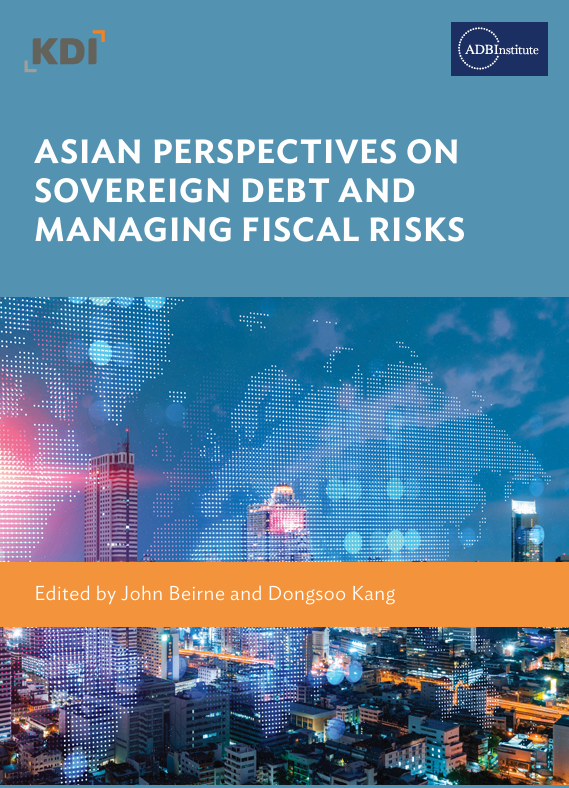
Perspectivas asiáticas sobre la deuda soberana y la gestión de los riesgos fiscales



Publicación | noviembre 2023

Introducción

John Beirne y Dongsoo Kang

Los riesgos de sostenibilidad de la deuda en las economías emergentes se han amplificado en los últimos años tras la pandemia de la enfermedad por coronavirus (COVID-19). Los paquetes de apoyo fiscal implementados debido a la pandemia condujeron a un aumento de los saldos de deuda pública, mientras que el endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales aumentó el costo de financiamiento de la deuda pública, ampliando los déficits. La gestión de los efectos inflacionarios de las expansiones fiscales relacionadas con la pandemia, las interrupciones de la cadena de suministro mundial y las ramificaciones de la invasión de Ucrania por parte de la Federación de Rusia en los precios de las materias primas crearon importantes desafíos para los responsables políticos. Centrándose en las economías asiáticas, este libro comprende una selección de documentos presentados en una conferencia conjunta del Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (ADBI) y el Instituto de Desarrollo de Corea (KDI) sobre la gestión eficaz de la deuda pública y la sostenibilidad fiscal, que tuvo lugar del 2 al 4 de marzo de 2022. Como es bien sabido, el aumento de la deuda pública debido a la pandemia de COVID-19 y una recuperación desequilibrada en el período posterior a la pandemia plantearon importantes desafíos macroeconómicos para los responsables de la formulación de políticas. El aumento de las tasas de interés durante 2022 en medio de la presión inflacionaria reinante amplificó aún más las preocupaciones sobre la vulnerabilidad de la deuda en las economías en desarrollo, y muchas economías también enfrentan depreciaciones de monedas y salidas netas de capital. La composición monetaria de la deuda pública y el comportamiento de los inversores extranjeros en los mercados de bonos en moneda local son consideraciones importantes a este respecto.

De acuerdo con la Estrategia de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo (MTDS, por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI), el ajuste de la cartera de deuda con cambios en los tipos de interés y cambiarios se propone como un mecanismo para aliviar la magnitud de las cargas fiscales prevalecientes. El FMI también hace hincapié en las reglas fiscales con un objetivo de sostenibilidad fiscal basado en la relación deuda/PIB. Sin embargo, un elemento central de estas normas es la estimación de la producción potencial, en la que existe una incertidumbre considerable. Además, junto con el limitado margen de maniobra en materia de políticas en los países en desarrollo, los desafíos para los responsables de la formulación de políticas se ven agravados por el mayor costo de financiar la deuda soberana en general en una era de condiciones financieras más restrictivas, lo que también retrasa la recuperación económica y, en consecuencia, empeora las perspectivas de sostenibilidad fiscal. A medida que los diferenciales de crecimiento de las tasas de interés han pasado gradualmente de negativos a positivos, es decir, tasas de interés más altas y menor crecimiento económico, muchas economías pueden enfrentar riesgos de sobreendeudamiento.

En este contexto, el libro cuenta con ocho capítulos destinados a desarrollar soluciones innovadoras de política fiscal, con un enfoque en las economías en desarrollo de Asia y el Pacífico. Por ejemplo, la ampliación de la base de inversores mediante el desarrollo de los mercados internos de deuda pública podría permitir que el gasto público se financiara a menores costos y riesgos. Además, la emisión de bonos verdes en el mercado ambiental, social y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) de rápido crecimiento podría ser un nuevo instrumento para financiar planes de recuperación, con tasas de interés más bajas y vencimientos más largos que los bonos convencionales. Además, las reglas fiscales supeditadas a las condiciones económicas y los objetivos de coeficiente de deuda neta que excluyen los activos financieros externos, los recursos naturales u otros activos líquidos de la deuda total podrían ayudar a ampliar el espacio de política fiscal disponible para la recuperación económica.

La primera parte consta de cuatro capítulos. En el capítulo 2 se construye un índice de seguimiento para la evaluación de la sostenibilidad de la deuda en Filipinas. El capítulo se sitúa en el contexto de un espacio fiscal limitado y de la necesidad de comprender mejor la vulnerabilidad de la deuda. El Análisis de Sostenibilidad de la Deuda del FMI se aplica como insumo para la construcción de un rastreador del índice de deuda que incorpora otros factores fiscales y económicos relevantes. El rastreador de la deuda se utiliza como indicador para evaluar los umbrales de vulnerabilidad de la deuda y mostrar el techo implícito de la deuda y la capacidad de política fiscal disponibles para responder a las perturbaciones. En el capítulo 3 se presenta una investigación empírica de la sostenibilidad de la deuda pública en Pakistán. Basándose tanto en el análisis de la sostenibilidad de la deuda como en las funciones de reacción fiscal, el trabajo empírico muestra que no es factible alcanzar un nivel de deuda en relación con el PIB del 60% para 2030, dado el requisito implícito de una tasa de crecimiento del 10%. Además, en el análisis de la función de reacción fiscal no se encuentran pruebas de sostenibilidad de la deuda. En general, los resultados indican que si continúa la rápida tendencia a la acumulación de deuda, el país no podrá soportar una carga tan considerable de deuda creciente.

En el capítulo 4 se describe la capacidad fiscal de Indonesia y el esquema de distribución de la carga entre el gobierno y el banco central, destacando su conservadurismo y sus insignificantes efectos negativos sobre la inestabilidad macroeconómica. En el capítulo se describe cómo el déficit fiscal impulsará la economía, restablecerá el consumo de los hogares y aumentará los ingresos privados. El papel del banco central es clave en el escenario de déficit fiscal, dado que compra bonos gubernamentales en moneda local como mecanismo para financiar el déficit. Si bien se señala la importancia de una estrategia de salida bien comunicada para el banco central, en el capítulo se argumenta que los riesgos para la estabilidad financiera están más contenidos que en un escenario de mayor exposición a la deuda externa. En el capítulo 5 se presenta un trabajo empírico basado en modelos para derivar respuestas políticas para hacer frente a la COVID-19 en el caso de Vietnam. En el capítulo se examinan las intervenciones de política fiscal y monetaria en el contexto de la deuda pública y los desafíos de sostenibilidad fiscal, tanto en el aspecto real como en el financiero de la economía. Se construye un modelo empírico coherente de stock para la economía vietnamita, integrando sus aspectos reales y financieros. El capítulo concluye que los paquetes de estímulo pueden ser efectivos en el corto plazo, incluso si aumentan el déficit fiscal y el nivel de deuda pública. A corto plazo, la principal fuente de financiación es el endeudamiento. Sin embargo, a mediano y largo plazo, el capítulo insta a los responsables de la formulación de políticas a explorar más a fondo el papel de la tributación para aumentar los ingresos públicos y las políticas de gasto después de la recuperación para promover un crecimiento económico resiliente e inclusivo y apoyar la sostenibilidad fiscal.

La segunda parte del libro se centra en las perspectivas regional y externa, con cuatro capítulos. En el capítulo 6 se presenta un marco empírico y una evaluación de las vulnerabilidades de la deuda soberana en Asia y el Pacífico. En el capítulo se destaca el aumento de la presión sobre las ratios de deuda pública y externa tras los grandes episodios de crisis mundial. Se elaboran mapas de calor de la vulnerabilidad de la deuda soberana para la región, lo que indica que los riesgos siguen siendo más notables para las economías que tenían niveles de deuda insostenibles persistentes o duraderos debido a los desafíos estructurales y de otro tipo que preceden a la reciente pandemia y otras crisis. En el capítulo también se señala que la presión fiscal y los riesgos de sobreendeudamiento también prevalecen incluso en el caso de las economías que pueden presentar perspectivas económicas más favorables. Las perspectivas de crecimiento relativamente más débiles en un entorno de endurecimiento de las condiciones de política monetaria y mayores costos de endeudamiento soberano, junto con la necesidad de gasto fiscal, ponen de relieve que las autoridades deben permanecer atentas a un mayor deterioro de las condiciones fiscales y a los efectos de contagio en la economía real. En el capítulo 7 se presenta una evaluación de los riesgos fiscales y de la deuda, así como los mecanismos para gestionar los shocks y las sorpresas. Si bien la política fiscal fue fundamental para apoyar a las empresas y los hogares durante la pandemia, evitando así un aumento significativo del desempleo y la pobreza, creó un entorno de condiciones fiscales cada vez más tensas y amplificó los riesgos de sobreendeudamiento. En el capítulo se describe la importancia de unas finanzas públicas y una gestión de la deuda saneadas para reducir la probabilidad de una crisis de deuda y la necesidad de una respuesta abrupta de política financiera, al tiempo que se proporciona flexibilidad en un escenario en el que es necesaria una inyección fiscal. De hecho, el capítulo destaca que aquellas economías que tenían mayor capacidad de endeudamiento al inicio de la pandemia tenían más capacidad para la provisión de apoyo fiscal. En el capítulo se analiza la interacción de la política fiscal y monetaria en tiempos de crisis y la navegación eficaz del ciclo económico. El capítulo se centra en la interacción de los niveles de deuda pública y los riesgos fiscales (es decir, los factores que pueden hacer que los resultados fiscales se desvíen de las expectativas) y en los mecanismos para una gestión eficaz de la deuda.

El capítulo 8 se centra en el efecto macroeconómico del cambio climático sobre el riesgo soberano en Asia. En este capítulo se examinan las implicaciones del cambio climático para el riesgo macroeconómico y soberano, señalando que las economías asiáticas son muy susceptibles a las recesiones económicas debido a los efectos del cambio climático. El capítulo utiliza un modelo de retardo distribuido autorregresivo (ARDL, por sus siglas en inglés) de panel para identificar los efectos del cambio climático en el riesgo soberano. El panel ARDL incluye una regresión agrupada del grupo medio (PMG), una estimación del grupo medio (MG) y una regresión de efectos fijos dinámicos (DFE) para estimar los impactos macroeconómicos. Los resultados ponen de relieve la necesidad urgente de que los responsables de la formulación de políticas en Asia incorporen el cambio climático y los riesgos climáticos relacionados en el marco de gestión de la deuda pública de manera más eficaz. En el capítulo 9 se examina la vulnerabilidad de los rendimientos de la deuda pública indonesia a las perturbaciones de la política monetaria de Estados Unidos, abarcando períodos de flexibilización cuantitativa de Estados Unidos, así como cambios hacia una orientación más restrictiva de la política monetaria estadounidense. Utilizando el enfoque de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizada, el capítulo concluye que los cambios en la política monetaria de EE. UU. a través de los canales de equilibrio y confianza de la cartera tienen un efecto positivo significativo en el rendimiento de la deuda pública de Indonesia en moneda local, particularmente durante la normalización de la política monetaria de 2013 y el período de expansión cuantitativa de 2020 después de la pandemia. En el capítulo también se examinan los efectos de los cambios en la política monetaria estadounidense sobre la volatilidad de los rendimientos.

En general, centrándose en las economías asiáticas, el libro destaca la eficacia de la política fiscal como herramienta en tiempos de crisis, al tiempo que extrae información sobre las implicaciones para la gestión prudente de la deuda pública y la resiliencia financiera. A corto plazo, las economías deben seguir gestionando las presiones inflacionarias mediante políticas monetarias y fiscales internas bien coordinadas, en particular velando por que las políticas fiscales destinadas a mitigar los efectos de la inflación impulsada por los costos no agraven las expectativas de inflación. Esto también ayudaría a limitar la presión excesiva sobre los saldos fiscales y de cuenta corriente.

De cara al futuro, las autoridades se enfrentan a desafíos relacionados con el equilibrio entre la necesidad de acomodación fiscal a corto plazo y las necesidades de consolidación a más largo plazo. Será fundamental intensificar los esfuerzos para aumentar los ingresos fiscales y movilizar recursos financieros internos, incluso mediante la ampliación de la base impositiva. En cuanto al marco fiscal a mediano plazo posterior a la pandemia, será necesario elaborar hipótesis macroeconómicas creíbles junto con una trayectoria fiscal bien anclada. En lo que respecta al diseño del marco fiscal, los responsables de la formulación de políticas deben tener en cuenta los beneficios de las normas fiscales para la solidez de la gestión de la deuda pública, al tiempo que deben evaluar cuidadosamente las condiciones en las que puede ser apropiado apartarse de dichas normas en circunstancias excepcionales. Junto con la creación de márgenes de maniobra fiscales, la incorporación de factores de riesgo en los marcos fiscales será imprescindible para reducir la exposición a la vulnerabilidad de la deuda y maximizar la capacidad de respuesta de la política fiscal a los shocks.

Conclusión

Los inversores nacionales y extranjeros responden a factores nacionales y mundiales, como los bajos tipos de interés de los Estados Unidos, que fomentan la entrada de capitales en los países en desarrollo. Según Ghosh et al. (2014), los inversores extranjeros son más sensibles a las condiciones globales que los inversores nacionales. Con un cambio drástico en el FFR y el aumento de la incertidumbre económica mundial, los inversores extranjeros reaccionarán cuando se produzca un fenómeno económico mundial. Medir el efecto de la política monetaria en los mercados financieros es importante para que las autoridades financieras formulen políticas y gestionen el riesgo de manera eficaz. Este estudio ha demostrado que la política monetaria de EE.UU. afectó positivamente al ID10 años, particularmente desde el canal de confianza (VIX), a lo largo de todo el período de estudio, con la mayor magnitud ocurrida antes del QE de 2008.

La mayor magnitud del VIX antes de 2008 fue impulsada por un repentino shock de la crisis financiera mundial sin ninguna política fiscal o monetaria de apoyo en EE. UU. e Indonesia. El efecto del VIX sobre ID10Y durante la QE pandémica de 2020 fue el más pequeño entre los otros períodos de estudio. El impacto de la política monetaria de EE. UU. a través del canal de saldo de cartera (US10Y) se produjo significativamente durante el período anterior a la flexibilización cuantitativa de 2008, la normalización de la política monetaria y los períodos de expansión cuantitativa pandémica de 2020. El impacto más significativo de US10Y (canal de saldo de cartera) en ID10Y se produjo en el período de normalización de la política monetaria de EE. UU., particularmente durante el endurecimiento cuantitativo seguido del aumento y la reducción de FFR, cuando un aumento de US10Y en un 1% afectó a ID10Y en 0,35, 0,34 y 0,28, respectivamente.

Este estudio también encontró que la volatilidad en el mercado de deuda pública de Indonesia se produjo en diferentes niveles en cada período. El período que experimentó la volatilidad más alta y persistente se produjo en el período anterior a la flexibilización cuantitativa de 2008, seguido de la reducción gradual, el endurecimiento cuantitativo y el aumento de la FFR durante la normalización de la política monetaria de 2013. Por su parte, la volatilidad durante la pandemia fue la más baja de los periodos de estudio. La activa política macroprudencial no convencional de Indonesia a través de su política de monetización de la deuda, respaldada por una política fiscal anticíclica con un sólido desempeño comercial y una menor propiedad extranjera en el mercado de deuda pública, podría explicar por qué el efecto VIX y la volatilidad del ID10 a 10 años fueron los más bajos del período de QE pandémico de 2020. La combinación de políticas fiscales y monetarias ayudó a mantener la confianza de los inversores durante las turbulencias provocadas por la COVID-19.

Desde el punto de vista fiscal, un aumento de la volatilidad de los rendimientos de la deuda pública conduce a un mayor coste de los fondos. Esta condición ejerce presión sobre el gasto público de Indonesia, especialmente cuando el gobierno requiere un financiamiento sustancial para financiar su programa de desarrollo después de la COVID-19. A medida que aumentaba el rendimiento de los bonos, el gobierno tuvo que pagar más para pedir prestado. Esto refleja el riesgo de que las deudas lleguen a ser demasiado costosas de pagar y reduzcan el espacio fiscal para financiar los programas nacionales de desarrollo.

La magnitud del efecto de la economía estadounidense en Indonesia durante la normalización de la política monetaria de 2013 indica que las autoridades de política financiera de Indonesia deben prepararse adecuadamente para hacer frente a los riesgos y amenazas de la dinámica de la política económica mundial, incluido el endurecimiento monetario de la Reserva Federal durante la recuperación de la pandemia. Se necesitan políticas anticipatorias para mitigar los efectos de la cambiante orientación de la política monetaria de EE. UU., y la pandemia aún no ha terminado. Este estudio sugiere tres cosas que son fundamentales para superar el impacto de la normalización de la política monetaria de la Fed.

En primer lugar, se espera que la reducción de la exposición de los inversores extranjeros a la deuda pública y la diversificación de la exposición de los inversores nacionales reduzcan el impacto de los efectos indirectos de los acontecimientos económicos mundiales perturbadores, como los cambios en la política monetaria de los Estados Unidos, en el mercado de deuda pública de Indonesia. Históricamente, Indonesia ha tenido un alto nivel de propiedad extranjera en los últimos 10 años, que incluso superó el 40% en 2017. Durante la pandemia, la base de inversores del mercado de deuda pública de Indonesia ha recibido el apoyo de los bancos y el banco central. Una vez finalizada la política de monetización de la deuda, el mercado de deuda pública debería fortalecer su base de inversores a través de seguros, fondos de pensiones e inversores minoristas.

En segundo lugar, la transición de la combinación de políticas fiscales y monetarias a una orientación normal debe llevarse a cabo sin tropiezos. Indonesia tiene previsto poner fin a su política de déficit fiscal y monetización de la deuda, más alta de lo normal, a finales de 2022. El riesgo global persistente (por ejemplo, el endurecimiento monetario mundial, la inflación mundial) mientras el país aún necesita recuperarse de la pandemia es un desafío para poner fin a la política extraordinaria que se ha implementado desde el comienzo de la pandemia. Indonesia necesita mantener una balanza por cuenta corriente sólida y sostenible que, combinada con otras variables económicas sólidas (como una elevada reserva de divisas), pueda ayudar a minimizar la volatilidad de la moneda ID10 años cuando se produzca un acontecimiento económico mundial importante. Sería un reto mantener la balanza por cuenta corriente a largo plazo, porque durante la pandemia, la balanza comercial de Indonesia se vio respaldada por los altos precios de las materias primas. Las reformas económicas estratégicas que pueden minimizar la dependencia de Indonesia de los precios de los productos básicos y liberar el potencial sin explotar de la economía manufacturera y digital de Indonesia ayudarán a crear un equilibrio sostenible en cuenta corriente.

Por último, la confianza de los inversores debe mantenerse mediante una orientación política clara desde el punto de vista fiscal y monetario. Los resultados de la investigación de este capítulo aún pueden desarrollarse para determinar el impacto de la orientación monetaria de otros países desarrollados importantes en las variables de los instrumentos financieros de Indonesia, en particular en la evaluación de la magnitud de los efectos en la estructura presupuestaria del Estado indonesio. Investigaciones posteriores también podrían revisar el estudio de Eichengreen y Gupta (2014) examinando si los fundamentos macroeconómicos o un mercado financiero considerable son el motor del flujo de capital hacia Indonesia y el principal factor que hace que Indonesia sea más vulnerable a los efectos de contagio externos.