

LA TELARAÑA DE LA DEUDA

Un estudio del período de entreguerras muestra cómo una red compleja de deuda soberana puede agravar las crisis financieras

Mark De Broeck, Era Dabla-Norris, Nicolas End y Marina Marinkov

A comienzos de la década de 1930, al inicio de la Gran Depresión, los flujos internacionales de capital, cruciales para el funcionamiento de la economía mundial, se evaporaron. Las causas de las que todos sospechan siguen debatiéndose: imprudencia de especuladores y bancos, políticas monetarias erradas y fuertes desalineaciones de los tipos de cambio. Entre las causas del colapso de los mercados de activos y los flujos financieros mundiales no suelen figurar las políticas fiscales insostenibles y las deudas declaradas incobrables, aunque en Europa en la década de 1920 y comienzos de la de 1930 los gobiernos a menudo recibieron abundantes flujos de capital del sector privado (véase el gráfico 1).

Un nuevo conjunto de datos compilados por el FMI que desglosa la deuda soberana por instrumento nos permite analizar a fondo la red de deuda —surgida en su mayor parte tras la Primera Guerra Mundial— que fue tejiéndose entre las principales economías hasta el siguiente conflicto. Se observa que si bien las inquietudes de los inversionistas acerca de la credibilidad de las políticas fiscales y el servicio de la deuda soberana no desencadenaron la Gran Depresión, sí agravaron y prolongaron sus secuelas financieras.

El estudio muestra cómo las deudas externas soberanas pueden agravar los ciclos financieros mundiales, sobre todo si concentran en nodos de una red financiera compleja. Al igual que en la crisis mundial de 2008 y la de la zona del euro de 2010, la pérdida de confianza de los inversionistas, las perturbaciones en el mercado de deuda soberana provocadas por el agotamiento de la liquidez y la intervención pública en el sector financiero exacerbaron la carga de la deuda externa. Por eso el período de entreguerras no solo ilustra muy bien la crisis de 2008 sino que permite detectar e interpretar las vulnerabilidades actuales.

Los suscriptores y bancos asumieron papeles protagónicos en la comercialización y asunción de riesgos.

Después de la Primera Guerra Mundial, los países soportaron niveles muy altos de endeudamiento soberano y un entorno macroeconómico implacable. La mayoría tomó medidas para reducir los déficits y promover el crecimiento. El Reino Unido adoptó políticas fiscales y monetarias restrictivas para bajar los precios y facilitar el retorno al patrón oro con la paridad previa a la guerra. En Alemania y Austria, en cambio, el fracaso inicial de la reforma fiscal y monetaria desembocó en hiperinflación. Italia, Japón, y en cierta medida Francia, experimentaron con los controles de capital y la represión financiera: dominio estatal de los bancos o manipulación de los mercados monetarios.

Estas estrategias se repitieron tras la crisis de 2008: Grecia reestructuró su deuda pública, e Islandia y Chipre adoptaron controles de capital. Los bancos en Grecia, España, Italia y Portugal incrementaron marcadamente sus tenencias de deuda de sus propios gobiernos. Este sesgo interno ayuda a reducir los costos de endeudamiento público y crea algo de margen fiscal en los períodos de tensión, pero también distorsiona la valoración del riesgo, como sucedió en el período de entreguerras.

Redes intrincadas

El entramado de la deuda soberana en el período de entreguerras tuvo varias dimensiones, y fue más amplio de lo que se infiere de las posiciones netas (véase gráfico 2):

- *Préstamos entre gobiernos y bancos centrales aliados durante y posteriormente a la guerra:* La deuda externa oficial incluía además reparaciones impuestas a Alemania y otros países. Esto creó un vínculo más, así como los intentos para supe- ditar el servicio de la deuda entre aliados a los pagos de reparaciones de Alemania.
- *Ventas de deuda soberana a inversionistas privados en mercados extranjeros, que se multiplicaron mucho en la década de 1920:* Los suscriptores y bancos asumieron papeles protagónicos en la comercialización y asunción de riesgos de estas emisiones. Por ejemplo, JP Morgan & Co. se encargó de introducir los préstamos soberanos externos en el mercado estadounidense.

- *Ventas de deuda en el extranjero por parte de prestatarios no soberanos, en especial a inversionistas estadounidenses, que también aumentaron en la década de 1920:* Alemania promovió el endeudamiento externo del sector privado y los gobiernos estatales y locales para facilitar la generación de divisas con el fin de pagar las reparaciones.

Estas interconexiones se exacerbaban mutuamente, y dejaron al sistema financiero mundial vulnerable a la tensión soberana. Las sucesivas rene- gociaciones multilaterales y bilaterales crearon más vínculos. Cada acuerdo implicaba la condonación de una parte importante de la deuda y el refi- nanciamiento de la mayoría de las obligaciones, lo que hacía aún más compleja la red. Se notan importantes paralelos con la crisis de 2008, cuando la acumulación de apalancamiento público —emitir más deuda para cumplir con el servicio de la deuda— dejó al sistema financiero mundial vulnerable a los shocks.

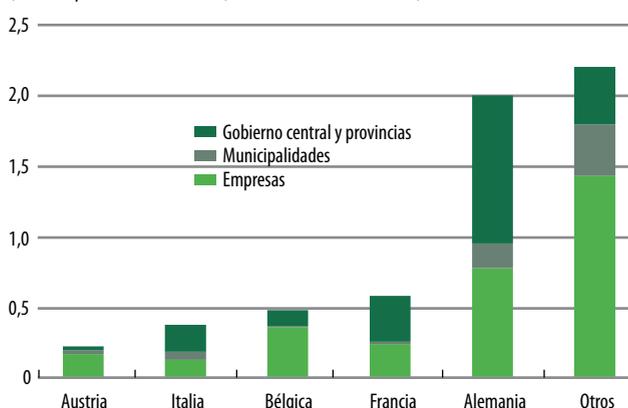
Entre las guerras, muchos países también tuvieron que emitir deuda en moneda extranjera en el

Gráfico 1

Rescate millonario

Los gobiernos en Europa recibieron más dinero prestado del exterior que del sector privado.

(entradas por deuda en 1919–32, miles de millones de dólares)

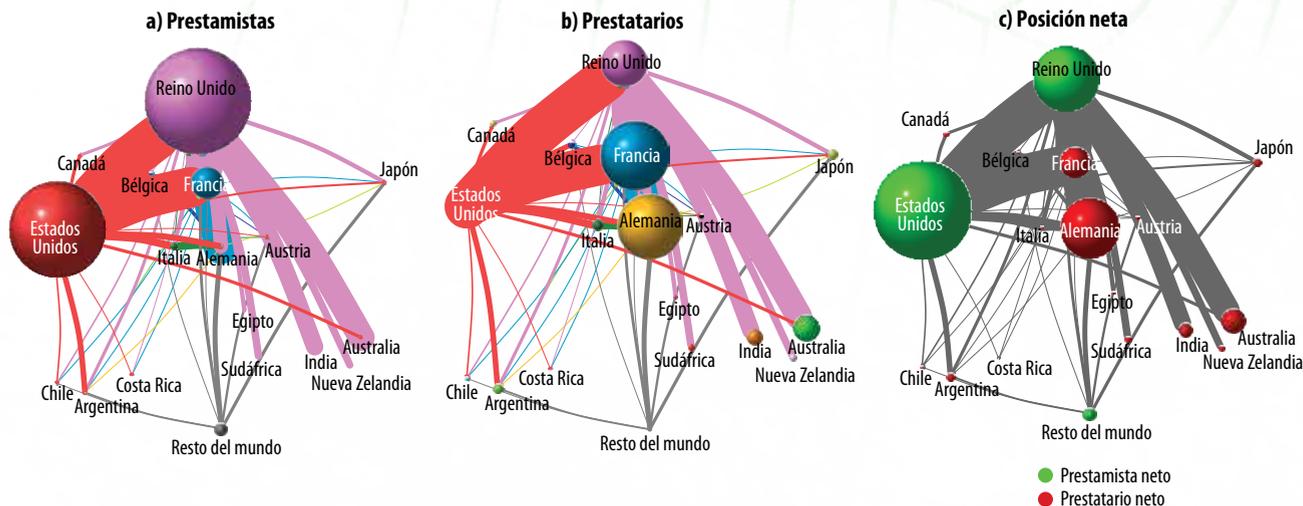


Fuentes: Sociedad de Naciones (1943), *Europe's Capital Movements 1919–1932: A Statistical Note*, y cálculos de los autores.

Gráfico 2

Nodos de deuda

La red de deuda externa en 1931 estaba dominada por un puñado de grandes países, entre ellos Alemania, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido.



Fuentes: De Broeck *et al.*, de próxima publicación.

Nota: El ancho de cada vínculo representa el monto de deuda pendiente de pago, mientras que el tamaño de los nodos representa el saldo de deuda pendiente tomada por soberanos en el gráfico a), prestada a soberanos en el gráfico b) y en cifras netas en el gráfico c) (basada en montos convertidos a dólares de EE.UU., con la misma escala en todos los gráficos). Un prestamista (prestatario) neto es un país que ha concedido al resto del mundo más (menos) préstamos de los que ha recibido del resto del mundo.

exterior porque carecían de mercados financieros internos desarrollados, con el riesgo de que si el valor de su deuda aumentaba por un debilitamiento de la moneda nacional, el incumplimiento se hacía más probable. La situación se asemeja a la de las interrupciones repentinas de entradas de capital durante las recientes crisis de mercados emergentes, como en Argentina, Brasil y México en las décadas de 1980 y 1990.

Los riesgos de contagio dentro de una red son peores si todas las partes dependen de un solo nodo, como sucedió en la década de 1920, cuando Alemania representaba el grueso de la exposición neta de la red. Tras la guerra fue quedando claro que Alemania no podría cumplir sus obligaciones, incluidas las reparaciones, si no recibía algún tipo de alivio. Eso no impidió que Francia, Italia y el Reino Unido vincularan el servicio de su propia deuda al pago de las reparaciones de Alemania.

Riesgos sistémicos

Las sucesivas negociaciones para reducir la deuda de Alemania se basaron en supuestos económicos demasiado optimistas que descartaban la posibilidad de una desaceleración de la magnitud de la Gran Depresión. Es decir, los riesgos inherentes a las reparaciones alemanas se tornaron sistémicos dentro de la red internacional, y Alemania era demasiado grande como para dejar que quebrara. La acumulación de vulnerabilidades se

tornó crítica cuando en 1931 los capitales internacionales de repente dejaron de fluir, cortando el acceso a nuevo financiamiento. Con eso, algunos soberanos ya no pudieron efectuar el servicio de su deuda externa, y cesaron los pagos. Para 1933 habían cancelado una buena parte de sus obligaciones externas, y habían optado por vender deuda interna a bancos nacionales. Hoy en día, la elevada deuda soberana y los importantes nodos mundiales y regionales en las redes financieras también podrían transmitir y amplificar los shocks en el sistema.

La exposición común frente a un solo deudor grande en el período de entreguerras se propagó al sector privado por varios canales. Primero, las negociaciones bilaterales y multilaterales en la década de 1920 implicaron nuevos préstamos a países deudores concedidos en general por inversionistas privados, lo que significó que los países participantes tenían un interés en proteger a estos inversionistas del incumplimiento soberano.

En segundo lugar, el papel central desempeñado por los suscriptores, públicos y privados, enredó aún más la cuestión. La comercialización y colocación de los bonos soberanos externos era un arte delicado, incluso más que hoy en día. En el período de entreguerras, los gobiernos a menudo contrataron suscriptores privados (JP Morgan y Rothschild) para que gestionaran la emisión y garantizaran un nivel mínimo de compra, con la consiguiente aceptación de riesgo financiero. En algunos

No había un marco eficaz que impidiera el deslizamiento hacia el proteccionismo.

casos, bancos centrales y controlados por los gobiernos actuaron como suscriptores. Alemania, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido recurrieron en gran medida a sus autoridades monetarias para que influyeran en los precios de los bonos, publicitaran los valores soberanos dentro y fuera del país, actuaran como suscriptores y asumieran algunos riesgos.

En tercer lugar, los pasivos contingentes amplificaron el riesgo soberano. En la década de 1920 Alemania alentó a los gobiernos locales y estatales a endeudarse con inversionistas privados externos, lo que se convirtió en una fuente de riesgo moral y una obligación para el soberano cuando los gobiernos endeudados no pagaron. Austria asumió una parte de los pasivos externos del mayor banco del país, Creditanstalt, en 1931.

Las similitudes con la crisis financiera mundial reciente están a la vista: bancos privados y públicos y entidades soberanas expuestas directa o indirectamente a riesgos de incumplimiento público. Los complejos vínculos fiscal-financieros plantearon interrogantes acerca de la mejor forma de reducir la deuda soberana, y si el alivio de la deuda cabía como opción.

Institucionalidad deficiente

Al desintegrarse la red a comienzos de la década de 1930, la falta de una plataforma multilateral eficaz complicó la resolución de la deuda soberana. La Sociedad de las Naciones no actuó como institución verdaderamente mundial, en parte porque Estados Unidos no ratificó el Tratado de Versalles de 1919 y no participó en la institución. Por eso Estados Unidos no pudo recurrir a la colaboración internacional para atajar las secuelas mundiales de la Gran Depresión, lo que destaca el peligro que implica que un país importante abandone los acuerdos y las instituciones internacionales.

La falta de un prestamista mundial de última instancia agravó las vulnerabilidades. El Banco de Pagos Internacionales carecía de herramientas para intervenir cuando un país cesaba los pagos. El Banco, creado en 1930 para ayudar a imponer disciplina en los pagos externos de Alemania, realizó préstamos de emergencia a mediados de 1931, pero no podía conceder préstamos a largo plazo. A comienzos de la década de 1930 tampoco había un marco internacional que impidiera el deslizamiento hacia el proteccionismo, devaluaciones no coordinadas y guerras comerciales. La Sociedad de las Naciones no tenía los servicios de préstamo que hoy tiene el FMI; como mucho,

podía ayudar a formular y negociar programas internos de ajuste y coordinar garantías para los préstamos privados otorgados por gobiernos individuales. Fue así como banqueros importantes como Thomas Lamont y John Pierpont Morgan Jr. llenaron informalmente el vacío dejado por Estados Unidos. Algunos gobiernos en apuros acudieron a “doctores del dinero”, banqueros internacionales y asesores financieros privados, que a menudo eran emisarios oficiosos de las grandes potencias. El desmoronamiento de este entramado a inicios de la década de 1930 ilustra claramente las ventajas de la cooperación internacional.

El estudio del período de entreguerras nos demuestra cómo las redes complejas de deuda con importantes exposiciones comunes pueden exacerbar los riesgos para el sistema financiero mundial si no existen instituciones internacionales eficaces. Tras la Segunda Guerra Mundial, no tardaron en establecerse nuevas instituciones internacionales —el FMI entre ellas— y nuevos mecanismos de respaldo financiero —el Plan Marshall— en respuesta a los problemas que surgieron en el anterior período de paz. El desarrollo de instituciones y sistemas de regulación ha continuado desde entonces, pero los esfuerzos para apuntalar esta arquitectura deben proseguir para que no se repitan las crisis del período de entreguerras. **FD**

MARK DE BROECK es Subjefe, **ERA DABLA-NORRIS** es Jefa de División, y **NICOLAS END** y **MARINA MARINKOV** son Economistas del Departamento de Finanzas Públicas del FMI.

Referencia:

De Broeck, Mark, Nicolas End, Marina Marinkov y Fedor Miryugin. De próxima publicación. Documento de trabajo sobre base de datos y vínculos financieros en el período de entreguerras. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Este artículo forma parte de un proyecto departamental más amplio sobre deuda soberana en el período de entreguerras. Se basa en un conjunto de datos que desglosa la deuda soberana por instrumento, y que abarca países aliados y enemigos, y algunos miembros del Commonwealth británico durante 1913–45. El conjunto de datos proporciona series temporales detalladas de los montos pendientes de pago de los principales instrumentos de deuda soberana. Los autores colaboran en el proyecto con los profesores Thomas J. Sargent de New York University y George Hall de Brandeis University.