¿QUÉ HACER ANTE UNA CRISIS DE DEUDA EXTERNA?

Una mirada desde el Sur Global para un problema público y privado

Latindadd
Red Latinoamericana por Justicia Económica y Social

¿Qué hacer ante una crisis de deuda externa?
Una mirada desde el Sur Global para un problema público y privado

Editado por:
Red Latinoamericana por Justicia Económica y Social - Latindadd, 2022
Jr. Mariscal Miller 2622, Lince, Lima – Perú
Teléfono: (51)(1)711-1914
latindadd@latindadd.org
www.latindadd.org

Coordinación General Latindadd:
Carlos Bedoya

Coordinación de área:
Patricia Miranda

Elaboración:
Oscar Ugarteche

Edición:
Patricia Miranda
Daniela Berdeja
Rodolfo Bejarano

Diseño y Diagramación:
Kattya Lázaro

Este documento fue elaborado con el apoyo de:
WELLSPRING PHILANTROPIC FUND

Fecha de publicación – Enero 2022

¿Qué hacer ante una posible crisis de deuda externa?

Una mirada desde el Sur Global para un problema público y privado

Oscar Ugarteche[1]

Cuernavaca, Enero de 2022

[1] Instituto de Investigaciones Económicas UNAM, SNI/ CONACYT III, OBELA, con la asistencia de Bertín Segovia y Jorge Zavaleta de OBELA.

ÍNDICE

PRESENTACIÓN 8

INTRODUCCIÓN 10

1. LA FORMA DE LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID 12

1.1 La economía de la crisis de COVID 19 y algunos viejos problemas con nuevos actores 12

2. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS PRÉSTAMOS DEL SECTOR PRIVADO NACIONAL: UN ENFOQUE DE MERCADO **19**

2.1 Endeudamiento privado por tipo de deudor 23

2.2 Un mecanismo de mercado para hacer frente a la recuperación económica del sector privado 31

2.3 Lecciones aprendidas de los procesos de reestructuración / renegociación en los países de américa latina y de otras regiones 32

2.4 Limitaciones de la actual gobernanza financiera internacional, el papel del FMI, el papel del club de parís, los mercados financieros, la especulación y el poder de decisión de otras jurisdicciones 33

3. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO: UN ENFOQUE NORMATIVO **38**

3.1 El problema de la deuda oficial: un enfoque normativo. Algo de historia 38

3.2 El objetivo del TIADS 42

3.3 El TIADS y quién lo conforma 44

3.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) y Protección del Deudor 44

3.5 Secretaría TIADS 45

3.6 La legitimidad de la deuda 48

3.7 Sin discriminación entre acreedores y deudores y la eliminación los "Pasajeros Gratis" 48

3.8 La TIADS y quiénes se ajustan a ella 49

3.9 Las condiciones de reembolso 50

PARA CONCLUIR **51**

BIBLIOGRAFÍA **53**

HALLAZGOS PRINCIPALES

La clásica subida de tasas de interés con una caída simultánea de los precios de las materias primas no se ha producido en esta ocasión, por lo que el problema que se enfrenta es nuevo, con una recuperación lenta de las economías de América Latina.

Hay dos problemas diferentes que se plantean en la crisis post-COVID. Uno tiene que ver con la deuda externa privada y el otro con posibles problemas de deuda soberana. Esta vez, todo apunta a que los problemas de la deuda del sector privado son más preocupantes que las deudas soberanas.

El endeudamiento privado en el mundo creció durante la crisis de 2020 en un promedio de 12,5%. En América Latina, el endeudamiento corporativo crece más que en Asia y G7, en un 13%, con un costo mucho mayor por las altas tasas de interés y está expuesta a las variaciones en el tipo de cambio y de las tasas de interés.

La disminución de los ingresos corporativos en 2020, producto del cierre global por COVID-19, podría llevar a que las empresas experimenten pérdidas que desencadenen incumplimientos, llevando a aumentos del riesgo y a una rebaja de las calificaciones crediticias internacionales.

A diferencia de la década de 1980, ahora los bancos centrales pueden desempeñar un papel más destacado como prestamistas de última instancia, proporcionando liquidez a las empresas para reestructurar sus deudas.

Se plantea una solución que haga uso de los mercados financieros nacionales, donde el Banco Central podría otorgar garantías a las emisiones de bonos que realicen las empresas para consolidar y pagar sus deudas.

Los gobiernos deben tener el espacio para reestructurar sus préstamos antes de que entren en dificultades de pago y así evitar políticas de austeridad.

Se plantea la creación de una Junta Internacional de Arbitraje para las Deudas Soberanas (IBASD, por sus siglas en inglés) para evitar que se produzcan grandes crisis económicas, garantizando la participación de todos los acreedores.

En términos de resolución de crisis, el IBASD actúa como un mecanismo de control de daños, similar a lo que intentó hacer la HIPC, pudiendo optar entre alguna refinanciación de la deuda y la reprogramación completa de la misma, con las prerrogativas de recomendar recortes de una sola vez a todos los acreedores.

La IBASD es un pilar para una nueva arquitectura financiera internacional, más democrática, y para una economía mundial estable.

PRESENTACIÓN

El endeudamiento global ha tenido una tendencia anual creciente. Tras la pandemia y la crisis, los indicadores de deuda han empeorado por distintos factores en medio de los efectos del colapso económico y con proyecciones de deterioro ante los riesgos de posibles incrementos de las tasas de interés.

Desde el Sur vemos con preocupación la situación de la deuda del sector público y de la deuda externa del sector corporativo o sector privado, en un contexto de recuperación lenta y desigual. La capacidad de los países más desarrollados para combinar su tenencia de monedas de reserva con medidas fiscales les ha permitido aplicar políticas anti-cíclicas, a diferencia de las posibilidades de los demás países profundizando sus déficit fiscales y endeudamiento.

Este documento aborda una revisión de la problemática de la deuda del sector público y del sector corporativo, con una mirada desde las desigualdades sistémicas en perjuicio de los países prestatarios del Sur.

Ante la mayor crisis económica en más de 100 años, se requieren distintos mecanismos de solución a un endeudamiento insostenible que sumerge en mayor pobreza y desigualdad a nuestros países, un cambio en la arquitectura financiera internacional y los roles de las instituciones financieras internacionales.

Nuestra propuesta aborda por un lado mecanismos de solución de la deuda externa de un sector corporativo (grande y pequeño) a través de la intervención de la banca central y,

por otro, plantea la implementación de un Tribunal Internacional de Arbitraje de la Deuda Soberana en la Secretaría General de Naciones Unidas o en UNCTAD para la renegociación oportuna, justa, independiente de la deuda externa del sector público, con una participación de todos los acreedores.

En un contexto de pandemia y crisis, la deuda soberna necesita medidas de control de daños a tiempo, sin esperar a una insolvencia, sin aplicar políticas de austeridad, más bien con una perspectiva de contribuir al logro de los ODS y la agenda climática, con inversión en educación, salud, generación de empleo, y en políticas que garanticen el ejercicio de los derechos económicos, sociales y culturales.

INTRODUCCIÓN

La economía mundial colapsó debido a un cierre de la oferta y una contracción del lado de la demanda, primero en Asia y luego en el Occidente. Es la primera vez en la historia económica que se produce este fenómeno, y los efectos aparecerán cuando la recuperación económica mundial cobre impulso. Tanto el sector público como el privado sienten las consecuencias a largo plazo. El sector privado incluye empresas globales, empresas locales medianas y pequeñas y hogares. El tipo de problemas que se les plantea es esencialmente diferente de los que se plantean a los gobiernos, como resultado del colapso de la cadena de pagos.

Por otro lado, los gobiernos perdieron ingresos fiscales y aumentaron los gastos fiscales, especialmente hacia el sector salud y la distribución de recursos con menores ingresos. La clásica subida de tasas de interés con una caída simultánea de los precios de las materias primas no se ha producido en esta ocasión, por lo que el problema que se enfrenta es nuevo. Esta vez el sector privado tiene problemas significativos al igual que los gobiernos. Todo apunta a que los problemas de la deuda del sector privado son más preocupantes que las deudas soberanas.

En este trabajo se hace una revisión de la deuda del sector privado en sus diferentes componentes, lo que lleva a un mecanismo de mercado para tratar de facilitar su recuperación económica. Una revisión de la deuda pública, por otro lado, ha reafirmado la necesidad de un enfoque institucional con una junta de arbitraje internacional. Los gobiernos tuvieron problemas de ingresos fiscales debido al colapso del PIB y, al mismo tiempo, la necesidad de un gasto público adicional que condujo a déficits fiscales más extensos de lo habitual, excepto en México, donde el aumento de los ingresos fiscales extraordinarios de los contribuyentes

habituales fue acompañado de una política de austeridad. Estos eran grandes contribuyentes que en muchos años no habían pagado sus obligaciones oficiales. Dadas las complejidades de la deuda oficial y el cambio de acreedores, un enfoque normativo parece más adecuado. Esta investigación tiene tres secciones. La primera sección revisa las características de la crisis global del COVID-19. La segunda sección revisa los niveles de deuda del sector privado interno, los posibles problemas y las soluciones propuestas, y la tercera parte analiza la deuda pública, sus probables problemas y sugiere mecanismos de solución.

1. LA FORMA DE LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID

1.1 LA ECONOMÍA DE LA CRISIS DE COVID 19 Y ALGUNOS VIEJOS PROBLEMAS CON NUEVOS ACTORES

Esta sección revisará la dinámica económica de la crisis del COVID-19 bajo las siguientes hipótesis:

1. La economía mundial colapsó debido a un cierre de la oferta y una contracción del lado de la demanda, primero en Asia y luego en el Occidente. Es la primera vez en la historia económica que se produce este fenómeno, y sus efectos aparecerán a medida que la recuperación económica mundial cobre impulso.

2. Asia cae antes y se recupera más rápido que el resto. Cae en el primer trimestre de 2020 y rebota en el segundo trimestre. Occidente cae en el segundo trimestre y rebota en el tercer trimestre.

3. Los países de rápido crecimiento caen un poco y se recuperan rápidamente.

4. Los países que crecen lentamente caen más y se recuperan lentamente.

5. La velocidad de recuperación tiene que ver con las políticas fiscales y monetarias y la tasa de inversión. Chile invirtió la mayor cantidad de dinero fiscal y proporcionalmente fue el que menos creció. México apenas invirtió y recuperó el 50% de la pérdida.

6. La pregunta abierta es si el crecimiento será √ una raíz cuadrada, una raíz cuadrada invertida o en forma de rebote en V tradicional.

TABLA N° 1

Crecimiento Nominal del PIB por grupos de países por trimestres 2020-2021								
País	PIB nominal, en moneda nacional	2020	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021
ASEAN+3								
Indonesia	15.434.151.800	-3%	4%	-7%	-4%	-2%	1%	13%
Japón	539.071.600	-4%	-1%	-9%	-4%	-1%	-1%	7%
Corea, Rep. de	1.924.452.900	0%	1%	-1%	1%	1%	5%	-
Tailandia	15.688.063	-7%	-1%	-15%	-8%	-5%	-2%	-
G7								
Canadá	8.825.064	-5%	0%	-13%	-4%	-1%	6%	-
Francia	2.275.668	-6%	-4%	-14%	-3%	-2%	4%	17%
Alemania	3.329.030	-3%	0%	-9%	-3%	-2%	-1%	11%
Italia	1.651.595	-8%	-5%	-17%	-4%	-5%	1%	-
Japón	539.071.600	-4%	-1%	-9%	-4%	-1%	-1%	7%
Reino unido	-	-5%	0%	-14%	-3%	-3%	-2%	18%
Estados unidos	20.932.759	-2%	2%	-8%	-2%	-1%	2%	-
América Latina								
Argentina	27.021.238	26%	42%	12%	22%	29%	46%	-
Brasil	7.447.858	1%	5%	-7%	0%	4%	11%	-
Chile	200.512.436	2%	4%	-5%	-1%	9%	11%	25%
Colombia	-	-	5%	-15%	-	-	-	-
Costa Rica	35.983.495	-4%	3%	-8%	-6%	-3%	-2%	-
Ecuador	-	-	-2%	-13%	-11%	-	-	-
Honduras	585.734	-5%	4%	-15%	-5%	-4%	-	-
México	23.122.024	-6%	1%	-18%	-5%	-1%	2%	-

Fuente: cálculos propios con base en datos del FMI

En Asia, los países actuaron rápidamente. Aproximadamente cinco días después de los primeros 100 brotes de COVID-19, se incrementaron las restricciones internas, según el FMI (2020, p. 8). Malasia, Nueva Zelanda y Filipinas impusieron cierres completos durante más de un mes. Tailandia y Vietnam cerraron los servicios no esenciales y permitieron que los sectores industriales siguieran operando. Corea del Sur solo emitió recomendaciones sobre cierres de empresas y distanciamiento social voluntario.

La cuarentena y el aislamiento en China afectaron su economía durante el primer trimestre de 2020, ya que el virus comenzó a fines de 2019 y se tomaron medidas de bloqueo de inmediato. El choque llegó en el segundo trimestre para el resto del mundo. Este desajuste le dio alguna ventaja económica a China, donde la propagación del virus se controló rápidamente. Según el FMI (2020, p. 3), con la relajación de las medidas sanitarias, durante el segundo trimestre de 2020, China invirtió en infraestructura y construcción de mobiliario. Según De León (2020), el 28 de mayo de 2020, el Ministerio de Hacienda inyectó el 4,5% del PIB destinado al seguro de desempleo, infraestructura y subsidios de precios. De febrero a agosto de 2020, el Banco Central de China colocó 5.800 millones de yuanes en operaciones de mercado abierto, lo que proporcionó liquidez al sistema bancario. Los fabricantes de suministros médicos, las PYMEs y las empresas agrícolas recibieron líneas de crédito. Todo esto les permitió poner en marcha su maquinaria productiva en poco tiempo. China tuvo una recuperación en forma de V si se mira el crecimiento trimestral del PIB real.

Los países de la ASEAN+3 que recuperaron su producción total durante el primer repunte fueron China y Vietnam, que gastaron el 13% y el 11% de su PIB en medidas fiscales y monetarias. Le siguieron Filipinas, Corea del Sur y Singapur con poco más de la mitad de su producción recuperada. Los tres países gastaron 4,7%, 16,6% y 23,9%, respectivamente, en medidas fiscales y monetarias. Finalmente, Japón, Tailandia e Indonesia se recuperaron menos de un tercio en el primer rebote. Gastaron el 59%, 15,4% y 7,6% de su PIB en medidas fiscales y monetarias.

Con el deslizamiento, China vio un incremento en sus exportaciones, principalmente de productos electrónicos y equipos médicos y de protección, ambos sectores importantes durante el cese de

actividades presenciales en otros países. Además, en los países de la ASEAN se está fomentando la industria de teléfonos móviles, semiconductores y placas de circuitos como cadenas de valor para China, lo que representa la mitad de las exportaciones a China. El principal impulsor de esta cadena restableció la producción por delante de los demás países, lo que obligó al resto de las economías a continuar con el desarrollo de productos. Los envíos de bienes de la ASEAN a China crecieron un 4,6% interanual en los meses de bloqueo en total y entre julio y septiembre de 2020, un 10,5% en comparación con 2019, 5.600 millones de dólares más.

En los países del G7, el gasto fue sustancial en comparación con el resto. Italia, Alemania y Japón gastaron más de la mitad de su PIB en medidas fiscales y monetarias para amortiguar y reactivar las actividades económicas. Mientras que Francia, Reino Unido, Canadá y EE.UU. gastaron entre el 40% y el 25%. Los europeos lograron reactivar sus actividades económicas temprano.

Los países más afectados del G7 fueron Italia, Francia e Inglaterra. Italia creció a una tasa anual del 1,5% desde 1990 hasta mediados de 2008, casi dos décadas. Después de la crisis financiera, comenzó a disminuir en una media del 0,5 por ciento cada trimestre. El impacto de la corrida alcista en 2020 en el segundo trimestre resultó en la pérdida de una sexta parte de su producción, pero debido al importante paquete económico del 7,7% del PIB, logró volver a los niveles que tenía entre enero y marzo de 2020, el único caso del G7 que tuvo una recuperación en forma de V al observar el PIB real trimestral. Todos los demás se ven como √ invertida. (Ver gráfico no. X e Y)

En Francia e Inglaterra, el crecimiento de 1990 a 2008 fue del 2,5% por año. Durante la crisis financiera, su caída del PIB fue breve. En 2009, comenzaron su reactivación y reanudaron su nivel de crecimiento limitado. En 2020, debido al aislamiento y las medidas de distanciamiento social, perdieron una sexta parte de su producción en el segundo trimestre.

En Estados Unidos, bajo la administración Trump, se decidió mantener medidas de distanciamiento social, pero no encierros como en Europa. La implementación de medidas más severas fue una decisión de cada estado. Estados Unidos, en promedio, mantiene una tasa de crecimiento del

2,5% anual. Los paquetes de crecimiento y estímulo anteriores evitaron un cierre total y una caída más precipitada como en las economías europeas, pero registraron casos de contagio y muertes por el virus. La economía estadounidense perdió alrededor de una décima parte de su producción, con un desempleo que pasó del 4,4% en marzo al 14,7% en mayo de 2020. En el último trimestre, su PIB real se mantuvo por debajo de los niveles del año anterior.

Las medidas fiscales en los países del G7 impulsaron su recuperación. Gastaron cerca del 50% de su PIB en promedio en comparación con el resto. Estos grandes paquetes provocaron el "primer repunte", es decir, Italia se recuperó a los niveles del primer trimestre durante el tercer trimestre de 2020, Francia, Reino Unido y Canadá recuperaron más de la mitad, y Japón y Estados Unidos menos de la mitad, medidos en términos reales.

La desaceleración de la demanda estadounidense y el desempleo afectaron a sus principales socios comerciales, especialmente Centroamérica y México, por las remesas. En El Salvador y Honduras, las remesas representan alrededor de una quinta parte de su PIB, una décima parte para Guatemala y Nicaragua y menos del 5% para Belice, Costa Rica, Panamá y México. Las remesas de dinero de los migrantes para mantener a sus familias en casa se erosionaron —la caída del empleo en los Estados Unidos provocó una disminución de las remesas a Centroamérica y el sureste de México. En abril de 2020, durante las medidas sanitarias aplicadas en EE.UU., las remesas cayeron un 40% en El Salvador, 20% en Guatemala, con la misma tendencia en el resto de países centroamericanos, mientras que en México la disminución fue de solo 2%. Según Juan José Ling (2020), las remesas a México fueron mantenidas por la región Noroeste (Sonora, Chihuahua y Baja California) debido a que su proceso migratorio comenzó mucho antes en la región Sureste de México y Centroamérica. Los norteños exiliados tienen más tiempo en los Estados Unidos, ciudadanía o residencia permanente y mejores trabajos formales.

En comparación, los latinos de Centroamérica y el sureste de México trabajan en el sector de servicios, en alojamiento y alimentación, servicios para el hogar y construcción, según el MPI. Las medidas de distanciamiento social frenaron sus puestos de trabajo. La desaceleración de la demanda externa (especialmente de EE.UU.), remesas y las medidas de distanciamiento social

nacional hicieron de Centroamérica la región más afectada. América del Norte perdió 7,2 años de producción, América del Sur 8,3 y América Central 8,9.

Las economías de Centroamérica tienen una estrecha relación comercial con EE.UU., excepto Panamá y Belice, ya que casi la mitad de sus exportaciones van a EE.UU. Sus envíos consisten principalmente en textiles de maquila y productos animales y vegetales.Los migrantes regresaron a sus puestos de trabajo durante el tercer trimestre de 2020 y las transferencias crecieron un 15% con respecto a 2019. Además de este impulso, el vasto paquete económico de Estados Unidos incrementó sus importaciones y, como resultado, las exportaciones de maquila de Centroamérica, principalmente textiles, aumentaron. El impacto de la recuperación de los socios comerciales en las economías nacionales no solo se aplica a Centroamérica. La relajación temprana de las medidas sanitarias estadounidenses y su importante estímulo fiscal aumentaron la demanda de productos en los países latinoamericanos con fuertes asociaciones comerciales. Tal es el caso de los países centroamericanos, Ecuador y México. Los dos últimos países envían principalmente combustibles, automóviles y productos electrónicos al mercado estadounidense. Debido a la recuperación de Estados Unidos en el tercer trimestre, Ecuador y México tuvieron un impulso significativo de su PIB, habiendo recuperado el 21% y el 53% de la producción perdida, respectivamente.

En comparación están Chile y Argentina. El mayor socio comercial de Chile es China, que representa el 31,8% de sus exportaciones, y la región de Asia-Pacífico. Las exportaciones de cobre, hierro y carbonato de litio a estos países mantuvieron estable su demanda externa a lo largo de 2020. Los precios se mantuvieron estables dadas las bajas tasas de interés y la demanda china. Los principales socios comerciales de Argentina son Mercosur, Estados Unidos y China, pero sus exportaciones disminuyeron. Sus envíos inmediatos son los residuos de la extracción de soja, la alimentación animal y los cereales, los más afectados.

En Chile, Argentina y República Dominicana, el impulso de los paquetes económicos, 22,2%, 11,3% y 15,6% del PIB, respectivamente, reactivó fuertemente la demanda interna a fines de 2020. Hay casos como Brasil y Perú donde el gasto fiscal correspondió a un rápido aumento de la

actividad económica. Brasil gastó el 17% de su PIB en medidas fiscales e inyecciones de efectivo y recuperó el 74% de la producción perdida, mientras que Perú gastó el 15,8% y repuntó el 54%.

En varios países de América Latina, no hay una recuperación en forma de V, sino una recuperación de raíz cuadrada invertida. El primer impulso a la recuperación es la demanda externa, principalmente de EE.UU. y China, y el segundo impulso es mucho más débil, proveniente del consumo interno recuperado. La recuperación económica depende de una buena gestión de la demanda externa e interna. Para los países con un alto crecimiento pasado, es más fácil.

2. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS PRÉSTAMOS DEL SECTOR PRIVADO NACIONAL: UN ENFOQUE DE MERCADO

Una revisión de los tres grupos de países en estudio indica que todos mostraron un fuerte salto en la tasa de endeudamiento del sector privado sobre el PIB medido desde la tasa promedio de 2019 hasta el tercer trimestre de 2020, el último dato uniforme disponible. En los seis países asiáticos, el salto medio fue de un 11,9% más de deuda sobre PIB, siendo la referencia China con un 10,1% y solo la República de Corea tuvo un menor crecimiento de la deuda corporativa que su vecino gigante. El promedio de la deuda empresarial es del 219,5% del PIB, teniendo Singapur el nivel más alto del 349,5% del PIB e Indonesia el menor. La hipótesis aquí es que la complejidad de las economías explica los niveles. Cuanto más complejo, mayor es la relación. La complejidad se define aquí como el número de vínculos dinámicos entre sectores y ramas dentro de la economía. Los vínculos internacionales son una medida del crédito internacional. Cuanto mayor sea la complejidad y el número de vínculos internos, mayor será el número de créditos entre empresas.

TABLA N° 2

Crédito total al sector no financiero (deuda básica), % del PIB							
País	**2018**	**2019**	**2020**	**Q1 2020**	**Q2 2020**	**Q3 2020**	**Q4 2020**
Asia							
China	254,4	262,9	285,9	278,3	286,1	289,7	289,5
India	156,1	159,2	173,1	161,0	172,6	177,8	180,8
Indonesia	70,1	69,8	76,1	73,1	73,7	78,0	79,6
Corea	224,1	236,4	253,1	243,7	251,9	257,2	259,6
Singapur	271,9	300,6	327,5	306,4	324,0	332,9	346,5
Tailandia	150,5	149,9	165,4	153,0	163,1	169,4	176,1
G7							
Canadá	299,9	304,7	343,3	313,0	346,7	353,8	359,7
Francia	315,6	324,1	359,8	331,8	362,4	370,4	374,4
Alemania	186,1	186,9	202,0	190,0	202,0	207,2	208,8
Italia	251,8	258,0	282,4	260,0	280,6	291,5	297,4
Japón	370,8	378,3	404,7	380,7	405,0	414,3	418,9
Reino Unido	268,6	266,3	293,9	271,4	298,7	301,1	304,4
Estados Unidos	248,6	253,3	284,2	264,0	285,7	290,9	296,1
América Latina							
Argentina	115,4	117,7	125,3	115,6	123,3	128,6	133,8
Brasil	162,7	168,0	177,2	166,5	174,4	179,0	189,0
Chile	172,9	190,8	206,1	198,6	212,2	211,1	202,3
Colombia	112,2	113,0	128,2	120,5	127,3	132,1	132,7
México	77,1	77,3	87,1	84,0	88,5	89,1	86,8

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de Pagos Internacionales

Los países del G7 también han observado un salto del 13,1% entre 2019 y el tercer trimestre de 2020. El nivel de deuda está en el rango del 317% del PIB, lo que expresa la complejidad económica de las economías más desarrolladas. El problema para los países del G7 que no están presentes en Asia es la dimensión de la recesión económica de 2020. Mientras que los países asiáticos analizados perdieron el 3,4% del PIB, los países del G7 perdieron el 6,5%, el doble de la proporción, y mientras las economías orientales están enganchadas a la locomotora china, los europeos están enganchados a Alemania. La locomotora estadounidense no parece impulsar a muchos otros países además de México y Centroamérica, con poca fuerza.

TABLA N° 3

Tasa de crecimiento del PIB real, variación porcentual respecto al mismo trimestre del año anterior

País	Estimaciones del FMI	Estimaciones OCDE					
	2020	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2020	Q4 2020
Asia							
China	2,3	-6,8	3,2	4,9	6,5	18,3	7,9
India	-7,3	2,9	-23,3	-7,5	0,0	1,6	20,9
Indonesia	-2,1	2,6	-5,2	-3,4	-2,2	-1,0	7,2
Corea	-0,9	1,5	-2,7	-1,0	-1,1	1,9	6,0
Singapur	-5,4	-	-	-	-	-	-
Tailandia	-6,1	-	-	-	-	-	-
G7							
Canadá	-5,3	-0,4	-12,6	-5,1	-3,1	0,3	12,7
Francia	-8,0	-5,4	-18,6	-3,6	-4,3	1,5	18,7
Alemania	-4,8	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-3,1	9,4
Italia	-8,9	-5,8	-18,2	-5,2	-6,5	-0,7	17,3
Japón	-4,7	-2,2	-10,1	-5,4	-0,8	-1,3	7,7
Reino Unido	-9,8	-2,2	-21,4	-8,5	-7,3	-6,1	22,2
Estados Unidos	-3,5	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2
América Latina							
Argentina	-9,9	-4,8	-20,0	-10,2	-4,6	2,2	-
Brasil	-4,1	-1,5	-10,8	-3,9	-1,2	2,3	12,4
Chile	-5,8	-0,1	-13,7	-9,8	-0,1	1,3	17,2
Colombia	-6,8	0,1	-15,7	-8,2	-3,4	2,1	17,0
México	-8,3	-2,0	-18,8	-8,7	-4,6	-2,7	19,5
Perú	-11,1	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Perspectivas de la OCDE y el FMI, abril de 2021 (actualizado a julio de 2021)

América Latina, observada a través del lente de las seis economías más grandes, tuvo la caída más significativa de los tres grupos, en promedio, 7,7% del PIB. La diferencia es que tiene las economías menos complejas, por lo que el nivel promedio de deuda corporativa es solo el 146% del PIB. Un factor interesante en América Latina es que las corporaciones se endeudan en el exterior en gran medida, incluso más que los gobiernos. No es el caso ni de Asia ni de los países del G7, que utilizan los sistemas financieros nacionales. La diferencia en las tasas de interés y el costo de capital es mucho mayor en América Latina que en otras regiones. Una posible explicación es el altísimo índice de Herfindhal que existe en los sistemas bancarios latinoamericanos (ver Acosta, 2021). El gran tamaño de la caída y el pequeño tamaño de los que se sostienen los hacen menos riesgosos que en los países del G7, los más expuestos a crisis financieras severas, particularmente Japón, Francia, Canadá y el Reino Unido.

2.1 ENDEUDAMIENTO PRIVADO POR TIPO DE DEUDOR

El endeudamiento privado en el mundo creció durante la crisis 2020 en un promedio de 12,5% — más endeudamiento de hogares que lo distribuido por corporaciones. Los hogares adquirieron fondos a una tasa de crecimiento anual del 20% en 2020 en los países del G7, el 18% en Asia y el 15% en América Latina. El crédito empresarial creció un 9% en los países del G7, seguido de Asia también en un 9%. El patrón latinoamericano es el opuesto, donde el endeudamiento corporativo crece más que en Asia, pero el crédito total a los hogares creció más -15%- que el crédito corporativo -13%-.

TABLA N° 4 A

Crecimiento crediticio 2019/3q 2020	Asia	G7	América Latina
Corporativo + Hogares	12%	13,1%	12%
Crédito Corporativo Total	9%	9%	13%
Total Crédito Hogares	18%	20%	15%

Fuente. BIS

TABLA N° 4 B

Crédito/PIB 2020	Asia	G7	América Latina
Corporativo + Hogares	219,45	317,07	146,64
Crédito Corporativo Total	69,03	141,96	67,92
Total Crédito Hogares	150,42	175,11	78,72
Fuente. BIS			

El tamaño de este endeudamiento es que en los países del G7, la deuda privada total tiene un ratio del PIB del 317%, distribuida entre el 175% de hogares y el 141% de empresas. En Asia, la deuda de los hogares es mucho mayor que la deuda de las empresas, 150% frente al 69%. América Latina tiene una deuda familiar moderada del 78% del PIB y una deuda empresarial similar del 67%.

América Latina ha aumentado la relación deuda / PIB debido a la caída del PIB a causa del Covid-19 en 2020. La dinámica regional del endeudamiento ha sido históricamente heterogénea dada la superficialidad del sistema financiero en cada país. Es el resultado de las características de su estructura de propiedad productiva y familiar de las empresas. Las empresas nacionales suelen solicitar préstamos a nivel nacional, mientras que las empresas internacionales también pueden complementar su deuda con un crédito internacional más económico.

La deuda privada se acumuló desde antes de la pandemia y muchas empresas pueden mantener estos niveles de endeudamiento. Sin embargo, en algunos casos, como en Chile o Brasil, la relación deuda privada / PIB se disparó durante un largo período, lo que demuestra que la deuda creció más que el PIB y que el crédito no ha generado el dinamismo necesario en la economía. El rápido crecimiento de la deuda suele estar respaldado por altas expectativas de crecimiento económico, en algunos casos impulsado por la expansión de la demanda china.

Estos sectores, como la minería del hierro y el cobre o la producción de soja y *commodities* en general, están expuestos a cambios en los precios internacionales, ahora apoyados por bajas tasas de interés. Con tasas de interés históricamente bajas, los precios son muy altos, pero esto da una imagen distorsionada de la realidad porque, en el caso de la normalización de las tasas de interés, los precios de las materias primas caerán y habrá una pérdida de rentabilidad corporativa y problemas de balanza de pagos.

La deuda privada adquirida por empresas residentes en un país considera acreedores tanto nacionales como internacionales. Pueden ser préstamos internos o externos, a corto y largo plazo de empresas a su matriz. La deuda externa privada es principalmente a largo plazo e inter-empresarial, lo que abrió la posibilidad de que las empresas asumieran el costo de las pérdidas al menos por un tiempo. A menos que la empresa matriz obtenga capital, ninguna empresa internacional puede soportar grandes volúmenes de préstamos en mora de sus subsidiarias y clientes internacionales durante un período prolongado.

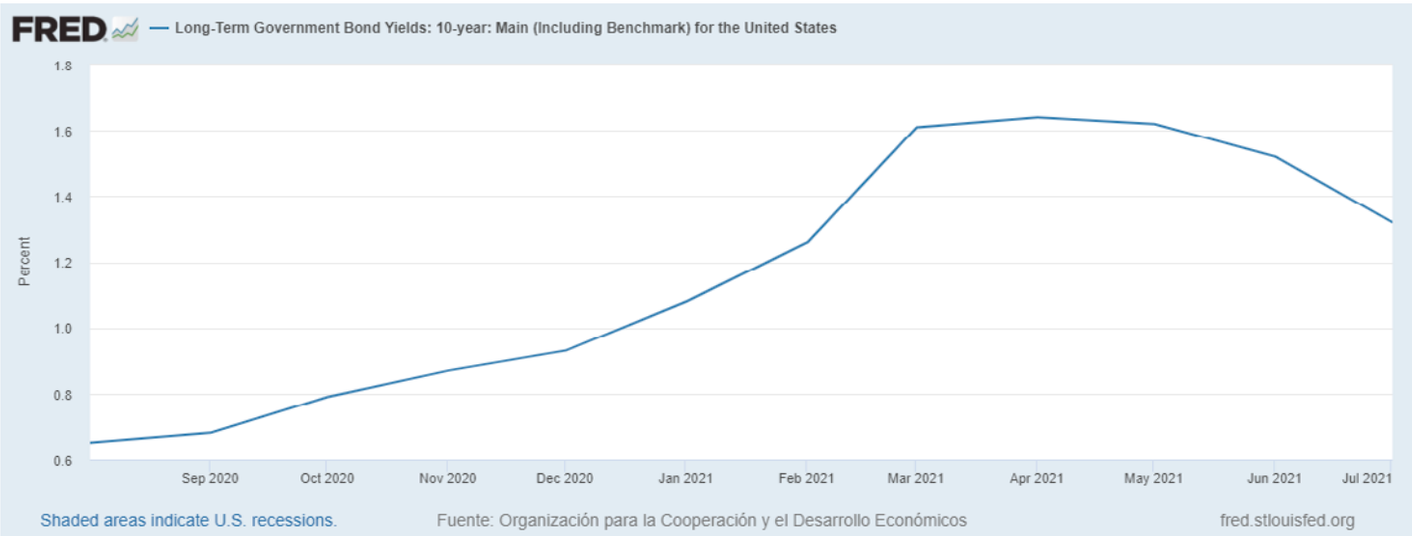
En México, el crecimiento de la relación deuda privada / PIB es algo limitado, esto se debe al bajo nivel de crédito e inversión observado durante la última década, acompañado de un bajo crecimiento económico. Sin embargo, existe la posibilidad de que la deuda intrafirma sea mayor en países con sub-registro, como en México, Ecuador y Perú. Hay una presencia significativa de empresas transnacionales en estos países, cuyas transacciones inter-empresariales deberían aparecer en algún lugar. El promedio de los otros países fue la aproximación de lo que podría ser la deuda inter-empresarial en estos países.

La mayoría de los países latinoamericanos se encuentran por debajo del promedio de endeudamiento de las economías emergentes a nivel internacional, excepto Chile. Sin embargo, tienden a aumentar sus ratios de endeudamiento, a diferencia de las economías avanzadas donde se ha observado un alto nivel de endeudamiento y un ratio de deuda relativamente estable durante las dos últimas décadas y durante la pandemia.

Los niveles de deuda privada en América Latina son sostenibles en el corto plazo, siempre que la Reserva Federal (Fed) mantenga las tasas de interés cercanas a cero y los precios de las materias primas se mantengan altos. Si los países exportadores primarios continúan con un endeudamiento acelerado, la modificación de la tasa de interés internacional los acercará a una situación delicada. El riesgo a partir de mediados de 2023 es que se produzca un escenario similar al de los años 80: una subida de las tasas de interés internacionales con una caída simultánea de los precios de las materias primas. La Fed espera elevar los costos de los préstamos en 2023 desde sus niveles mínimos y desacelerar el programa de compra de activos por un valor de 1,4 billones de dólares al año, lo que podría afectar negativamente las tasas de interés de otras deudas a más largo plazo. Hubo un lento aumento en las tasas de interés a largo plazo desde fines de 2020. (Ver gráfico No. 1)

Gráfico N° 1

Rendimientos de los bonos gubernamentales a largo plazo: 10 años: Principal (incluidos los índices de referencia)



Fuente: Fred, St Louis Fed. Visto el 17.9.2021

A diferencia de la década de 1980, cuando el gobierno asumió gran parte de las deudas privadas, en la década de 2020, con el entorno fiscal ajustado y el gasto de recuperación, los bancos centrales pueden desempeñar un papel más destacado como prestamistas de última instancia, proporcionando liquidez a las empresas de bancos comerciales para reestructurar sus deudas. La COVID indujo una caída en la producción que expuso al mundo a una crisis financiera derivada de la falta de ingresos de las empresas al acumular deuda privada y caída de sus ganancias. Existe fragilidad o inestabilidad financiera en la región derivada de problemas del sector privado. La evidencia muestra que la deuda externa privada es más sustancial que la deuda externa soberana en América Latina en la tercera década del siglo XXI.

Los gobiernos del G7 tomaron medidas excepcionales durante 2020 para reforzar la liquidez corporativa en respuesta a la crisis de Covid-19, lo que resultó en un aumento del apalancamiento y una expansión significativa de los balances. Por lo general, el interés de las agencias internacionales ha estado en la deuda soberana, cuyo índice ha aumentado rápidamente durante el último año, principalmente debido a la caída de la producción y levemente debido a los déficits fiscales. Sin embargo, la deuda privada en América Latina se ha emitido principalmente en el exterior, denominada en dólares, y excede la deuda pública, emitida principalmente en moneda local pero parcialmente en manos de inversionistas extranjeros.

En la región, la razón de deuda privada-pública más alta se encuentra en Chile (tabla 5). Le siguen México, Colombia y Brasil. Todos han reducido su exposición al sector privado desde 1998 pero permanecen en el rango del 100% en promedio. Se plantean dos problemas: alto riesgo de tasa de interés y alto riesgo de tipo de cambio. Las variaciones en el tipo de cambio o en las tasas de interés afectan inmediatamente el costo de la deuda debido a que los gastos operativos suben, y la rentabilidad cae inicialmente.

TABLA N° 5

Relación deuda pública / privada			
	1998-Q1	**Promedio**	**2020-Q4**
Argentina	114,2%	39,1%	22,9%
Brasil	118,2%	88,5%	92,7%
Chile	884,0%	684,7%	429,6%
Colombia	341,1%	135,6%	101,1%
México	162,1%	120,1%	106,7%
Fuente: tabla 6			

El problema que se plantea es que la disminución de los ingresos corporativos en 2020, producto del cierre global por COVID-19, podría llevar a que las empresas experimenten pérdidas que desencadenen incumplimientos. Esta situación conduce a aumentos del riesgo sistémico y de la prima de riesgo y a una rebaja de las calificaciones crediticias internacionales. La solución del Banco Central Europeo es seguir comprando deuda privada inyectando liquidez. La Fed adopta el mismo enfoque. Este enfoque no está presente en los bancos centrales de América Latina.

Los altos niveles de deuda externa privada podrían conducir a un costoso proceso de renegociación para reducirla o reestructurarla. La pregunta es si esto lo harán agentes privados o el Estado como garante de las actividades económicas del país. En el hipotético caso de que esto sucediera, la deuda del sector privado podría convertirse en una carga para el sector público.

En 2021, el problema no es la falta de divisas como en 1982, sino posibles quiebras corporativas. Los problemas para los gobiernos latinoamericanos surgen del limitado espacio fiscal que

tienen los países de la región y las obligaciones de servicio de la deuda que ya tienen. Además, existe la necesidad de asignar recursos para reactivar la economía y satisfacer las necesidades prioritarias de sus poblaciones.

Estos altos niveles de endeudamiento externo privado representan un desafío para la política de crecimiento y tipo de cambio. Si bien la deuda adquirida en moneda extranjera requiere que el tipo de cambio se mantenga estable, no un aumento en el costo, el sector exportador no primario requiere un tipo de cambio depreciado. Según los mandatos de cada banco central, podrían realizar diferentes intervenciones en el mercado cambiario. Sin embargo, las fluctuaciones del tipo de cambio observadas en 2020 derivaron de la política de inyección de liquidez de la Fed en marzo, que por un lado depreció el dólar y por otro, valorizó las monedas latinoamericanas a partir de marzo.

El entorno económico posterior a COVID-19 se ve complicado. Muestra una lenta recuperación y bajas tasas de crecimiento. Gobiernos y empresas se enfrentan a la necesidad de contraer más deuda para solucionar la complicada situación de liquidez. La cooperación en una política de recuperación económica entre ministerios de finanzas y bancos centrales con políticas monetarias y fiscales expansivas será necesaria para restablecer los niveles de empleo y producción. Solo así se darán las condiciones para generar los ingresos fiscales necesarios, el servicio de la deuda pública y ganancias privadas y pagar los intereses de sus créditos internos y externos. Lo que sigue siendo un problema de deuda privada global tendrá que encontrar mecanismos novedosos para hacerlas manejable. Eso tendrá el efecto de nuevos cambios en la arquitectura financiera internacional.

TABLA N° 6

Crédito al sector no financiero como% del PIB			
	1998-Q1	**Promedio**	**2020-Q4**
Argentina	17,7	13,4	12,4
Brasil	16,5	13,3	20,7
Chile	32,8	48,6	74,4
Colombia	20,8	18,5	16,1
México	13,4	17,8	24,0
Bancos % PIB			
	1998-Q1	**Promedio**	**2020-Q4**
Argentina	20,0	14,8	12,5
Brasil	32,2	48,3	70,2
Chile	55,6	71,8	89,7
Colombia	33,1	34,8	50,6
México	20,8	15,2	20,8
Gobierno General % PIB			
	1998-Q1	**Promedio**	**2020-Q4**
Argentina	33,0	71,9	108,9
Brasil	41,2	69,6	98,1
Chile	10,0	17,6	38,2
Colombia	15,8	39,3	66,0
México	21,1	27,4	42,0
Deuda externa total del sector privado % PIB			
	1998-Q1	**Promedio**	**2020-Q4**
Argentina	37,7	28,1	24,9
Brasil	48,7	61,6	90,9
Chile	88,4	120,5	164,1
Colombia	53,9	53,3	66,7
México	34,2	32,9	44,8
Fuente: Elaboración propia con base en datos del BIS			

Las tablas anteriores señalan que la deuda externa privada es tan grande como la pública para tres de cinco países, como son los casos de Brasil, Colombia y México. En el caso de Chile, excepcionalmente, la deuda externa privada es cuatro veces mayor que la pública, y en el caso de Argentina, la deuda pública es cuatro veces mayor que la privada. La regla parece ser que la deuda externa del sector público y la del privado son del mismo tamaño, salvo en algunos casos, y que no hay una tendencia general entre la deuda externa de los bancos nacionales y la del sector no financiero. El rango de la deuda externa del sector privado se sitúa entre una media del 28% del PIB y el 128% del PIB para el periodo de veintidós años entre 1998 y 2020. Después de la crisis de 2020, aumentó en promedio por 20% del PIB, hasta un rango entre el 24% y el 164% del PIB.

2.2 UN MECANISMO DE MERCADO PARA HACER FRENTE A LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DEL SECTOR PRIVADO

Un instrumento para hacer frente a los graves problemas de deuda sin inyectar efectivo en el sistema son los bonos "bullet" de cupón cero. Convertir la deuda de cada empresa privada en uno o muchos bonos "bullet" de cupón cero con un plazo de uno a cinco años sería un mecanismo de mercado, consolidaría todas las deudas más pequeñas en un instrumento colosal y daría a la empresa tiempo para recuperarse hasta devolver la deuda. La forma en que funcionaría es que todas las empresas del sector privado que tengan deudas con empresas más pequeñas o con bancos sumen el importe a una gran suma para saber el tamaño del bono que se emitiría. El banco de inversión, o el banco nacional de desarrollo si fuera el caso como en Brasil, emitiría entonces una obligación por esa cantidad a ser pagada en un tiempo determinado, según las estimaciones de recuperación económica de la empresa, y que podría ir de uno a cinco años para emitirlas en el mercado local de bonos en moneda local. El Banco Central supervisaría la operación y la garantizaría con garantías físicas. Con el dinero recibido por la venta de las obligaciones se pagarían todas las deudas de la lista y se guardaría algo de dinero para el capital circulante. Un fondo de obligaciones debe ingresar el dinero correspondiente hasta que la deuda quede totalmente pagada. El pago sería en la fecha acordada en el instrumento, incluyendo los intereses. La explicación de este instrumento es que proporciona tiempo a la empresa con problemas y no requiere una intervención masiva del Banco Central que podría

tener efectos inflacionarios monetarios como los observados en EE.UU. en el 2021. Si la empresa recupera el dinero necesario para pagar sus deudas antes de tiempo, puede devolverlas y volver al mercado nacional de crédito a pequeña escala. Si no puede, cumple el contrato de obligaciones y vuelve al mercado de crédito nacional.

En el caso del crédito privado internacional, el mecanismo es similar, sólo que la obligación nacional sirve para comprar divisas para pagar al prestatario externo, y el deudor mantiene a partir de entonces la deuda de la obligación en moneda local, eliminando así el riesgo de cambio. Esto, a su vez, elimina la presión del mercado de divisas sobre el tipo de cambio, lo que aporta una mayor estabilidad monetaria.

2.3 LECCIONES APRENDIDAS DE LOS PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN / RENEGOCIACIÓN EN LOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA Y DE OTRAS REGIONES

El sistema internacional pudo absorber las pérdidas cuando fue necesario para evitar la depresión de las economías entonces avanzadas destruidas por la Gran Guerra. La introducción del concepto de no cobro de la deuda fue una innovación que condujo a la cancelación de la deuda por parte de todos los implicados. Sin duda, fue impulsada por la necesidad de recuperación económica de la depresión y la recuperación del comercio internacional. Esta iniciativa no se retomó ante la depresión de las economías medianas y pequeñas.

Es posible que el uso de los mecanismos de resolución de disputas, con instrumentos de alivio financiero a mano, pueda estabilizar el sistema internacional en momentos de grandes desequilibrios cíclicos. Desde la perspectiva de la economía política internacional, varios enfoques analíticos sirven para entender la institucionalidad internacional y su (dis)funcionalidad para el sistema financiero. Mientras se construye una nueva arquitectura, mantener la antigua disfuncional puede ser más perjudicial que no tener ninguna mientras tanto. Conclusión: hay elementos para considerar cambios sustanciales en la nueva arquitectura, a pesar de la lucha frontal de las instituciones financieras internacionales (IFI) por mantener su poder. La vanguardia

corresponde a los bancos de inversión (CACs) y al Banco de Pagos Internacionales con sus innovaciones instrumentales y regulatorias (Basilea I, II y III) reconfigurando las soluciones de la deuda impagada desde las basadas en el Gobierno a las basadas en el mercado.

Los impagos de los gobiernos tuvieron diferentes formas de resolución según el tamaño del mercado interno. Hubo soluciones planteadas por los deudores, en el caso de los estados del sur de Estados Unidos, los gobiernos aliados de la Primera Guerra Mundial, o Alemania tanto en el periodo de entreguerras como en la segunda posguerra. Sin embargo, no son aplicables cuando los deudores son más pequeños, menos relevantes en términos de tamaño de mercado. En la mayoría de los demás casos, las soluciones provienen de los acreedores. Hay una larga lista de enfoques fallidos por parte del Club de París desde 1988 para tratar la deuda entre gobiernos durante la crisis de la deuda de los años 80, y está el mecanismo de resolución de los años 80 para la deuda bancaria soberana que tuvo el llamado "efecto escalera" en el que las naciones deudoras cayeron bajo los costes de refinanciación. El "efecto escalera" es el resultado de prestar dinero al país deudor para hacer frente al pago de un año determinado. Eleva el nivel de deuda paso a paso cada vez que hay una nueva ronda de refinanciación. En los años ochenta se hicieron cinco o seis rondas de refinanciación en América Latina con los efectos de aumentar el nivel de deuda mientras se transferían recursos de las economías periféricas deprimidas a las centrales [Ugarteche, 2018]. Eso terminó con la iniciativa de Bresser Pereira de 1987 de transformar la deuda en bonos, luego retomada por el Secretario del Tesoro Brady y ahora conocida como El Plan Brady.

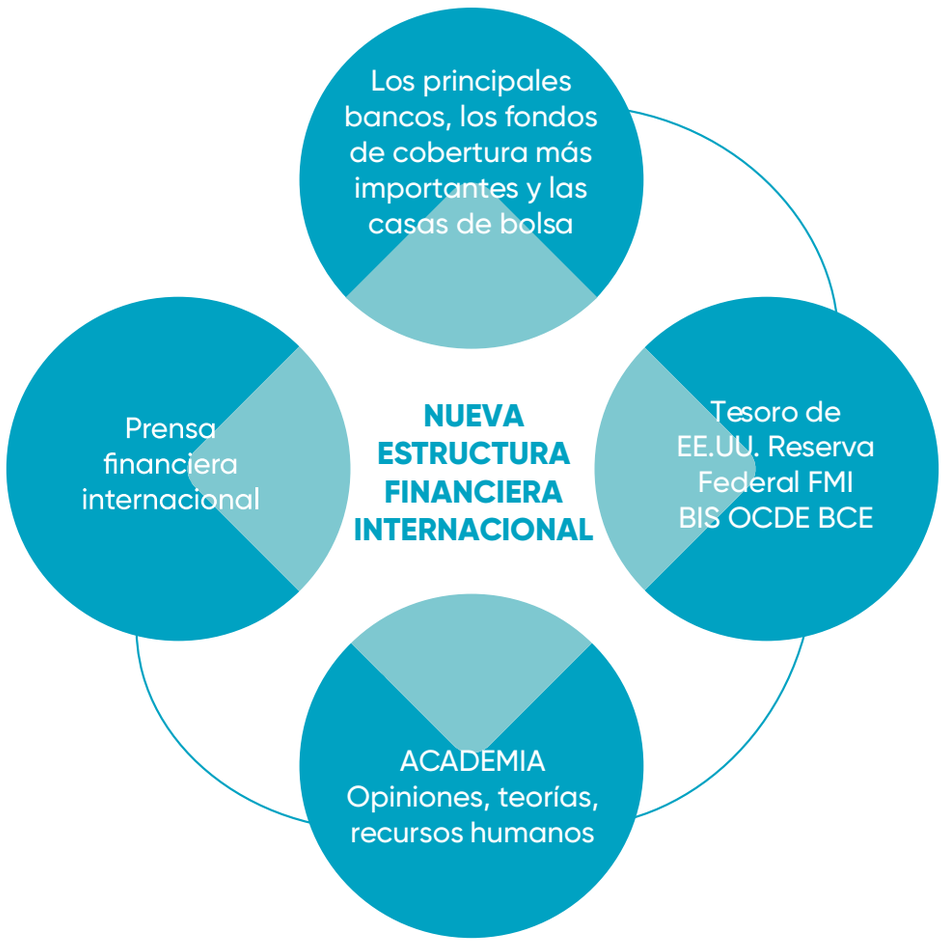
2.4 LIMITACIONES DE LA ACTUAL GOBERNANZA FINANCIERA INTERNACIONAL, EL PAPEL DEL FMI, EL PAPEL DEL CLUB DE PARÍS, LOS MERCADOS FINANCIEROS, LA ESPECULACIÓN Y EL PODER DE DECISIÓN DE OTRAS JURISDICCIONES

La estructura de poder de la arquitectura financiera internacional ha cambiado. De lo que era un sistema cerrado y autorregulado, con el FMI en la cúspide y los bancos comerciales en la base de la jerarquía, se pasó a una nueva estructura con la entrada de las comunicaciones

y la información de masas en el escenario, así como de los inversores institucionales sobredimensionados y el protagonismo del mundo académico con nuevas teorías, creadores de opinión y recursos humanos altamente capacitados.

DIAGRAMA N° 1

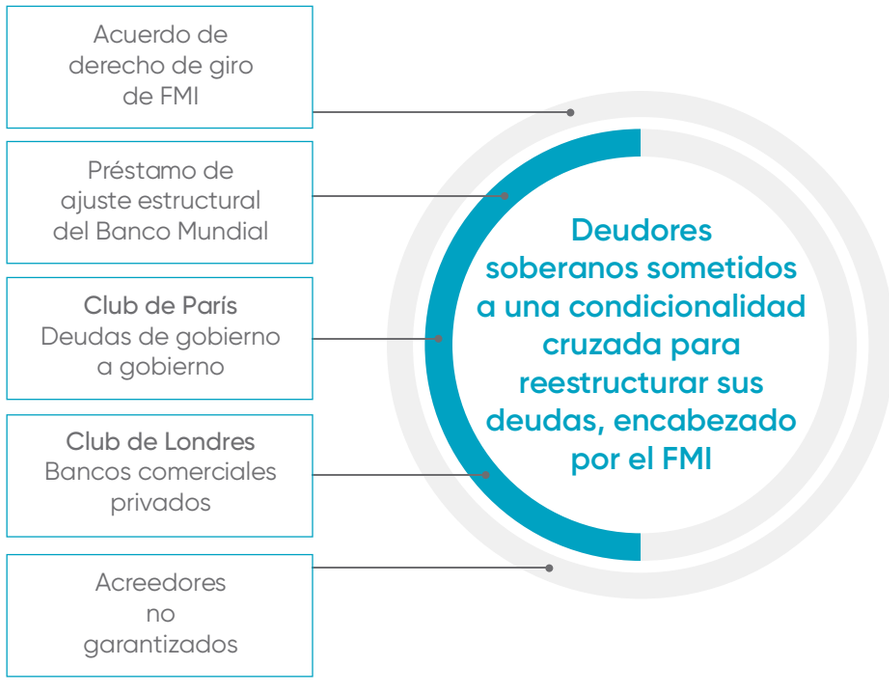
Actores en la nueva estructura financiera internacional abierta e interrelacionada



Hay cuestiones pendientes sobre el papel del FMI. Su función como brazo de la política exterior de Estados Unidos no ayuda a su rol como estabilizador de la economía internacional, dado que a Estados Unidos le interesa sobre todo él mismo en contra de la estabilidad mundial. El papel del FMI, no como prestamista de última instancia, sino como cobrador de deudas, no era muy prometedor en los años 80. La posición de las políticas económicas de sólo devolver la deuda y no esperar a que hubiera un restablecimiento de una dinámica económica era muy poco útil para lo que debía hacer. La condicionalidad cruzada fue la característica de la jerarquía anterior con la condición de negociar la deuda del Club de Londres de la banca privada después de haber saldado la deuda de gobierno a gobierno con el Club de París. A su vez, esto sólo era posible con reformas estructurales introducidas con préstamos y condiciones del Banco Mundial. Por último, esto sólo era posible si se contaba con un acuerdo de estabilización de reserva del FMI en su totalidad.

DIAGRAMA N° 2

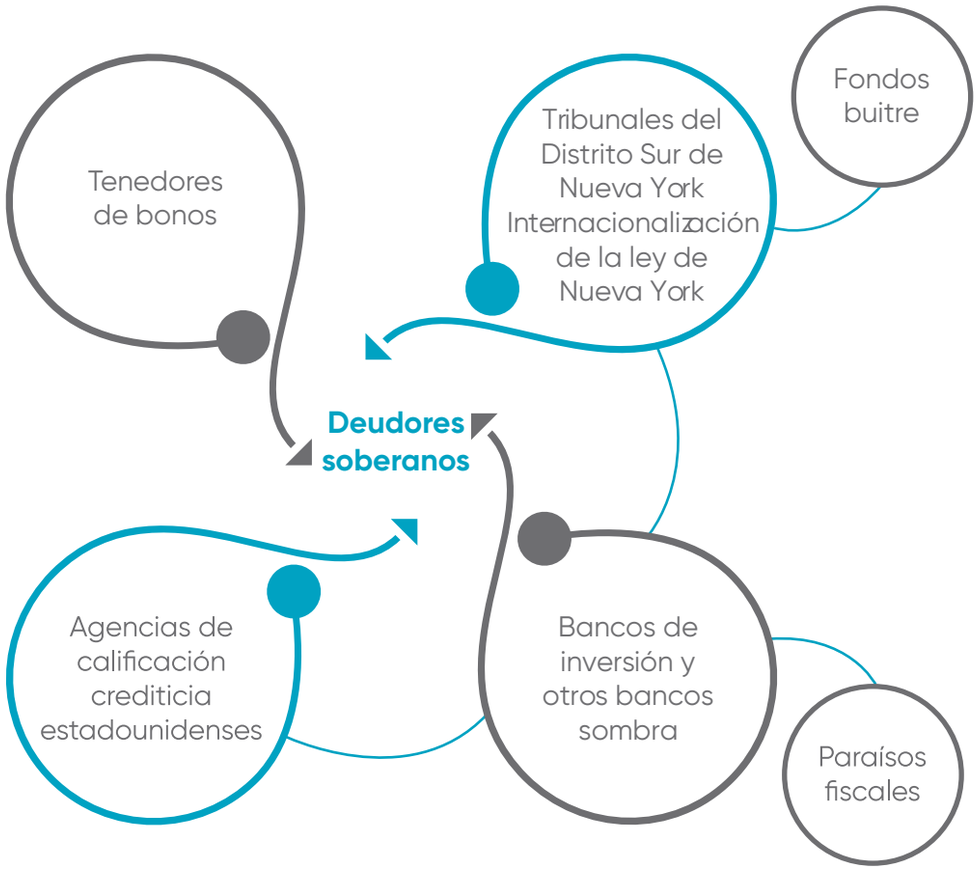
Jerarquía de la antigua estructura financiera internacional



Al haber asumido el papel de "médico del dinero" que no tenía inicialmente, quedó atrapado por el interés de sus miembros principales y no por el de la mayoría de sus miembros. El Tesoro diseñó el FMI en 1944, cuando los gobiernos eran relevantes y las cuestiones internacionales eran supremas. La transformación de la economía mundial en los años 80 en una economía de mercado con una reducción del papel del Estado y un auge de lo global en lugar de las cuestiones internacionales cambió el lugar sistémico de la institución cayendo presa de sus políticas. El nuevo diseño transitorio de la arquitectura desplazó las responsabilidades: los deudores soberanos trataron directamente con los tenedores de bonos y éstos demandaron a los gobiernos en los tribunales del distrito sur de Nueva York. Las agencias de calificación crediticia se convirtieron en las agencias de los tenedores de bonos y no el FMI directamente. El lugar de los paraísos fiscales como centros desde los que se realizan operaciones para no pagar impuestos va directamente en contra del propósito del Fondo con su división fiscal. La pirámide anterior, en la que primero había un acuerdo con el FMI, luego con el Banco Mundial, más tarde con el Club de París y finalmente con el Club de Londres, se desvaneció al desaparecer la deuda soberana de los bancos comerciales. Los deudores soberanos del siglo XXI se relacionan con los tenedores de bonos directamente o a través de los bancos de inversión y otros bancos "sombra". Estos, a su vez, invierten siguiendo las recomendaciones de las agencias de calificación crediticia. Si algo va mal, los tribunales de los distritos del sur de Nueva York se encargan de ello, y los tenedores de bonos dirigen sus inversiones en inversores más destacados o en fondos buitre.

DIAGRAMA N° 3

Las instituciones en la nueva estructura financiera internacional abierta e interrelacionada



3. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO: UN ENFOQUE NORMATIVO

3.1 EL PROBLEMA DE LA DEUDA OFICIAL: UN ENFOQUE NORMATIVO. ALGO DE HISTORIA

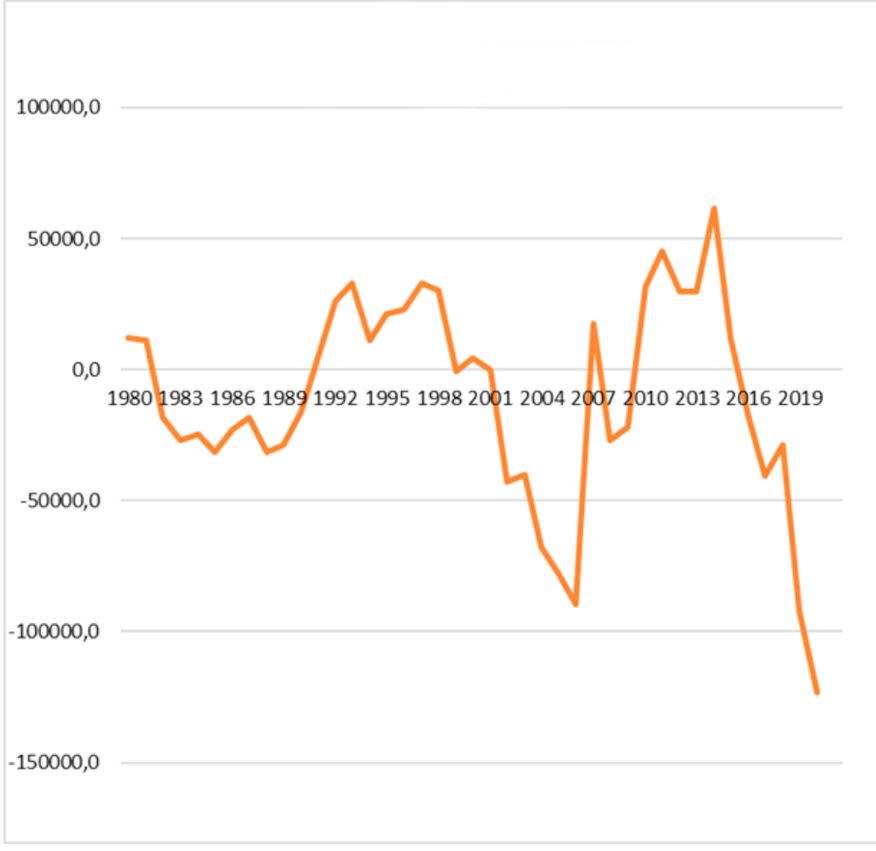
La solución a los problemas de la deuda de los países en desarrollo durante los años ochenta tenía como punto central la imposibilidad del deudor de volver a la mesa de los acreedores para negociar. Todos los acuerdos, ya sean de banqueros privados o de acreedores bilaterales, eran acuerdos definitivos. Significaba no ser objeto de reconsideración, refinanciación ni reprogramación. El principio de la solución era reestructurar todo el stock de deuda en las mismas condiciones por parte del Club de París y los bonos del Plan Brady, con un calendario simétrico para lograr la paridad entre acreedores. Las IFI no reprograman ni refinancian las deudas con el argumento de que, a su vez, se endeudan en los mercados internacionales de bonos y eso perjudicaría su calificación crediticia.

Estos acuerdos definitivos contaban con proyecciones de crecimiento de las exportaciones y del PIB apoyadas con la bendición del FMI, que aportó la asistencia técnica y las recomendaciones oportunas. Como es sabido, estos planes resultaron infructuosos ante los acontecimientos posteriores de la economía internacional en los años 80 y la falta de resultados de las políticas económicas recomendadas, y desembocaron en el Plan Brady de recompra de la deuda con descuento contra la emisión de bonos con garantía de la FED. La tasa media de crecimiento del PIB en América Latina se recuperó de la depresión de los años 80, pero siguió siendo muy pequeña. Al mismo tiempo, las transferencias netas de recursos siguieron su patrón cíclico,

positivo en los años 90 y negativo en la siguiente década para volver a ser positivo después de 2010 y negativo después de 2016, con un ciclo acelerado. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones no ha llevado al crecimiento del PIB a las altas tasas esperadas. El contexto internacional parece haber cambiado de forma inesperada, con una ralentización de las economías estadounidense y europea desde los años 80 y un crecimiento más rápido en China y los países asiáticos después del año 2000.

Gráfico N° 2

Transferencias netas hacia América Latina 1980-2020 en dólares americanos



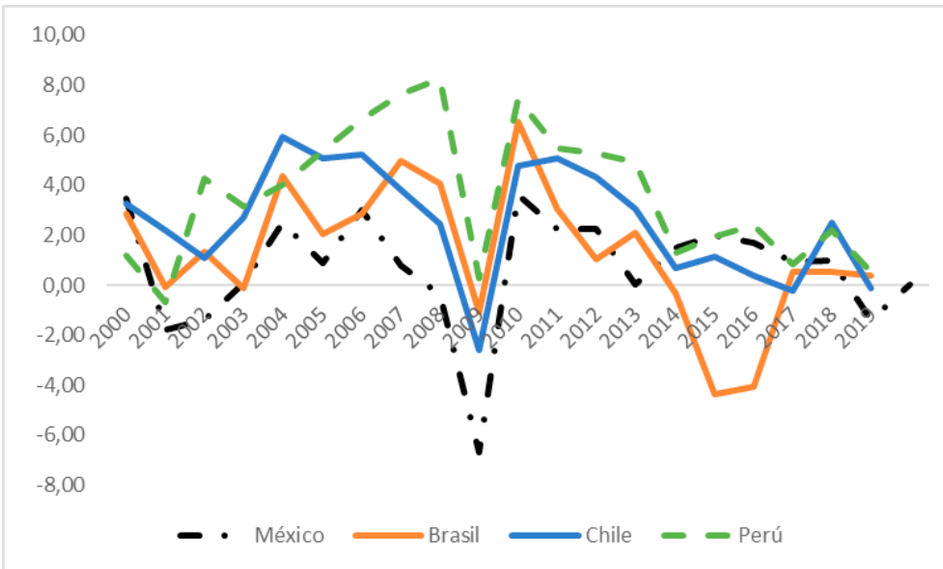
Fuente: Estadísticas CEPAL

Los mecanismos ideados para las soluciones definitivas de la deuda en los años 80 resultaron inadecuados para un entorno internacional tan adverso como el del Gráfico 2. La desaceleración general de la economía mundial no ha contribuido a mejorar las tasas de crecimiento del PIB en las economías abiertas impulsadas por las exportaciones en América Latina, y las transferencias netas de recursos negativas presionan a los gobiernos de América Latina y de otros países. Nunca se pensó en una crisis sistémica de dimensiones significativas ni para 2000, ni para 2008, ni para 2020. La cuestión es hacia dónde dirigirse.

El debate sobre el conflicto del pago de la deuda se ha dirigido exclusivamente a las cláusulas de acción colectiva. Sin embargo, la resolución debe incluir y aprovechar a todos los deudores, desde los más pequeños hasta los más grandes. La crítica más aguda a las soluciones buscadas a principios de los noventa es que eran flexibles a la mejora de los ingresos por exportaciones y del PIB, pero no a su posible disminución, como en 1998-2002, 2008-2009 y 2020.

Gráfico N° 3

Tasa de crecimiento del PIB para países seleccionados de América Latina



Fuente: Estadísticas CEPAL

Ninguno de los mecanismos ideados permitía la posibilidad de revisar la legitimidad o no de los préstamos reprogramados. Los acreedores tienen derecho a recuperar sus préstamos, siempre y cuando sean legítimos y no se obligue a los deudores a una situación inhumana. Se trata de una vieja discusión superada por el tiempo.

La propuesta es crear un Tribunal Internacional de Arbitraje de la Deuda Soberana para evitar, en la medida de lo posible, que se produzcan grandes crisis económicas que perjudiquen a las naciones emergentes. Los gobiernos deben tener el espacio para reestructurar sus préstamos en el contexto de circunstancias imprevistas, como las fuertes oscilaciones de las transferencias netas de recursos (TNR), antes de entrar en insolvencia, cuando surjan problemas de liquidez, para asegurar un crecimiento estable del PIB en el contexto adverso. Debería formar parte de la gestión de la deuda cuando los mecanismos de mercado se vuelvan más costosos. No es un procedimiento de insolvencia a pesar de tener algunos de los mismos rasgos que los procedimientos de insolvencia estándar. La necesidad de alivio de la deuda en forma de reprogramación, o de reducción de la deuda, debe afrontarse antes de que el Gobierno entre en dificultades de pago para evitar políticas de austeridad y reducciones masivas del gasto público que conduzcan a reducciones masivas del crecimiento económico.

La nueva arquitectura propuesta debe incluir un nuevo conjunto de normas e instituciones:

1) Un código jurídico universal que garantice a todos los acreedores los mismos derechos y a todos los deudores los mismos deberes, con los mismos mecanismos de aplicación. Es análogo a lo que ha ocurrido con el derecho comercial internacional en un proceso dirigido por una comisión de la ONU llamada Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI). En la actualidad, los préstamos internacionales se firman utilizando las leyes nacionales de EE.UU. y el Reino Unido.

2) Es evidente que estos problemas se repiten. Un Tribunal Internacional de Arbitraje para la Deuda Soberana (TIADS) sustituye a los Clubes de París y Londres y a los comités de tenedores de bonos como nuevo foro de negociación. Debería tener una pequeña

secretaría como parte del sistema de la ONU que funcione regularmente y sirva a los países miembros de la ONU.

3) La Secretaría del TIADS recomendará árbitros que los acreedores y los deudores seleccionarán en proporciones exactas con la presidencia decidida por ambas partes para tener un número impar de miembros de la junta. La inspiración del TIADS se encuentra en la Junta propuesta para el acuerdo sobre la deuda alemana de 1952 (Hersel, 1998).

4) Las Cláusulas de Acción Colectiva deben incorporarse a todos los nuevos instrumentos para que las recomendaciones que siguen funcionen. Éstas consisten en cláusulas por las que una mayoría de tenedores de bonos representa a todos, utilizando el precedente mexicano.

3.2 EL OBJETIVO DEL TIADS

El objetivo del TIADS es doble: garantizar un crecimiento económico estable en los países deudores y que los costes de la inestabilidad internacional se repartan equitativamente entre todos los acreedores y deudores. Los procedimientos para el uso de este mecanismo deben comenzar en dos escenarios diferentes:

A) Prevención de crisis: Cuando el ministerio de finanzas del país deudor prevé que los pagos de la deuda van a restringir sustancialmente el crecimiento debido a algún factor externo adverso o a un caso fortuito, debe solicitar al TIADS una suspensión y una reestructuración. Para los países deudores, una subida repentina de las tasas de interés internacionales como la que se produjo en 1980-1982, cuando saltó del -3,2 al + 26%, habría sido una buena razón para evitar una inminente crisis de la balanza de pagos mediante una renegociación completa de la deuda. Los países en desarrollo perdieron una década de crecimiento en los años 80 y la segunda década en 2010 debido a factores externos. En los préstamos internacionales, no hay ningún seguro contra los saltos irracionales de

los tipos de interés generados por la política monetaria de una determinada nación líder. Los intentos de indexar los bonos al crecimiento del PIB no tuvieron éxito por la razón que sugiere Raffer.

B) Resolución de crisis: Las naciones deudoras se enfrentan a sobrecostes que afloran por la acumulación de vencimientos o por circunstancias imprevistas. (por ejemplo, movimientos masivos de capital adversos que generan una depreciación de la moneda o una contracción del PIB mundial) o cualquier otra circunstancia imprevista e imprevisible y se encuentran incapaces de pagar.

La diferencia entre ambos enfoques es que el país deudor no sufrirá un revés debido a una crisis de la deuda en el primer y preferible caso. Una caída significativa prevista de las exportaciones, los ingresos fiscales o del PIB, o una subida repentina de las tasas de interés, deberían bastar para solicitar una paralización y una reestructuración completa de la deuda o alguna refinanciación de la misma.

El segundo caso, la actual crisis post-COVID, es de control de daños, similar a lo que intentó hacer la HIPC. El TIADS puede optar entre alguna refinanciación de la deuda y la reprogramación completa de la misma, con las prerrogativas de recomendar recortes de una sola vez a todos los acreedores. A partir de la evidencia de los años 80, las refinanciaciones continuas producen un efecto escalera y aumentan el costo de la deuda, dando innecesariamente a los acreedores una renta adicional a costa de economías deprimidas. Esta renta se debe a que los intereses no pagados van a parar al capital en cada refinanciación, y los acreedores cobran comisiones sobre la totalidad del importe. Cuando se hace con frecuencia, como en los años 80, la deuda aumenta exponencialmente, sobre todo si los tipos de interés internacionales son elevados, lo que suele ser el motivo por el que la crisis de la deuda llega a su punto álgido. La perspectiva de las tasas de interés negativas existentes en 2021 es que subirán más pronto que tarde.

3.3 EL TIADS Y QUIÉN LO CONFORMA

El TIADS es una Secretaría encargada de recibir las solicitudes de los deudores para reestructurar sus deudas internacionales. Esta oficina contará con un pequeño equipo y se ubicará en la Oficina del Secretario General de Naciones Unidas o en la UNCTAD. Trabajará con el FMI para la asistencia técnica en los Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD). A ella pertenecen todos los países miembros de la ONU en calidad de deudores o acreedores. Se encargará de convocar las suspensiones y solicitar la protección del deudor de los soberanos a todas las jurisdicciones nacionales donde el Estado deudor tenga un conflicto financiero. Sustituiría al Club de París para las deudas oficiales.

Desde el lado del deudor, ningún acreedor debería estar exento de participar en el tribunal. Las soluciones de reembolso diseñadas para los tenedores de bonos deberían aplicarse a todos los acreedores, excepto al FMI. En la actualidad, los acreedores preferentes se aprovechan de las concesiones otorgadas por otros acreedores en el Club de París, lo que les hace más capaces de recuperar sus préstamos. El argumento de que los bancos multilaterales se financian en el mercado de bonos sí cambia su riesgo país respecto a los tenedores de bonos ordinarios, excepto para mejor, ya que tienen información más detallada del país y menos riesgo. Algunos podrían argumentar que las IFI prestaron a los países en períodos de alto riesgo. Sin embargo, el BM y los bancos regionales de desarrollo prestan a los países para ampliar las agendas institucionales y nacionales de los principales contribuyentes, al tiempo que cambian las políticas económicas, sociales y culturales del prestatario. Si estos cambios de política conducen al fracaso de la deuda, deben cargar con el peso del error. El FMI queda excluido mientras siga siendo una institución financiera de la balanza de pagos y prestamista de última instancia.

3.4 ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA (ASD) Y PROTECCIÓN DEL DEUDOR

Una posibilidad es iniciar el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) con el supuesto de que el Gobierno deudor no puede hacer frente a sus pagos. Los acreedores, los tenedores de bonos y los gobiernos, tienen poco o ningún margen de maniobra cuando un deudor comprueba

que no puede hacer frente a sus pagos con parámetros y umbrales en función del panorama actual de la deuda pública total. Los actuales ASD del FMI deberían utilizar algo en este sentido. Es necesario que haya un consenso sobre el uso del instrumento de los ASD en cada caso, y sus proyecciones deberían ayudar al TIADS a decidir cuándo ordenar una paralización. Hay que tener en cuenta que, dadas las medidas de austeridad existentes desde hace tiempo, la reducción sustancial de los salarios públicos en las economías en desarrollo ha perjudicado el cumplimiento de los ODS, y un nivel de deuda sostenible debe ayudar a cumplirlos.

La solicitud de protección del deudor soberano debe hacerse a través de la secretaría del TIADS. La falta de ella dio paso al conflicto Elliot/Argentina. Cuando la secretaría, como agencia de la ONU, lo exige, los países miembros de la ONU lo acatan. Los países deudores son demandados, juzgados y regularmente bloqueados por la ley de EE.UU., como demostró el caso argentino. A nivel nacional, la protección del deudor es sencilla. Internacionalmente es desconocida porque nunca ha existido tal precedente. Normalmente, el deudor debe buscar su protección, pero ¿dónde? ¿bajo qué jurisdicción? ¿En cada una de ellas, a nivel nacional? La mayoría de los préstamos privados se contratan a través de paraísos financieros utilizando la legislación de Nueva York o Londres. Los bonos del Estado tienen estas características. La secretaría debería exigir la protección de los deudores en todas aquellas jurisdicciones en las que haya créditos pendientes. No está claro en qué jurisdicción el TIADS exige protección y la concede. Los peores bloqueos financieros se dan en el sistema Euroclear, que ocurre en Nueva York bajo la ley del Estado de Nueva York y en SWIFT, pero otros están en todos los países. Una función inicial de la secretaría del IBASD, o del grupo de trabajo, podría ser la de exigir la paralización inmediata y la protección de los deudores en todo el mundo.

3.5 SECRETARÍA TIADS

Para tener derecho a la protección del deudor, la convención del TIADS tendría que ser establecida y firmada por los países miembros de la ONU que quieran participar. Esta característica no existe en el Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS), el Proceso de Arbitraje Justo y Transparente (FTAP por sus siglas en inglés), o la iniciativa de Schroeder y Berensmann. A

EE.UU. no le interesa, ya que considera que el derecho internacional debilita el derecho interno y el poder mundial de EE.UU. (Bolton en The New Yorker). EE.UU. tiene una junta de arbitraje bilateral para los países deudores bajo el TLC con las naciones andinas y centroamericanas bajo la cláusula de inversión, pero es insuficiente. El código financiero internacional es una aspiración a largo plazo que apoyará a la autoridad financiera internacional del mismo modo que la CNUDMI apoya a la OMC y al comercio internacional. El TIADS está fuertemente relacionado con el MRDS y el mecanismo del Capítulo 9 propuesto en el FTAP. Se debe a todos ellos y tiene como diferencia significativa la eliminación de las preferencias de los acreedores. En esta propuesta, ningún acreedor está exento de una reprogramación global. La idea es que los gobiernos y los acreedores privados no tengan ninguna razón para dar un alivio de la deuda que aproveche las capacidades de reembolso de otros acreedores multilaterales, que se benefician como "pasajeros gratis" (free riders) o polizones. El coste financiero será unos tipos de interés ligeramente más altos, pero las ventajas los superan con creces. Los países deudores de renta media están llenos de "pasajeros gratis" que se beneficiaron de los planes de reducción de la deuda de los gobiernos del G7 y de los acreedores del sector privado. Los "free riders" más críticos han sido las IFI.

La secretaría permanente de la UNCTAD podría ser un comienzo. La UNCTAD tiene un sistema de control de la deuda y se relaciona con la mayoría de los bancos centrales del mundo de forma técnica y no coercitiva. El papel de la secretaría sería velar por el cumplimiento y la garantía de los derechos del deudor y coaccionar a los que no cumplan. Por ejemplo, si Argentina no pudiera presionar a los acreedores para que respeten sus derechos de protección del deudor ante las órdenes del juez Griesa[2], los países más pequeños tendrían menos posibilidad de hacerlo. La secretaría igualaría las condiciones para todos los deudores y acreedores por igual. El TIADS ordena la paralización universal después de que el panel verifique la presentación del

[2] Manzo, A. G. (2018). Enforceability of judgments against sovereign States: critical analysis of the NML vs. Argentina injunction. *Revista Direito* GV, 14, 682-706.

procedimiento de insolvencia. No empeora la posición del deudor y aclara que la suspensión será aplicada por todos los acreedores al mismo tiempo en todo el mundo, lo que hoy es inexistente. El TIADS trata de construir un estado de derecho mundial para todos los acreedores con un procedimiento similar a la creación de un derecho comercial internacional. Raffer (1990)[3] está de acuerdo con este punto. Hay acuerdo en que las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) son esenciales para evitar los "pasajeros gratis" dentro de los tenedores de bonos, pero no llegan a los gobiernos. No hay pruebas de que las CAC aumenten los diferenciales, por lo que el concepto puede extenderse conceptualmente a las deudas de los gobiernos.

La convergencia del TIADS con los demás mecanismos radica en la creación de una junta de arbitraje que elabore un calendario viable de reembolso de la deuda. Está relacionado con las consideraciones del MRDS. El MRDS es sólo para los tenedores de bonos y los acreedores privados, mientras que el TIADS incluye a todos. El FTAP considera a todos los acreedores dispuestos. El IBASD debería ser un mecanismo permanente, muy parecido a las juntas de arbitraje derivadas de la British Bondholders Corporation del siglo XIX, con una ventanilla permanente que exige que se organicen comisiones específicas para cada caso con un estatus permanente dentro del sistema de la ONU. El TIADS no puede utilizar el sistema de la Cámara de Comercio Internacional de París, dado que trata únicamente con acreedores privados.

Al igual que en el tratamiento personal de las deudas bancarias, la capacidad de devolución de la deuda bajo un calendario a largo plazo y un coste de interés fijo es la base. La distribución del peso de la deuda en el tiempo es la definición de sostenibilidad de la deuda en su definición original de Withers de 1927. Esta distribución debe ser tal que el deudor pueda cumplir las

[3] El IBASD trata de construir un estado de derecho global para todos los acreedores bajo un procedimiento similar a la creación de una ley de comercio internacional. Raffer está de acuerdo con este punto. Hay acuerdo en que las cláusulas de acción colectiva son esenciales para evitar los pasajeros gratis dentro de los tenedores de bonos, pero no llegan a los gobiernos. No hay pruebas de que las CAC aumenten los diferenciales, por lo que el concepto puede extenderse conceptualmente a las deudas de los gobiernos.

condiciones fiscales y de balanza de pagos. Si se acuerda que la deuda no debe ser superior al X% del presupuesto nacional y que para cumplir los ODS debe haber consideraciones presupuestarias para la salud, la educación, el saneamiento y las infraestructuras, esa debería ser la base, considerando un determinado nivel salarial. De lo contrario, esos gastos se mantendrían a costa de deprimir los salarios del Gobierno y asegurar un lento crecimiento económico. Utilizar instrumentos a muy largo plazo con tasas de interés fijas es el segundo paso.

Normalmente, la balanza de pagos externa tiene una contrapartida fiscal interna. El problema Wfiscal se produjo con la contracción del PIB por COVID al aumentar las reservas internacionales, dada la caída de las importaciones. Tiene consecuencias cuando se construye el análisis de sostenibilidad de la deuda pensado desde un análisis de la balanza de pagos. Las soluciones a la deuda deben considerar el aspecto fiscal y hacer consideraciones y recomendaciones fiscales con los ODS en perspectiva. El planteamiento de que los problemas de la deuda son consecuencia de los déficits de la balanza de pagos y de la falta de reservas internacionales es erróneo en 2020.

3.6 LA LEGITIMIDAD DE LA DEUDA

Es un tema que ha tenido muchas discusiones y se convirtió en un arma en el caso de Ecuador, dando al país la posibilidad de una recompra barata sin pruebas claras de ilegitimidad. Sin embargo, el TIADS podría contratar a empresas internacionales de auditoría para que revisen los documentos de los préstamos cuando haya sospechas de corrupción. Otro enfoque podría consistir en que todos los procedimientos del TIADS requieran una auditoría internacional de los préstamos si las autoridades nacionales competentes no lo han hecho ya en los casos en que la auditoría encuentre indicios de corrupción. Raffer sugiere que se declare que son “nulos y sin valor”.

3.7 SIN DISCRIMINACIÓN ENTRE ACREEDORES Y DEUDORES Y LA ELIMINACIÓN LOS “PASAJEROS GRATIS”

La condonación de la deuda para los países más pobres en este enfoque debe ser inmediata e incondicional, dado que no tienen capacidad de reembolso y que las condiciones que se les han impuesto han dañado aún más su capacidad de tener un desarrollo económico, y menos aún de trabajar para alcanzar los ODS. Las transferencias negativas de recursos de países con niveles de renta inferiores a 1.500 dólares PPA per cápita y una subalimentación masiva hablan del ejercicio de poder de los acreedores. Si bien es correcto que hasta el 100% de la deuda multilateral es cancelable, el concepto debería mantenerse para todas las categorías de acreedores bajo el mismo tratamiento hasta que la transferencia de recursos neta negativa se convierta en cero o positiva. La condicionalidad debería estar relacionada con los derechos económicos, sociales y culturales. Los ODS son un paso en esa dirección.

3.8 LA TIADS Y QUIÉNES SE AJUSTAN A ELLA

Por parte del deudor, ningún acreedor debería estar exento de participar en la Junta. En la actualidad, los acreedores preferentes se aprovechan de las concesiones de los demás acreedores en el Club de París, lo que les hace más capaces de recuperar sus préstamos. En un mundo verdaderamente global, debería existir una *Corporación Internacional de Tenedores de Bonos y Acreedores Extranjeros* que representara los intereses de todos los prestamistas. Durante la primera parte del siglo XX, existían dos, que representaban a los obligacionistas británicos y a los estadounidenses. Esas eran todas las categorías de acreedores que existían. Después de la Segunda Guerra Mundial, se creó el Club de París para Argentina y más tarde el Club de Londres de banqueros. En la actualidad, los mercados asiáticos son esenciales y parecen ser los principales tenedores de bonos y acreedores oficiales a nivel mundial, mientras que no existe ninguna asociación internacional.

El lado opuesto debería ser una Asociación Internacional de Deudores que tendría como objetivo principal el intercambio de información sobre las negociaciones y la fuerza colectiva para contrarrestar el peso abrumador de los acreedores. Ambos darían más gobernabilidad a la economía mundial y tendrían representación en el TIADS. Otras partes acreedoras también nombrarían un representante en el Consejo, y el deudor nombraría tantos como la otra parte. Un

representante de la sociedad civil se sentaría en la Junta por el deudor para garantizar que se respetan los derechos económicos, sociales y culturales, y el procedimiento sería en audiencias públicas, utilizando los procedimientos del Capítulo IX propuestos por Raffer.

3.9 LAS CONDICIONES DE REEMBOLSO

Para el proceso es útil un análisis de sostenibilidad de la deuda (ASD) con metas razonables basadas en los ODS y una visión a largo plazo de la balanza de pagos, las variables fiscales, la distribución de la renta y el crecimiento del PIB. El nuevo calendario de amortización previsto debería ajustarse a los supuestos razonables del ASD, con un recorte único en el importe del capital. Esa debería ser la variable de ajuste. De este modo, las proyecciones de deuda/PIB se mantendrían. De lo contrario, lo que ocurre es que, año tras año, las reducciones de deuda coaccionan al deudor poco a poco hasta que se produce la reducción total, pero se pierde el alivio de una sola vez en el capital total adeudado, y el resultado ha sido un crecimiento prolongado.

Las condiciones sociales y económicas que se pongan para la reprogramación o refinanciación de la deuda, según el caso, deben basarse en los principios de la Carta de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, garantizando que esos objetivos sigan recibiendo las ventajas del nuevo calendario de amortización. El desarrollo es la única forma de salir del atolladero de la deuda, y la inversión en más y mejor educación, la ampliación de los servicios sanitarios, proyectos para los pobres y el aumento de la inversión en infraestructuras sostenibles forman parte de ello. Las políticas de redistribución son necesarias para aliviar la pobreza extrema. Los pagos de la deuda no deben significar que la población pierda sus niveles salariales y que el pueblo acabe pagando a las naciones ricas más de lo que ha recibido, como vimos durante los años 80 y parte de los 90. Los pagos de la deuda no deben significar que el ahorro interno y la exportación del consumo introduzcan una depresión en la economía nacional o en las políticas a corto plazo.

Por otro lado, los objetivos cuantificables de los Derechos Económicos, Sociales y Culturales evitan el populismo y la tentación de gestionar el gasto público sin control. Estas condiciones son necesarias para ponerle correa al gasto público: la cuestión es quién las pone y cómo controlarlas.

PARA CONCLUIR

Hay dos problemas diferentes que se plantean en la crisis post-COVID. Uno tiene que ver con la deuda externa privada, grande y pequeña, y el otro con posibles problemas de deuda soberana derivados de la pérdida de ingresos fiscales. El primero necesita una solución interna dentro de los mercados financieros nacionales. El Banco Central puede ocuparse de ello con una ventanilla que reciba garantías físicas y emita avales para bonos sin cupones pagaderos a tres o cinco años. Podría permitir a las empresas consolidar sus deudas externas en grandes bonos emitidos internamente con una garantía del Banco Central. Para ello, el Banco Central tomaría garantías físicas.

La deuda soberana tiene actualmente dos espacios de renegociación financiera: El Club de París para la deuda oficial y el Club de Londres para los bancos privados. No existe el Consejo de Tenedores de Bonos Extranjeros de Estados Unidos ni el Consejo de Protección de los Tenedores de Bonos Extranjeros. Se pide la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje para las Deudas Soberanas como la descrita anteriormente, en la que ningún acreedor rehúya el acuerdo; ni tenedores de bonos, ni emisores, ni gobiernos, ni bancos multilaterales.

Los países del G7 coordinan, permitiendo políticas anti-cíclicas porque tienen monedas de reserva y pueden sostener déficits fiscales masivos. El resto del mundo (180 países) sigue políticas pro-cíclicas y se ve empujado a profundizar la situación en momentos de desaceleración económica mundial. Los países del G7 con moneda de reserva pueden mantener enormes déficits fiscales y exteriores mientras el resto los financia con sus superávits, invirtiendo la lógica

de que los países más ricos financien a los más pobres. Este proceso perjudica la estabilidad de los países en vías de desarrollo y da lugar a un mundo desigual con una mayor concentración de la renta.

Por último, la naturaleza de la actual crisis mundial, las incertidumbres creadas y la necesidad de nuevas propuestas para un mundo global requieren nuevas instituciones y una nueva arquitectura financiera internacional. Un Tribunal Internacional de Arbitraje para las Deudas Soberanas es un pilar para la nueva arquitectura financiera internacional, más democrática, y para una economía mundial estable.

BIBLIOGRAFÍA

De León, C. (2020, 14 de octubre). China's Recovery from the Pandemic. Observatorio Económico Latinoamericano.

De León, C. (2020, 3 de diciembre). RCEP: the great asian free trade agreement. Observatorio Económico Latinoamericano.

Eichengreen, B. (2000). International monetary arrangements for the 21st century. Brookings Institution Press.

_____ (1991). 'Historical Research on International Lending and Debt', *Journal of Economic Perspectives*, 5 (2), 149–69.

Elgin, C., y Yalaman, A. (2021). COVID-19 Economic Stimulus Packages Database. COVID-19 Economic Stimulus Packages Database. Nueva York.

Fang, C., Schumacher, J., y Trebesch, C. (2021). Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs. *IMF Economic Review*, 69 (1), 155-196.

Flandreau, M. (2013). Sovereign states, bondholders' committees, and the London Stock Exchange in the nineteenth century (1827–68): new facts and old fictions. *Oxford Review of Economic Policy*, 29 (4), 668-696.

Fondo Monetario Internacional. (2020). *Regional economic outlook update. Asia and Pacific: navigating the pandemic: a multi-speed recovery in Asia*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.

Fondo Monetario Internacional. (2021). World economic outlook. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional

Gelatt, J. (2020, March). Immigrant Workers: Vital to the US COVID-19 Response, Disproportionately Vulnerable. Migration Policy Institute Research.

Krueger, A. O. (2002). "A new approach to sovereign debt restructuring". Fondo Monetario Internacional.

Ling, J. J. (2020, 3 de agosto). México | Remesas en tiempos del COVID-19: hipótesis y efectos diferenciados por región. BBVA Research.

Makoff, G. (2018). "Making Enhanced CACs the Rule: A Proposed Amendment of the Foreign Sovereign Immunities Act.". Policy Brief No. 137, septiembre, Centre for International Governance Innovation.

Ostry, JD. (2021) "Opening Remarks by Jonathan D. Ostry, Deputy Director of the Asia and Pacific Department," Delivered at the press briefing on the Regional Economic. Extraido de https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/04/12/open-remarks-by-jonathan-d-ostry-at-apd-press-breifing. Visto 18.5.2021

Ostry, J. (2021) "After a Strong Crisis Response, Asia Can Build a Fairer and Greener Future." IMF Blog. Insights & Analysis on Economics and Finance, 13 de abril 2021.

Portes, R. (2004), 'Resolution of Sovereign Debt Crises: The New Old Framework', CEPR Discussion Paper No. 4717.

Raffer, K. (2004). Las instituciones de Bretton Woods y las crisis monetarias y financieras. ICE, *Revista de Economía*, (816).

Ugarteche, O. (2018) *Arquitectura financiera internacional, una genealogía 1850-2015*, Akal eds. Madrid, México.

Wiseman, P. (2021) IMF upgrades forecast for 2021 global growth to a record 6%, ABC News AP, 6 de abril 2021, 08:14.

¿QUÉ HACER ANTE UNA POSIBLE CRISIS DE DEUDA EXTERNA?

Una mirada desde el Sur Global para un problema público y privado

2022

Latindadd

Red Latinoamericana por Justicia Económica y Social