivale al promedio del periodo 1980-2015. Aunque este nivel es inferior al que se considera convencionalmente de riesgo elevado (a partir del 60%-70% del PIB en el caso de los países emergentes), sí que preocupa la tendencia reciente y la velocidad del proceso de endeudamiento.

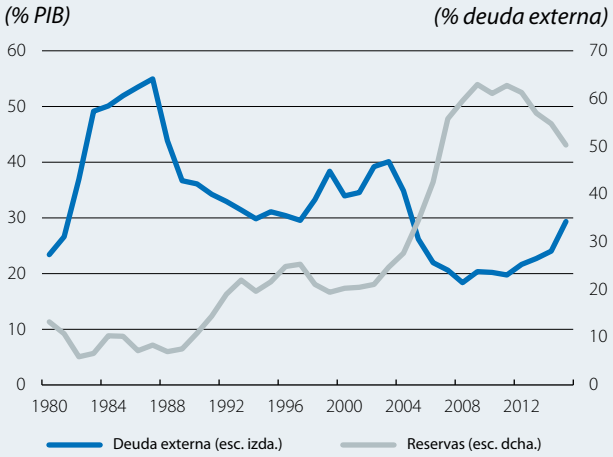
Además, cuando se compara la deuda externa con las reservas internacionales (una medida de capacidad de respuesta ante una eventual crisis)[1] la preocupación aumenta. Como sucede con la deuda externa, la evolución de las reservas fue positiva hasta 2011, pero desde entonces se ha deshecho el camino y en 2014 se situó en el equivalente del 50% de la deuda externa. Ese es, justamente, el umbral que habitualmente se toma como referencia de un nivel de reservas mínimo. En poco tiempo, la región ha pasado de estar en una zona confortable y segura a situarse en el límite de lo prudente.

El análisis por países valida las conclusiones anteriores. En 2015, cuatro países de la región superaron el umbral del 40% del PIB en deuda externa (Chile, México, Uruguay y Colombia). No obstante, de estos, únicamente Uruguay acumula un nivel de reservas en zona segura (con el 76% de la deuda externa). Afortunadamente, México y Colombia disponen de una línea de crédito flexible del FMI, concebida precisamente para ayudar a países con fundamentos macroeconómicos sólidos, lo que permite incrementar la capacidad de reacción llegado el caso. Y Chile se beneficia de un elemento no cuantificable, pero relevante, que es el hecho de disponer de la mejor credibilidad internacional de la región y de un cuadro macroeconómico razonablemente sano.

Con todo, este análisis no liquida todos los focos de riesgo. ¿Qué sucede, por ejemplo, si una filial radicada en España de una empresa brasileña emite un bono en dólares en Londres y lo compra un residente brasileño? Este pasivo no está incluido en la deuda externa de Brasil, ya que está emitido por una entidad no residente y comprado por un residente. Pero tiene un riesgo cambiario y, en función de cómo esté estructurada la relación entre matriz y filial de la empresa brasileña, puede acabar afectando a la solvencia de la matriz. Precisamente sobre este tipo de riesgos ha alertado repetidamente el BIS, y para cuantificarlos ha compilado información de las emisiones de bonos realizadas por entidades nacionales fuera de su país de origen y compradas tanto por entidades residentes como no residentes.[2] Aunque puede parecer que estos casos son anecdóticos, las cifras lo desmienten, ya que superaban el 12% del PIB de América Latina en 2014. Además, su tendencia es creciente (en 2008 eran solo un 8% del PIB) y el instrumento ha sido cada vez más empleado por bancos y empresas. Este uso por el sector privado es especialmente acusado en Chile (la deuda internacional de bancos y empresas ascendió en 2014 al 15,6% del PIB), México (10,6%) y Brasil (10,5%).

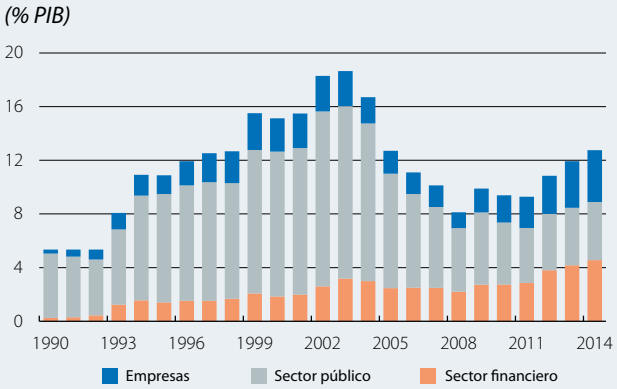
Aunque un episodio de impago de la deuda del estilo de la década de 1980 es poco probable, ciertamente la deuda ha crecido, mucha de ella es sensible a cambios en la financiación internacional y el margen de maniobra es menor que el de hace apenas unos años.

América Latina: deuda externa y reservas



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics.*

América Latina: saldo vivo de emisiones de bonos internacionales



Nota: *Emisiones de bonos realizadas fuera del mercado local del emisor (bajo el criterio de nacionalidad del emisor).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bank for International Settlements.*

1. En un análisis más detallado, las reservas internacionales se evalúan en relación solo con la deuda a corto plazo.

2. Así, según el BIS, las emisiones de una matriz brasileña y sus filiales extranjeras se consideran en esta estadística como «nacionales de Brasil».