

## DEUDA EXTERNA Y CRISIS DE LA COVID-19: LA RESPUESTA DEL G20 Y LAS CLAVES PARA 2021

**Jaime Atienza Azcona**

22 de febrero de 2021

2021 va a ser el año de la “segunda ola de respuesta” ante la crisis de la COVID-19, y su contenido y enfoque aún están por escribirse. Incertidumbre es la palabra clave. La incertidumbre acerca de la duración, profundidad y trayectoria de salida de la crisis hacen que en este 2021 las tensiones y necesidades financieras y fiscales cobren aún más importancia. Las medidas adoptadas en 2020 para abordar los problemas de financiación y sobreendeudamiento han resultado a todas luces insuficientes. Las necesidades de financiación se han disparado para cubrir los agujeros fiscales producto la caída de la actividad —superiores al 20%—, sumados a las mayores necesidades derivadas de la crisis, y el recurso a la deuda se ha convertido en la regla general. A nivel global, la deuda ha pasado del 84% del PIB al final de 2019, al 98% al final de 2020, el mayor crecimiento registrado en un solo año.

En abril de 2020 el G20 aprobó una iniciativa de suspensión de la deuda para los países más pobres, que está teniendo efectos muy limitados, pero

dejó de lado la complicada situación de numerosos países de renta media. El recurso a nueva deuda pública y privada ha sido la regla, alcanzando nuevos máximos, mientras el alivio, la reestructuración y la refinanciación de las deudas existentes apenas han avanzado.

### **La situación de partida, determinante para la capacidad de responder usando nueva deuda**

De acuerdo con los datos del *IMF fiscal monitor* extraordinario de enero de 2021 (FMI, 2021), la respuesta fiscal a la crisis, recurriendo de manera extraordinaria a la deuda en el año 2020, ofrece una proyección global de déficit como proporción del PIB del 13,3% para las economías avanzadas, 10,3% para las emergentes y países de ingresos medios (con un amplio rango de variabilidad), y un 5,7% para los de ingresos bajos. Cifras que son un fiel reflejo de la desigual capacidad de respuesta a la crisis.

La capacidad de utilizar nuevo endeudamiento es clave para entender las diferentes respuestas de los paí-

ses. Las economías avanzadas, con o sin niveles preexistentes de deuda elevados, han tenido amplios márgenes para acudir a los mercados y beneficiarse de la acción de sus bancos centrales y de tipos de interés cercanos a cero. En el caso de los países emergentes y de renta media, el acceso a los mercados se ha mantenido abierto —en marzo de 2020 se dispararon los costes de la deuda, pero al final del año las condiciones financieras volvieron al punto anterior al *shock*—. Para los de renta baja, con una situación muy negativa de partida (51% de los países en crisis de deuda, o en alto riesgo, ya en febrero de 2020, FMI, 2020) el acceso al mercado privado de deuda está casi cegado, con solo dos emisiones hasta la fecha: Costa de Marfil, por 1.000 millones de dólares el 25 de noviembre, y la misma cantidad para Benín el 15 de enero de 2021.

Por su parte, todos los organismos financieros multilaterales y regionales han extremado su actividad en 2020 y muchos están ampliando su capital con diferentes fórmulas. El Fondo Monetario Internacional (FMI), actor central en toda crisis, fue en 2020 el más efectivo, con préstamos de emergencia de montos elevados realizados en un solo desembolso (lo cual implica que esos recursos han llegado, de facto, libres de ataduras). Si en 2012 Mario Draghi inició su mandato en el Banco Central Europeo (BCE) con su famoso “*whatever it takes*”, que indicaba

que se usaría todo el poder monetario de la institución para proteger el euro y dejar atrás la crisis de 2008-2009, en 2020 Kristalina Georgieva, directora gerente del FMI adoptó un enfoque parecido, invitando a los países a “gastar cuanto puedan” para contrarrestar los efectos de la crisis.

La pandemia, en definitiva, aterrizó sobre una economía mundial más endeudada que nunca —un equivalente al 300% del PIB, entre deuda soberana y privada— con la mitad de los países de ingresos bajos en alto riesgo de crisis de deuda, y con un grupo de emergentes con problemas importantes.

### ¿Cuándo resulta excesivo el nivel de endeudamiento?

Es esta una pregunta crucial que carece de una respuesta clara, por más esfuerzos que se han realizado por encontrar medidas objetivas, que terminan siendo, por necesidad, arbitrarias. En Europa se mira al 100% en el indicador de stock de deuda sobre el PIB como una primera señal de alarma, pero salta a la vista que es una barrera puramente psicológica. Se da el caso de economías con niveles de endeudamiento elevadísimos cuya sostenibilidad no está en cuestión —como es el caso de Japón, con una deuda por encima del 200% del PIB por un largo período— mientras en otros casos, como las economías africanas, se entiende que stocks de deuda por encima del 50% pueden resultar ya insostenibles.

Resulta problemático, en realidad, que hablemos de problemas de sobreendeudamiento tan solo cuando se llega a un punto en que peligran de forma inminente los reembolsos. Desde un punto de vista económico y social el problema aflora mucho antes, con severos recortes en las políticas públicas y un deterioro en las condiciones de refinanciación que daña la actividad económica, lastra el crecimiento y el empleo, y yugula la capacidad de los Estados de proveer políticas públicas esenciales.

La sostenibilidad es un ejercicio complejo de equilibrios entre variables presentes y futuras (hoy más inciertas que nunca): crecimiento de la economía, ingresos fiscales, flujos comerciales, retornos de las inversiones realizadas con deuda, stock, calendario de pagos y condiciones financieras del endeudamiento. Aunque dos variables son las que atraen la mayor atención: la capacidad de pago inmediato, y el peso del servicio sobre el presupuesto público, y en ese terreno se juega a cortísimo plazo. Aún con sus limitaciones, el Debt Sustainability Framework (DSF) del FMI es el paquete de indicadores más sólido con el que contamos para valorar la sostenibilidad de la deuda, y su valoración —crisis de deuda y riesgo alto, moderado o bajo— es tomada como guía para actores y operadores financieros, junto con las valoraciones de las agencias privadas de rating.

### **Una relación circular y directa entre fiscalidad y endeudamiento**

Aquellos países con sistemas fiscales de bases sólidas mantienen una capacidad extraordinaria de utilizar recursos existentes, primero, y movilizar recursos adicionales a bajo coste, después. Cuentan, en definitiva, con las condiciones para aplicar políticas contracíclicas. Sin embargo, la crisis de la COVID-19 llega tras una década con un desplome brutal de los ingresos, insuficiencia de reformas progresivas o de búsqueda de ingresos fiscales por vías de emergencia (salvo excepciones), y medidas poco efectivas de lucha contra la evasión fiscal y los paraísos fiscales, pese a la abundante retórica.

La elevada disponibilidad de financiación en los mercados ha operado como un desincentivo a los esfuerzos para adoptar reformas tributarias muy necesarias para incrementar la capacidad recaudatoria de los países y, en particular, a cerrar los agujeros fiscales y al efecto perverso de los paraísos fiscales a escala internacional. En los últimos 10 años, en los países en desarrollo, el peso de la tributación se ha trasladado aún más hacia las familias (gravando principalmente el trabajo y el consumo, que asumen un 62% más de la carga fiscal), y mucho menos hacia el capital, con una práctica nula tributación sobre la riqueza —un 4% de la recaudación total— y una reducción de

la contribución fiscal sobre los beneficios empresariales en torno al 11%.

Cualquier gobierno debe optar entre la opción de abordar complejas reformas fiscales con poderosos enemigos y densos procesos de negociación, o realizar una emisión de deuda para obtener esos recursos en cuestión de semanas o, a lo sumo, meses. Es fácil comprender la elección política, porque el corto plazo prima sobre el largo. Por eso es necesario cambiar los incentivos adoptando principios sólidos para el establecimiento de marcos fiscales globales que hagan esas reformas fiscales más rápidas y efectivas, y menos costosas. Sin elevar la recaudación fiscal de forma sostenible entraremos en una década de dependencia excesiva del endeudamiento. Y cuando cambien las condiciones financieras, será insostenible.

### **Cambios drásticos en las fuentes y condiciones de financiación hacia los países en desarrollo**

Durante el “período de entrecrisis”, que es como en el futuro se conocerá a la década de 2010, se han producido cambios profundos que ayudan a explicar la referida expansión del endeudamiento, y cuyas consecuencias de largo plazo son difíciles de prever. Esos cambios se resumen en dos: crecimiento de la deuda soberana de origen privado en el mundo en desarrollo, y el liderazgo de China entre los financiadores bilaterales. Ambas esconden una realidad nueva,

no captada ni adecuadamente tratada en las decisiones del G20: la financiación procedente de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) es muy mayoritariamente privada, mientras que la que procede de China se compone de recursos públicos y mixtos que acompañan una política de Estado.

El crecimiento del recurso a la financiación privada a través de emisiones de deuda soberana —y, en menor medida, créditos sindicados— se explica por la abundancia de capital en el mercado, y la baja rentabilidad de numerosos sectores económicos. Esa abundancia de capital tiene origen público en las políticas monetarias expansivas alentadas por los principales bancos centrales —con la Reserva Federal y el BCE a la cabeza—, y privado, por la combinación de sectores económicos en crecimiento exponencial, como la economía digital, la baja fiscalidad de esos mismos sectores y la permanencia de la lacra de los paraísos fiscales que permiten la elusión y evasión de billones de dólares cada año. Ese embolsamiento de liquidez se ha concentrado en los que hoy son los gigantes de la financiación privada internacional.

La deuda soberana se ha convertido en un valor refugio en el caso de las economías más avanzadas, y en inversiones de “alto riesgo y alto retorno”, para los de ingresos bajos.

Para 24 países africanos, 2013 marca el inicio de una senda de acceso a la financiación privada hasta entonces desconocida, eso sí, a costes elevados, pagando tipos de interés de entre el 7% y el 10,75% (Bonizzi, Laskaridis y Griffiths, 2020).

En cuanto a China, a través de instituciones como el Chinese Development Bank o el EXIM Bank of China, ha orientado su financiación a la realización de grandes infraestructuras, en el marco de la “Belt and Road Initiative” (Jones y Hameiri, 2020), y también al esfuerzo por asegurar *commodities* y activos estratégicos en el futuro mediante pagos en especie en numerosas operaciones. Hay diferentes visiones sobre el impacto del papel de China: desde quienes consideran que activa una perniciosa “diplomacia de la deuda”, hasta quienes estiman que constituye una fórmula muy ventajosa para los destinatarios por la abundancia y agilidad de sus mecanismos.

Los agentes multilaterales, por su parte, han mantenido un nivel de actividad estable, que se ha disparado en 2020 en la primera ola de respuestas a la crisis. En el campo bilateral las noticias no son buenas. El informe de Development Initiatives, de febrero de 2021, señala que la ayuda está retrocediendo y la proporción de créditos sobre el total, creciendo, pese a los problemas del endeudamiento (Dodd, Knox y Breed, 2021). De hecho, las Instituciones Financie-

ras de Desarrollo (DFI, por sus siglas en inglés) han crecido en peso e importancia. En 2018 nació en EE.UU. la Development Finance Corporation (la DFI estadounidense, con apoyo unánime entre republicanos y demócratas para competir en ese campo con China), y este año, con el arranque del Marco Financiero Plurianual 2021-2027, se estrenará el brazo financiero fortalecido de la cooperación europea.

### **Las respuestas a la crisis de deuda: financiación desde el G20 y los organismos financieros internacionales**

Es importante destacar que, incluso en los países en más alto riesgo de crisis, la opción por reestructurar la deuda se está tomando, erróneamente, como un último recurso. En el marco de su Asamblea Anual, la directora gerente del FMI se hacía eco de un estudio de su institución que concluía que “esperar a la inminencia de un *default* para reestructurar las deudas está asociado con mayores caídas del PIB, la inversión y el crédito del sector privado, frente a la opción por reestructuraciones preventivas” (Georgieva, Pazarbasioglu, y Weeks-Brown, 2020). Por el momento esa doctrina no se ha seguido, y la nueva financiación es la opción dominante. La preferencia por el corto frente al largo plazo (no perder hoy, aunque se perderá más mañana), y las dificultades objetivas de las reestructuraciones de deuda por falta

de reglas y mecanismos adecuados lo explican.

### **La iniciativa DSSI y el nuevo “marco común para el tratamiento de la deuda”**

Antes de analizar la iniciativa, veamos algunos datos importantes. Como se ha señalado, en febrero de 2020 el FMI ya indicaba que el 51% de los países de ingresos bajos africanos estaba en crisis de deuda o en alto riesgo. Por otra parte, y según datos elaborados por Development Finance International<sup>1</sup> en el marco del índice Commitment to Reduce Inequality (CRII), para los países de ingresos bajos del continente africano el servicio de la deuda (30,74% de su presupuesto en promedio) equivale a la suma del gasto en salud, educación y protección social (31,26%) (Atienza y Ruiz, 2020: 56). Si fijamos la atención en el gasto en salud, que ha cobrado una importancia crítica por la incidencia del virus, observamos que tan solo 6 de los 39 países analizados en África subsahariana gastan más en salud que en el servicio de su deuda. Adicionalmente, 24 países africanos afrontan los peores obstáculos, junto a la necesidad de refinanciar sus deudas, con un calendario de pagos que escala en los años 2022 y 2024, en lo que el semanario *The Economist* calificó como un “muro de pagos” (*wall of payments*) (*The Economist*, 2020), difi-

cilmente franqueable, al que no tiene sentido agregarle los pagos diferidos de la moratoria que impulsa la Debt Suspension Initiative (DSSI).

Ante los alarmantes indicadores y las señales mencionadas, en abril de 2020 el G20 abordó esta problemática centrándose en la urgencia de las economías más pobres, impulsando un acuerdo histórico al reunir a China y EE.UU., los nuevos acreedores y los emergentes. Acordó una moratoria de la deuda bilateral para un grupo de hasta 73 países de ingresos bajos, bautizada como la DSSI, que implicaba la suspensión temporal de los pagos de la deuda bilateral hasta el 31 de diciembre de 2020, un período posteriormente ampliado hasta junio de 2021, con dichos pagos trasladados al período 2022-2026. Para acceder a dicho tratamiento, los países debían solicitarlo formalmente, y tener vigente o solicitar un programa de ayuda al FMI.

Muy pronto resultó evidente que el mecanismo era insuficiente y no respondía a las nuevas dinámicas en el panorama de la deuda. Al centrar la acción tan solo en el ámbito bilateral, dejaba implícitamente en manos de China, acreedora del 60% de esas deudas, el peso de la acción, mientras obviaba la trascendencia de la financiación privada —capital occidental en su gran mayoría—, invitada tan solo a una colaboración voluntaria. Esa participación ha sido hasta la

<sup>1</sup> Ver: <https://www.development-finance.org/>.

fecha rechazada, pero sin ella la iniciativa no podrá tener éxito.

La ausencia de un sistema integrado a través del cual abordar y procesar los problemas de endeudamiento soberano, o de una autoridad independiente capaz de evaluar los límites económicos y sociales de los pagos, aflora de nuevo como una grave carencia. Especialmente si, ante las incertidumbres económicas actuales, nos enfrentamos al riesgo de una cascada de países entrando en alerta por *default*.

Para un país en problemas, hoy por hoy son necesarias complicadas negociaciones parciales con acreedores bilaterales en diferentes espacios, y con acreedores privados por otro: bancos y tenedores de bonos, principalmente. Con estos, y pese a los avances en materia de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC<sup>2</sup>), permanece la amenaza latente de los *holdouts*<sup>3</sup> y los *vulture funds*<sup>4</sup>, que

han causado problemas muy serios en anteriores crisis, como le sucedió a Argentina tras su *shock* de 2001<sup>5</sup>.

Los resultados de la DSSI han sido hasta la fecha muy modestos (Fresnillo, 2020): 46 países que lo solicitaron vieron sus deudas aplazadas por valor de 5.700 millones de dólares, mientras los pagos de los restantes 35.000 millones siguieron fluyendo hacia bancos y fondos de inversión, organismos internacionales y gobiernos. En consecuencia, el “espacio para respirar” proporcionado por la iniciativa fue demasiado limitado, aunque significativo para esos 46 países que sí entraron y que, en promedio, dejaron de pagar el 44% de sus vencimientos del año 2020.

Si miramos de nuevo a los indicadores fiscales, el FMI estima la caída promedio de los ingresos fiscales en un -3,8% del PIB en 2020, lo que se

---

<sup>2</sup> Las CAC pueden incluirse en las emisiones de bonos de deuda soberana, estableciendo las situaciones en las que el conjunto de tenedores de bonos deben acatar decisiones sobre eventuales cambios en las condiciones financieras de los mismos. Hay varias generaciones de cláusulas que han ampliado su alcance para evitar la actuación de *free riders*.

<sup>3</sup> Literalmente, “los que se quedan fuera”: tenedores de bonos que no suscriben un acuerdo mayoritario que cambia las condiciones financieras de una emisión de deuda, y buscan, mediante el litigio, cobrar el 100% del valor facial de dichas deudas. Las CAC evolucionan buscando evitar o minimizar las posibilidades de estos agentes.

---

<sup>4</sup> Fondos especializados en comprar deuda de países en crisis para escapar de cualquier acuerdo colectivo y litigar en los tribunales para conseguir el pago del 100% del valor facial de la deuda. Los *vulture funds* actúan como *holdouts* en numerosas ocasiones, y son los perdedores del establecimiento de CAC exigentes con la aceptación de acuerdos mayoritarios. Argentina fue el país más castigado por estos fondos que litigaron durante años y ganaron ante los tribunales de Nueva York tras la crisis de 2001, provocando un castigo severo a las arcas públicas argentinas y la revisión de las CAC.

<sup>5</sup> El actual ministro de Economía de Argentina, y experto en la materia, Martín Guzmán, resumió el ataque sufrido por Argentina y su impacto sobre el país en una tribuna conjunta con el premio Nobel, Joseph Stiglitz (Guzman y Stiglitz, 2016).

traduce a entre un 20% y un 30% del presupuesto. Esa caída absorbe en su totalidad el alivio temporal proporcionado por la suspensión de la deuda.

Más adelante, en su cumbre del 21 y 22 de noviembre de 2020, el G20 aprobó un nuevo “marco común para el tratamiento de la deuda”, un paso adelante hacia un esquema integrado de resolución de crisis. Este nuevo espacio, igualmente informal, supera la esfera del tradicional Club de París, al contar con la presencia permanente de China, Arabia Saudí y el resto de países emergentes. Junto a esa composición, su atributo más importante es que plantea la obligatoriedad para los países deudores de solicitar a los acreedores privados medidas análogas (siguiendo el principio de comparabilidad de trato) a las que reciba de los gobiernos.

En el citado marco, se pone de nuevo el peso sobre los deudores que deberán “pedir” a los acreedores privados su cooperación sin que exista claridad ni garantías de que esa participación se vaya a producir. A la espera de los primeros pasos del nuevo “marco común”, que abordará los casos de los primeros países que han llamado a su puerta (Chad, Zambia y Etiopía en febrero y marzo de 2021), podemos constatar que no se ha constituido como un espacio neutral ni garantista, y que el G20 no ha querido establecer una regulación vinculante para obligar a los acreedores

privados, que necesariamente pasa por impulsar reformas legales en el Reino Unido y el Estado de Nueva York<sup>6</sup>.

### **Cinco carencias de la respuesta y el nuevo marco emanado del G20**

La iniciativa DSSI y la creación del nuevo “marco común” constituyen un paso adelante al permitir un abordaje integrado por parte de las principales potencias de los problemas relativos al endeudamiento soberano, una carencia ampliamente reconocida. Sin embargo, su diseño no garantiza el éxito y deja una pregunta en el aire: ¿está dispuesto el G20 a usar su capital político para hacer obligada la participación de los acreedores privados en el alivio de la deuda? Hasta ahora la respuesta es negativa, de modo que no se ha protegido y apoyado a los países más frágiles del tsunami de deuda amplificado por la COVID-19. Veamos las carencias de la respuesta dada hasta ahora:

1. Los problemas de deuda se han ceñido a los países de ingresos bajos, dejando de lado a numerosos países de renta media que ya tienen situaciones graves o se encontrarán en ellas muy pronto. Líbano, El Salvador, Sri Lanka, Egipto o Sudáfrica también se enfrentan a problemas

---

<sup>6</sup> La gran mayoría de las emisiones de bonos se realizan bajo esos dos marcos jurídicos, y es ante las cortes del Estado de Nueva York o ante los tribunales del Reino Unido que se establecen litigios referidos a la deuda externa.



graves sin un cauce para abordarlos, y esta lista crece a ojos vista.

2. Se apuntó en la dirección correcta, una suspensión temporal con efecto inmediato, pero su pobre alcance, al referirse únicamente a la deuda bilateral, implica una continuidad de la mayor parte de los pagos, y la amenaza de lastrar la recuperación al trasladar sin quita alguna esos pagos a ejercicios futuros en los que debería darse la recuperación. La suspensión debería ser total e inmediata y abrirse un proceso de reestructuración ordenada, con la condonación como opción preferente para muchos países.

3. La limitada ambición a un solo tipo de deuda (que supone menos del 35% de los vencimientos en 2020 y 2021) ha generado rechazo y dudas en muchos países potencialmente beneficiarios que, preocupados por su acceso futuro a crédito y por su necesidad de refinanciación, no han solicitado beneficiarse de la DSSI por temor a una bajada de su rating y de su acceso futuro a financiación privada. Una reestructuración ordenada aliviaría esta presión.

4. Tampoco la apelación voluntaria a la contribución de los organismos multilaterales se justifica. En particular, el enfoque de asegurar un *positive net flow* por parte del Banco Mundial (inyectar más recursos de los que recoge como pagos del servicio) es inconsistente con los llama-

mientos de su presidente, David Malpass, a reducir el stock de la deuda. El FMI sí ha activado un mecanismo para el alivio de la deuda<sup>7</sup>, pero el Banco Mundial no está actuando en consecuencia.

5. El “marco común para el tratamiento de la deuda” es por ahora un concepto abierto, cuyo impacto y eficacia es difícil de calibrar: a priori no parece contar con herramientas para forzar una participación privada en la iniciativa. Es un paso adelante respecto al Club de París, pero está lejos de ser una instancia independiente para resolver crisis integrando a todos los *stakeholders* en una sola negociación. De probarse eficaz, debe abrir sus puertas a los países de renta media.

### **¿Qué papel vienen jugando el FMI, el Banco Mundial y los Bancos de Desarrollo?**

Al inicio de la crisis, Naciones Unidas apuntó los volúmenes que serían necesarios para los países en desarrollo, indicando un monto de 2,5 billones de dólares en un mix de condonación de deuda, emisiones de Derechos Especiales de Giro (DEG), Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD) y nuevo crédito (UNCTAD, 2020a); número ratificado desde las estima-

---

<sup>7</sup> A través del Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT), que permite al FMI recoger donaciones de Estados miembros, incluidos el Reino Unido y la Comisión Europea, para con ellos cubrir los pagos pendientes de los países más pobres a la institución.

ciones del propio FMI. El FMI y el Banco Mundial han anunciado paquetes de crédito por hasta 100.000 y 160.000 millones de dólares respectivamente (aunque el nivel de ejecución en 2020 no supere un 30% de esas magnitudes). Se incluye una pequeña porción de donaciones, no completamente clara, que podría llegar a los 5.000 millones de dólares en la cartera de la Asociación Internacional de Fomento (IDA, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial. El FMI, por su parte ha recogido aportaciones de sus socios para cubrir los pagos del servicio de la deuda del año 2020 en 25 países de ingresos bajos.

Como contrapunto, EE.UU. aprobó en mayo de 2020 un primer paquete de respuesta interna por 2,2 billones de dólares y está discutiendo otro por valor de 1,8 billones, para un total de 4 billones entre 2020 y 2021. El FMI y el Banco Mundial van a aportar para el mundo en desarrollo una cantidad equivalente al 6,5% de ese paquete doméstico de respuesta. Las DFI, gobiernos donantes de AOD y el mismo G20, están muy lejos de lo que el mundo en desarrollo necesita para afrontar con éxito el impacto extendido de la pandemia (Goodman, 2020).

### **El impacto y la respuesta a la crisis en América Latina**

La incertidumbre acerca de la evolución de la pandemia y la lenta llegada de la vacunación obligan a pensar

que en 2021 la recuperación será más débil de lo esperado, con numerosas actividades económicas a medio gas y el turismo internacional bajo mínimos. En febrero de 2021 Alejandro Werner, director del departamento del Hemisferio Occidental en el FMI, señalaba, a partir de las casi siempre optimistas previsiones del Fondo, que la recuperación del nivel del PIB previo a la crisis solo llegará a la región en 2023, o en 2025 si nos fijamos en el PIB per cápita, aunque hay muestras de recuperación de las exportaciones y las remesas (Werner, Ivanova y Komatsuzaki, 2021).

América Latina, antes de la llegada de la crisis, se encontraba en una situación financiera muy diversa, aunque con un predominio de la estabilidad, el acceso a los mercados de crédito en condiciones relativamente benignas, y niveles de endeudamiento bajos. Sin embargo, ya había algunos países sufriendo severos problemas de sobreendeudamiento, como era el caso de Ecuador, Argentina, Guyana o Venezuela —este último país es más bien un *outlier* que no encaja en ninguna categoría—. En 2020 y 2021 la región se enfrenta a la paradójica situación de necesitar medidas de alivio de la deuda y nueva financiación, que a su vez proporciona un respaldo indispensable, pero aumenta los riesgos futuros, especialmente a la luz de la lenta recuperación.

La situación fiscal en la región no era nada halagüeña, con unos ingresos fiscales estancados y un pasivo creciente por el recurso al endeudamiento en el período previo. Los datos muestran que, en la última década, el crecimiento de la recaudación fiscal ha seguido puramente la inercia del crecimiento del PIB y de los precios de las materias primas. Cuando se frena el crecimiento, la financiación de los servicios públicos se ancla en el uso de instrumentos generadores de deuda, y se abandonan los esfuerzos por realizar cambios fiscales. A partir de 2012 se estancaron los ingresos públicos y se disparó el uso de la deuda.

En cuanto al PIB, el FMI en su actualización de febrero de 2021 ha estimado una caída total en 2020 muy superior para América Latina (-7,4%), mientras la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) estimaba una caída de la Inversión Extranjera Directa (IED) de un -25% (UNCTAD, 2020b). Entre los peor situados, Argentina (Nemiña y Val, 2020) y Ecuador (King, 2020), han conseguido cerrar acuerdos con sus acreedores privados, incluyendo quitas de deuda de alrededor del 50%. En ambos casos, el apoyo implícito del FMI resultó de valor estratégico en las negociaciones, al aseverar la ausencia de sostenibilidad, avalando la posición negociadora de ambos gobiernos.

La respuesta financiera a la crisis ha tenido dos caras, una pública y otra privada, esta de mayor magnitud. 2020 ha sido un año récord también en el acceso a los mercados financieros<sup>8</sup> mediante emisiones de deuda. Las cifras han superado los 70.000 millones de dólares, el récord histórico de 2016, pero sin participación de Argentina, entonces el gran emisor (el promedio anual, excluyendo a Argentina, había sido entre 2015 y 2019 de 30.000 millones de dólares), así que se ha más que duplicado el uso de la deuda privada en el período.

En sus grandes cifras, el FMI<sup>9</sup> ha trasladado a los países de América Latina líneas de apoyo de emergencia por un valor total de 11.700 millones de dólares, y ha puesto a disposición de tres países (Chile, Colombia y Perú), líneas de crédito flexibles por un monto de 51.878 millones de dólares (en el mes de diciembre Colombia solicitó un primer desembolso por 5.400 millones). Se trata, pues, de una ayuda total situada en 63.555 millones de dólares, a la que se podría añadir la línea de crédito de México, por 44.000 millones, anterior a la crisis.

---

<sup>8</sup> Datos provenientes de:  
<https://www.globalcapital.com/article/b1ppwsz1y4krn6/liquid-bond-market-ready-to-aid-latin-americas-healing>.

<sup>9</sup> Datos provenientes de:  
<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker#ftn>.

Las principales instituciones regionales también han roto el techo de contratos firmados y desembolsos realizados en 2020, con partidas específicas para hacer frente a la COVID-19. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha movilizado, para la respuesta a la COVID-19 en 2020, 8.076 millones de dólares (con un récord total de 21.600 millones de dólares en operaciones aprobadas en el ejercicio), a los que añade 1.000 millones más para la compra de vacunas (BID, 2020). Mientras tanto, la banca CAF aprobó una línea de préstamos a los gobiernos de la región para responder a la crisis por valor de 4.100 millones de dólares, con una cartera total en 2020 también en cifras récord, con más de 14.000 millones de dólares (CAF, 2021). Ambas instituciones continúan preparando sus planes de futuro para la región: en febrero de 2021 se dará a conocer el plan del BID, mientras la CAF realizaba en enero de 2021 una emisión de bonos por valor de 1.250 millones de euros para ampliar su oferta de instrumentos de apoyo.

Pero ni siquiera la suma de nuevas emisiones de deuda privada e instrumentos multilaterales de ayuda a gobiernos llegaría a compensar la caída en los ingresos, que Oxfam ha estimado para la región en 113.391 millones de dólares, el equivalente al 59% de la inversión pública en salud de toda la región. Un monto que no compensa la financiación del FMI, el BID, la CAF y el Banco Mundial jun-

tos. En el caso de la crisis financiera de 2008, el FMI estima que hicieron falta ocho años para recuperar los niveles de recaudación anteriores a la llegada del *shock* (Gaspar, Hanif, Pazarbasigly y Saint-Amans, 2020).

Y, en otros países, el impacto de diferentes crisis de naturaleza institucional y política deja ver problemas financieros de fondo, como en los casos de Nicaragua o El Salvador. Otro país está en estos momentos en una posición comprometida, tras financiar su progreso a través de deuda renunciando a incrementar su base fiscal durante la última década: Costa Rica. La tensión social ante la operación de crédito vinculada a reformas con el FMI vuelve a poner el foco en las reformas fiscales pendientes. Recurrir a la deuda es la solución temporal, pero aumenta los desequilibrios y anuncia problemas de sostenibilidad en el tiempo. En cuanto a las respuestas fiscales, Argentina ha tomado la delantera implantando un impuesto a la riqueza para combatir la crisis. Un paso que muchos otros países observan atentamente.

Si fijamos nuestra atención en Centroamérica, la situación se ha agravado por el impacto devastador de los huracanes Eta e Iota en el mes de noviembre de 2020. A los impactos por la pandemia, y a los numerosos problemas preexistentes, se ha añadido un nuevo *shock* climático que deja a los países sin capacidad de maniobra.

La situación creada en la región ha hecho que se oigan voces a favor de una suspensión inmediata de los pagos, pues con la caída de la actividad y los ingresos fiscales, las ayudas externas —que hacen crecer la deuda, por otra parte— son insuficientes para permitir una respuesta expansiva a través de sus políticas públicas. Especialmente crítica es la situación en los países del Caribe, lastrados por el retraso en la recuperación del sector turístico.

En este contexto, el mantenimiento de tipos de interés bajos en 2021 (algo que está lejos del control de los gobiernos) será clave para continuar resistiendo la crisis con nuevas emisiones de deuda, pero la financiación pública previsiblemente ganará en importancia por sus mejores condiciones relativas, y su disponibilidad y variedad será clave. España está jugando un papel significativo para asegurar la continuidad y condiciones de estos flujos.

En cuanto a las nuevas emisiones de deuda privada, sus condiciones son fundamentales, siendo necesario que se integren en las mismas CAC de última generación que protegen a los países contra los *free riders*. Y es importante que se empiecen a introducir cláusulas “de catástrofe” para que las suspensiones se activen de forma automática en situaciones como la que vivimos actualmente. Asimismo, deben considerarse medidas de alivio en forma de suspensión,

al menos en las economías centroamericanas, que podrían requerir condonaciones, y el establecimiento de períodos de gracia que den margen suficiente para la recuperación. No se puede descartar, a la luz de la incertidumbre actual, que otros países de la región vivan un estancamiento o una recuperación muy leve en 2021, que les sitúe ante la necesidad de solicitar medidas de alivio y reestructuración de la deuda en el futuro inmediato. Tal y como concluía el FMI, esperar a llegar al borde del abismo para reestructurar las deudas no funciona.

### **2021: necesidad de respuestas valientes en el año Biden del G20**

El G20 presidido por Italia, con una fuerte alianza europea como soporte, y la participación activa de la Comisión, con el comisario de Asuntos Financieros, Gentiloni, a la cabeza, constituye una gran oportunidad. La entrada de la Administración Biden ya ha ofrecido señales alentadoras de su vocación de recuperar un papel activo a escala global, incidiendo en los aspectos financieros que están siendo sometidos a consideración (DEG, deuda) en su agenda y en la de Italia.

Pero lo cierto es que en el momento de cerrar este análisis una palabra resume las sensaciones en torno a la evolución de la economía global: incertidumbre. No existe claridad respecto a la evolución de la pandemia, respecto a la velocidad y alcan-

ce de la vacunación ni, consecuentemente, respecto a los ritmos de la recuperación económica. Las posibilidades de una respuesta expansiva a la crisis como la que se está dando en las economías más avanzadas y en algunas emergentes, dependerá en buena medida de la continuidad de las condiciones creadas desde los bancos centrales —bajos tipos de interés e inyecciones de liquidez—, de las políticas de organismos internacionales, y de la situación del mercado financiero, siempre voluble pese a una aparente estabilidad. Descartada una salida rápida y fulgurante de la crisis en este 2021, estamos ante un año que va a ver deteriorarse gravemente los indicadores de endeudamiento y en el que la recuperación de los indicadores fiscales será débil.

Podemos aludir a tres posibles escenarios para 2021 en lo que se refiere a la deuda: el primero de continuidad, con países sumándose lentamente a la lista de países en problemas y estos tomándose caso por caso en el nuevo “*common framework*”, que se encontrará en período de prueba. El segundo implica un deterioro por la falta de una senda de recuperación estable, y podría acercar a situaciones de crisis de deuda a más países de renta media, elevando el nivel de tensión y la búsqueda activa de soluciones. El tercer escenario sería el de un *shock* financiero que generase un cambio súbito en las condiciones financieras y pusiera a un gran número

de países en situación de vulnerabilidad o al borde de la crisis. No es un escenario considerado hoy altamente probable, pero lo hemos visto llegar en crisis anteriores, y ninguna tenía la profundidad de la actual. En este último caso la gestión de la crisis financiera y la resolución de los problemas de endeudamiento se convertirían en el tema prioritario de la agenda global.

Por el momento, y mientras continuemos en el primer escenario, los países que reúnan las condiciones se endeudarán más, alentando la recuperación, pero engordando su factura posterior, y aquellos sin capacidad deben esperar el apoyo mediante instrumentos públicos y posiblemente estarán abocados a afrontar complejas reestructuraciones de sus deudas.

El papel del G20 con liderazgo europeo y estadounidense será crucial. En este contexto, es preciso apuntar una serie de medidas para, de manera simultánea, alimentar la financiación y proveer alivio de la deuda.

- Avanzar hacia un acuerdo para una emisión efectiva de DEG del FMI de entre 2 y 3 billones de dólares. Como parte del acuerdo debería introducirse una cláusula para transferir a los países más vulnerables el 20% de los nuevos DEG. Una emisión de esa magnitud sería una fórmula muy efectiva para respaldar a los países en desarrollo ante la actual crisis, au-

mentando sus reservas sin incrementar sus pasivos. El posible efecto inflacionario no debe considerarse con seriedad en esta etapa, dada la hibernación de importantes sectores de la economía.

- Transformar la DSSI en una iniciativa que pase de la suspensión a la cancelación de los pagos pendientes para sus países elegibles hasta al menos el final de 2022, evitando acumular las deudas suspendidas en sus pasivos pagaderos en el período 2022-2025, lo cual lastraría gravemente la recuperación. Por el momento ya hemos leído en declaraciones y comunicados del G20 que “la cancelación puede ser necesaria caso por caso”.
- Impulsar la acción política de los países del G20 para convertir en obligado el cumplimiento por parte de los acreedores privados de la comparabilidad de trato establecida como recomendación en el nuevo “marco común de tratamiento de la deuda”. Dicho “marco común” tiene un serio riesgo de fracasar si no encuentra mecanismos que “obliguen” a esa participación privada, sin la cual la reducción de la deuda sería muy parcial. Ese paso requerirá de ajustes legales tanto en el Reino Unido como en el Estado de Nueva York.
- Abrir el “marco común para el tratamiento de la deuda” a países de

renta media que se enfrentan a situaciones de crisis.

- Impulsar la constitución de un tribunal independiente para la resolución de la crisis de deuda soberana, siguiendo la vieja propuesta del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM, por sus siglas en inglés) que impulsó sin éxito el FMI en los años 2000. Necesitamos sistemas rápidos, efectivos y garantistas para los países y los derechos de sus poblaciones ante la posibilidad de tener que procesar las crisis de deuda soberana que podríamos encadenar en el próximo período.
- Activar, también en el seno del G20, un plan de acción con medidas fiscales de urgencia coordinadas para evitar la competencia fiscal perniciosa, que graven más la riqueza, el capital y a quienes menos han sido golpeados por la crisis. Mientras, es hora de acelerar reformas bajo principios multilaterales en la tributación internacional de las grandes corporaciones y de la economía digital. El proceso BEPS<sup>10</sup> 2.0 debe cristalizar en medidas que generen recursos adicionales, protejan y amparen especialmente a los países en desarrollo, a través de medidas radicales pero necesarias como un tipo mínimo global en la tributación empresarial<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Erosión de la base imponible y traslado de beneficios.

<sup>11</sup> La Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation

*Jaime Atienza es candidato a doctor en economía, especializado en financiación del desarrollo. Ha sido director de campañas y ciudadanía de Oxfam Intermón, y del equipo de ayuda y financiación del desarrollo de Oxfam América, en Washington, D.C. Fue responsable de Relaciones Económicas Internacionales en el Centro de Estudios para América Latina y la Cooperación Internacional de la Fundación Carolina. En la actualidad es responsable global de políticas de deuda y financiación en Oxfam Internacional (basado en Madrid).*

### Referencias bibliográficas

ATIENZA, J. y RUIZ, S. (2020): “Deuda, fiscalidad y nueva financiación como respuesta ante el shock económico de la COVID-19”, en: *Informe La Realidad de la Ayuda*, Madrid, Oxfam Intermon, pp. 43-63. Disponible en: [http://realidadayuda.org/Informe\\_RDA\\_2020\\_04.pdf](http://realidadayuda.org/Informe_RDA_2020_04.pdf).

BID (2020): “Grupo BID aprueba récord de US\$21.600 millones en préstamos en 2020”, Comunicado de prensa. Disponible en: <https://www.iadb.org/es/noticias/grupo-bid-aprueba-record-de-us21600-millones-en-prestamos-en-2020>.

BONIZZI, B., LASKARIDIS, C. y GRIFFITHS, J. (2020): “Private lending and debt risks of low-income developing countries”, *Research reports and studies*, Londres, ODI. Disponible en: <https://www.odi.org/publications/17012-private-lending-and-debt-risks-low-income-developing-countries>.

CAF (2021): “CAF cierra el 2020 con un récord histórico en aprobaciones de préstamos”, Comunicado de prensa (4 de enero). Disponible en:

---

(ICRICT), un importante colectivo de economistas e investigadores, propone un 25% de tipo mínimo efectivo a nivel global (ICRICT, 2020).



- <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2021/01/caf-cierra-el-2020-con-un-record-historico-en-aprobaciones-de-prestamos/?parent=53444>.
- DODD, A., KNOX, D. y BREED, D. (2021): “Aid data 2019–2020: Analysis of trends before and during Covid”, Londres, Development Initiatives. Disponible en: <https://devinit.org/resources/aid-data-2019-2020-analysis-trends-before-during-covid/>.
- FRESNILLO, I. (2020): “The G20 Debt Service Suspension Initiative Draining out the Titanic with a bucket?”, *Briefing paper*, Bruselas, Eurodad. Disponible en: <https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/eurodad/pages/768/attachments/original/1610355046/DSSI-briefing-final.pdf?1610355046>.
- FMI (2020): “The Evolution of Public Debt Vulnerabilities In Lower Income Economies”. Washington D.C., IMF Publications. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/02/05/The-Evolution-of-Public-Debt-Vulnerabilities-In-Lower-Income-Economies-49018>.
- (2021): “Fiscal Monitor January 2021 update”, Washington D.C., IMF publications. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/01/20/fiscal-monitor-update-january-2021>.
- GASPAR, V., HANIF, N., PAZARBASIOGLY, C. y SAINT-AMANS, P. (2020): “Facing the crisis: the role of tax in dealing with COVID-19”, *IMF blog*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/16/vc-facing-the-crisis-the-role-of-tax-in-dealing-with-covid-19>.
- GEORGIEVA, K., PAZARBASIOGLU, C. y WEEKS-BROWN, R. (2020): “Reform of the International Debt Architecture is Urgently Needed”, *IMF blog*. Disponible en: <https://blogs.imf.org/2020/10/01/reform-of-the-international-debt-architecture-is-urgently-needed/>.
- GOODMAN, P. (2020): “How the Wealthy World Has Failed Poor Countries During the Pandemic”, *New York Times* (1 de noviembre). Disponible en: <https://www.nytimes.com/2020/11/01/business/coronaviru>

- s-imf-world-bank.html?smid=tw-share.
- GUZMAN, M. y STIGLITZ, J. (2016): “How Hedge Funds Held Argentina for Ransom”, *New York Times* (1 de abril). Disponible en: <https://www.nytimes.com/2016/04/01/opinion/how-hedge-funds-held-argentina-for-ransom.html>.
- ICRICT (2020): “Economistas como Stiglitz y Piketty piden una reforma fiscal global para pagar la crisis”, Comunicado de prensa. Disponible en: <https://www.icriect.com/icriect-in-the-news/2020/6/16/economistas-como-stiglitz-y-piketty-piden-una-reforma-fiscal-global-para-pagar-la-crisis>.
- JONES, L. y HAMEIRI, S. (2020): “Debunking the Myth of ‘Debt-trap Diplomacy’”, Londres, Chatham House. Disponible en: <https://www.chathamhouse.org/2020/08/debunking-myth-debt-trap-diplomacy>.
- KING, K. (2020): “Ecuador paga y renegocia su deuda externa en medio de la covid-19”, *Análisis Carolina* nº 52, Madrid, Fundación Carolina. Disponible en: <https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/AC-52.-2020.pdf>.
- NEMIÑA, P. y VAL, M.E. (2020): “La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19”, *Documentos de trabajo* nº 38, Madrid, Fundación Carolina. Disponible en: [https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT\\_FC\\_38.pdf](https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT_FC_38.pdf).
- THE ECONOMIST (2020): “African governments face a wall of debt repayments” (6 de junio). Disponible en: <https://www.economist.com/middle-east-and-africa/2020/06/06/african-governments-face-a-wall-of-debt-repayments>.
- UNCTAD (2020a): “UN calls for \$2.5 trillion coronavirus crisis package for developing countries”, Nota de prensa, Ginebra (30 de marzo). Disponible en: <https://unctad.org/es/node/2361>.
- (2020b): “Global Investment trends monitor October 2020”, Ginebra. Disponible en:

<https://unctad.org/news/global-foreign-direct-investment-falls-49-outlook-remains-negative>.

WERNER, A., IVANOVA, A. y KOMATSUZAKI, T. (2021): “Un camino sinuoso hacia la recuperación en América Latina y el Caribe”, *IMF blog*. Disponible en: [https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=14993&utm\\_medium=email&utm\\_source=govdelivery](https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=14993&utm_medium=email&utm_source=govdelivery)

#### Fundación Carolina, febrero 2021

Fundación Carolina  
C/ Serrano Galvache, 26.  
Torre Sur, 3ª planta  
28071 Madrid - España  
[www.fundacioncarolina.es](http://www.fundacioncarolina.es)  
@Red\_Carolina

ISSN: 2695-4362  
[https://doi.org/10.33960/AC\\_04.2021](https://doi.org/10.33960/AC_04.2021)

La Fundación Carolina no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los textos firmados por los autores y autoras que publica.



Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)