



Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

Distr. general
5 de octubre de 2018
Español
Original: inglés

Junta de Comercio y Desarrollo
Grupo Intergubernamental de Expertos
en Financiación para el Desarrollo
Segundo período de sesiones
Ginebra, 7 a 9 de noviembre de 2018
Tema 3 del programa provisional

Financiación para el desarrollo: la deuda y la sostenibilidad de la deuda y cuestiones sistémicas interrelacionadas

Nota de la secretaría de la UNCTAD*

Resumen

En la presente nota se ofrece un panorama general de la evolución reciente de los indicadores de la deuda de los países en desarrollo y se analizan problemas fundamentales para la sostenibilidad de la deuda en el contexto de una serie de problemas sistémicos interrelacionados de la economía internacional, como la dinámica del crecimiento mundial generada por la deuda y el avance constante de la integración financiera internacional. Además, se examinan una serie de opciones de política para paliar las crecientes vulnerabilidades que ocasiona la deuda en las economías en desarrollo a nivel tanto internacional como nacional. Entre estas opciones figuran la prevención y la resolución de crisis de deuda, cuando las cargas de la deuda actuales han llegado ya a un punto de insostenibilidad. En el examen se incide en la necesidad de un enfoque holístico en las respuestas de la política a nivel mundial y nacional, y de adoptar un enfoque diferenciado para los países en desarrollo en función de la etapa de transformación estructural en que se encuentren.

* El documento se presentó en la fecha mencionada debido a demoras en su presentación.



I. Introducción

1. En el primer período de sesiones del Grupo Intergubernamental de Expertos en Financiación para el Desarrollo, celebrado en Ginebra (Suiza) los días 8 a 10 de noviembre de 2017, se decidió que el tema de su segundo período de sesiones, que se celebraría en Ginebra los días 7 a 9 de noviembre de 2018, debería ser el siguiente: “La deuda y la sostenibilidad de la deuda y cuestiones sistémicas interrelacionadas”. Las preguntas orientativas convenidas para el segundo período de sesiones del Grupo Intergubernamental de Expertos en Financiación para el Desarrollo son las siguientes¹:

a) ¿Cómo pueden mitigarse las vulnerabilidades de los países en desarrollo y prevenirse las crisis financieras y de deuda soberana en esos países?

b) ¿Cómo puede apalancarse la financiación soberana, tanto externa como interna, para favorecer el desarrollo sostenible en el futuro?

c) ¿Qué cambios institucionales y regulatorios y qué cambios en las políticas son necesarios en el plano internacional para asegurarse de que las estructuras de gobernanza económica mundial puedan apoyar en mejores condiciones el uso por los prestatarios y prestamistas de una financiación responsable de la deuda para favorecer el desarrollo sostenible?

d) ¿Cómo pueden mejorarse los marcos e instrumentos existentes para resolver las crisis de deuda soberana con eficacia, equidad y transparencia?

2. Este tema de debate guarda relación con los ámbitos de acción II.E y II.F de la Agenda de Acción de Addis Abeba. En el ámbito de acción II.E de la Agenda se reconoce que es necesario ayudar a los países en desarrollo a alcanzar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo “mediante políticas coordinadas que tengan por objeto fomentar la financiación, el alivio, la reestructuración y una gestión racional de la deuda, según proceda” (párrafo 94). En la Agenda se pide el fortalecimiento de instrumentos analíticos para evaluar la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y se resalta la necesidad de mejorar la disponibilidad de los datos públicos y las capacidades de gestión de la deuda pública para asegurar una correcta gestión de riesgos (párrafos 95 y 96), además de estrechar la cooperación entre los acreedores y los deudores, a fin de prevenir las crisis de deuda y resolverlas con eficacia cuando se manifiesten (párrafos 97 a 100). También se hace hincapié en la complejidad cada vez mayor de los contratos de deuda y los instrumentos de financiación en divisas diferentes (párrafos 100 y 101) y en la difícil situación en la que se encuentran los países en desarrollo que son vulnerables desde el punto de vista ambiental, pues la sostenibilidad de su deuda enfrenta dificultades importantes, dada la frecuencia de los desastres naturales (párrafo 102). En el ámbito de acción II.F de la Agenda se recuerda la importancia que se atribuye a la reforma de la gobernanza económica mundial contemplada en el Consenso de Monterrey de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo (2002), y se reconoce la necesidad de fortalecer la regulación financiera internacional y de reducir la volatilidad financiera y de los precios de los productos básicos (párrafos 104, 105, 107, 109 y 110). También se expresa el compromiso de “ampliar y potenciar la voz y la participación de los países en desarrollo en los procesos internacionales de adopción de decisiones y establecimiento de normas en materia económica y en la gobernanza económica mundial” (párrafo 106).

3. En la presente nota se ofrece un panorama general de las principales tendencias en la evolución más reciente de los indicadores mundiales de la deuda de los países en desarrollo y se recapitulan las principales dificultades y opciones de política en los planos nacional e internacional.

¹ TD/B/EFD/1/3, anexo I.

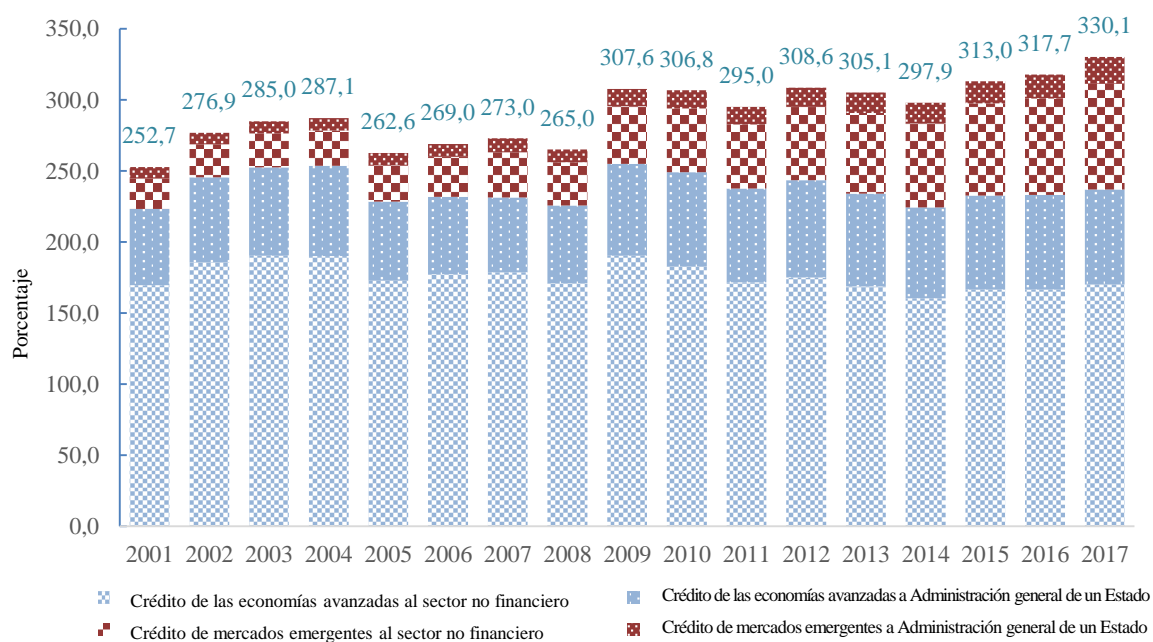
II. Las vulnerabilidades cada vez mayores que provoca la deuda en los países en desarrollo

A. El crecimiento mundial impulsado por la deuda y las crecientes fragilidades financieras

4. Transcurridos diez años desde la crisis financiera mundial, los niveles de la deuda mundial siguen registrando nuevos máximos históricos (véase el gráfico). El Instituto de Finanzas Internacionales estimó que, a fines de marzo de 2018, la cuantía de los *stocks* de deuda a nivel mundial había alcanzado los 247,2 billones de dólares, lo que supone un aumento desde los 168 billones de dólares registrados al inicio de la crisis financiera de 2007-2008 y casi 25 billones desde el año anterior². La UNCTAD estima que el ratio deuda mundial/producto interno bruto mundial (PIB) se ha elevado en casi un tercio con respecto a 2008, pues los *stocks* de deuda a nivel mundial más que triplican el valor del PIB mundial. La gran dependencia de la deuda para lograr una recuperación mundial más bien modesta pone en evidencia la persistencia de ciertas fragilidades en la dinámica del crecimiento mundial, a pesar de la profunda conmoción que supuso la crisis financiera. En un contexto de política económica donde la carga de la recuperación se ha desplazado, al adoptar los bancos centrales de las economías principales unas políticas monetarias sumamente acomodaticias, el crecimiento económico mundial se ha basado considerablemente en la facilidad para obtener financiación y en unas de expectativas de apreciación a corto plazo del valor de los activos.

Deuda mundial por componentes 2001-2017

(En porcentaje del producto interno bruto mundial)



Fuente: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD a partir de estadísticas del Banco de Pagos Internacionales; la deuda mundial se calcula como el crédito a los sectores no financieros de todos los sectores y el crédito al Estado a valores de mercado.

Nota: Economías avanzadas: Alemania, Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos de América, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y zona del euro. Economías

² Instituto de Finanzas Internacionales, 2018, base de datos Global Debt Monitor Data, julio; Bloomberg, 2018, Global debt topped \$247 trillion in the first quarter, IIF [Institute of International Finance] says, 10 de julio. Las estimaciones del Instituto sobre el *stock* mundial de deuda se basan en la deuda de los hogares, el sector no financiero, las empresas financieras y el sector público de 72 países.

de mercado emergentes: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chequia, Chile, China, Colombia, Federación de Rusia, Hong Kong (China), Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Polonia, República de Corea, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

5. Si bien el núcleo de la banca de la mayoría de las economías desarrolladas ha consolidado sus posiciones y se ha desapalancado, los vacíos legales han facilitado la reaparición de mercados financieros (de aseguradoras) “en la sombra” no regulados de contratos de permutas sobre impagos, con lo que ha aumentado considerablemente el peligro de que se manifiesten vulnerabilidades financieras en cascada en el caso de que se produzca un desplome de los mercados subyacentes³. En términos más generales, siguen en auge las tendencias a la financierización que hace diez años propiciaron el hundimiento financiero —la alta rentabilidad en los sectores financieros sobrepasaba la de los sectores de la economía real, la dependencia cada vez más pronunciada de las empresas no financieras de las actividades financieras para generar flujos de ingresos, la prevalencia de las estrategias de inversión a corto plazo (entre ellas, las fusiones y la recompra de acciones), así como un comportamiento de los consumidores muy condicionado por las burbujas de activos y la facilidad del acceso al crédito. Otro motivo de preocupación es el nítido incremento de la concentración del mercado observado por muchos en los sectores punteros no financieros (especialmente los de alta tecnología)⁴. En conjunto, esas tendencias, no solo son resultado de una mayor fragilidad financiera, sino también de la persistencia de presiones a la baja en la demanda, la renta y el empleo agregados y, por consiguiente, del lento crecimiento de la economía mundial.

6. La abundancia de crédito a buen precio ha favorecido el auge de los flujos transfronterizos de capital privado. Ese tipo de auges no lograron apoyar la formación de capital en los años noventa, y su volatilidad y su carácter procíclico —entradas de crédito a buen precio en los buenos tiempos y enormes y repentinas salidas de capital al primer atisbo de problemas— fueron unas las causas principales de las crisis financieras y monetarias en aquel momento, como la crisis financiera asiática de 1997. En el período posterior a la crisis no se ha observado ningún avance en la mejora de la gestión de los flujos de capital privado destinados a la inversión productiva a largo plazo y a favorecer el desarrollo. Hoy estos flujos transfronterizos de capital privado, no solo son, como mínimo, tan volátiles como en los años noventa, sino que su volumen es mucho mayor y los reflujos más pronunciados⁵. Esos reflujos —paralizaciones repentinas— son cada vez más resultado de factores externos y mundiales⁶, como las variaciones en la liquidez y el riesgo mundiales, el endurecimiento de las condiciones financieras y la apreciación del dólar, y no tanto de la singularidad de un país determinado. Una consecuencia importante es que la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo se ha visto afectada, por lo general, por los reflujos del capital privado, tanto si la voluntad de los gobiernos era perseguir o no la solidez de los fundamentos de la economía, como, por ejemplo, un nivel relativamente bajo de la deuda pública, un déficit presupuestario reducido, una tasa de inflación baja y unos elevados niveles de reservas.

7. Al mismo tiempo, se ha producido un cambio en la dinámica sectorial que ha provocado que las cargas de la deuda se hayan hinchado y la posibilidad de nuevas crisis de deuda. Hace diez años, la insostenibilidad de la deuda de los hogares en los Estados Unidos de América y el endeudamiento excesivo al que llegaron las entidades financieras

³ M. Greenberger, 2018, Too big to fail U.S. [United States] banks’ regulatory alchemy: Converting an obscure agency footnote into an “At Will” nullification of Dodd-Frank’s regulation of the multi-trillion dollar financial swaps market. Institute for New Economic Thinking Working Paper No. 74.

⁴ F. Diez, D. Leigh y S. Tambunlertchai, 2018, Global market power and its macroeconomic implications, International Monetary Fund Working Paper No.18/137; UNCTAD, 2017, *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2017: Un nuevo New Deal mundial como alternativa a la austeridad* (publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta: S.17.II.D.5, Nueva York y Ginebra).

⁵ B. Eichengreen, P. Gupta y O. Masetti, 2017, Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? World Bank Policy Research Working Paper 7972, B. Eichengreen y P. Gupta, 2016, Managing sudden stops, World Bank Policy Research Working Paper 7639.

⁶ E. Cerutti, S. Claessens y D. Puy, 2015, Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals, International Monetary Fund Working Paper No. 15/127.

provocaron el desastre. Aun cuando la deuda generada por el consumo de los hogares esté aumentando de nuevo en los Estados Unidos⁷, esta renovada expansión se ha visto atenuada por procesos incompletos de desapalancamiento de las cargas de la deuda acumulada antes de la crisis financiera mundial. En cambio, el principal motivo de preocupación es ahora el rápido aumento de la deuda de las empresas no financieras en los países desarrollados y las mayores economías emergentes, una situación en la que los mercados de bonos empresariales y los intermediarios no bancarios desempeñan un papel cada vez más importante. Según Standard and Poor Global, la deuda de las empresas no financieras ha crecido más rápidamente que el PIB nominal en los últimos diez años. A nivel mundial, más de un tercio de las empresas no financieras están fuertemente apalancadas, al registrar unos ratios de endeudamiento (relación entre deuda y ganancias) de 5 o más, frente apenas el 5% en 2007, mientras que desde 2008 se ha cuadruplicado el volumen de los bonos empresariales de carácter especulativo⁸. Los mercados de renta fija privada han acusado un crecimiento sumamente rápido en las grandes economías emergentes de Asia y América Latina; aunque entre un 20% y un 25% de los títulos de deuda emitidos por las empresas están expuestos a un creciente riesgo de impago, a pesar de que los tipos de interés sean relativamente bajos⁹.

B. Evolución y dinámica del aumento de la carga de la deuda de los países en desarrollo

8. Este frágil entorno financiero y económico supone un grave problema para la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo. Aunque el grueso de la deuda mundial aún está en manos de los países desarrollados, la deuda de los países emergentes y en desarrollo creció desde un nivel ligeramente inferior al 40% del PIB mundial en 2008 al 93,2% en 2017. En el caso de los países en desarrollo en su conjunto, la cuantía total de los *stocks* de deuda externa se calcula que se elevó a 7,64 billones dólares en 2017, lo que supone que creció por término medio a razón de un 8,5% anual entre 2008 y 2017, es decir, más del 80% en todo el período. En ese mismo período, el volumen total de la deuda externa aumentó de 155 billones de dólares a 293,4 billones en los países menos adelantados, lo que representa una tasa de crecimiento anual media del 7,4%. Las economías emergentes registraron una tasa media de crecimiento de su deuda externa ligeramente superior, esto es, de un 9,5%¹⁰.

9. En los países en desarrollo como conjunto, la deuda como porcentaje del PIB pasó del 21,8% en 2008 al 25,7% en 2017¹¹. Sin embargo, esta cifra agregada oculta unas tendencias más preocupantes en un número cada vez más numeroso de países en desarrollo. Según el Fondo Monetario Internacional, para 2017 los ratios de deuda en relación con el PIB habían aumentado hasta situarse en niveles superiores al 70% en un quinto de los países emergentes y de renta media y en niveles superiores al 60% en un quinto de los países en desarrollo de renta baja-media¹². Si se incluyen los pasivos implícitos, como las pensiones y el gasto en atención de la salud, estas cifras se elevan hasta el 112% en el caso de las economías emergentes y los países de renta media y al 80% en el de los países de renta baja, respectivamente¹³. Tomando como base el análisis del Fondo Monetario Internacional sobre la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo que cumplen los requisitos para acogerse a su Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la

⁷ Reuters, 2018, Mortgage, groupon and card debt: How the bottom half bolsters U.S. [United States] economy, 23 de julio.

⁸ Standard and Poor's Global, 2018, Global corporate leverage trends 2018, 5 de febrero.

⁹ S. Lund, J. Woetzel, E. Windhagen, R. Dobbs y D. Goldshtein, 2018, Rising corporate debt: Peril or promise? McKinsey Global Institute Discussion Paper.

¹⁰ Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base en línea International Debt Statistics 2018 del Banco Mundial.

¹¹ *Ibid.*

¹² En la lista del grupo de países menos adelantados de las Naciones Unidas y del grupo de países en desarrollo de renta baja del Fondo Monetario Internacional figuran prácticamente los mismos países, pero la principal diferencia es que Nigeria y Viet Nam están incluidos en la lista del Fondo.

¹³ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

Pobreza¹⁴, en estos momentos alrededor del 40% de los países en desarrollo de renta baja están obligados ahora a enfrentar una serie de importantes problemas que plantea la deuda, mientras que en 2013 eran solo el 21%. A mediados de 2018, el número de los países en desarrollo de renta baja con un elevado riesgo de sobreendeudamiento o ya sobreendeudados había crecido de 13 países en 2013 a 31 (24 en situación de alto riesgo y 7 sobreendeudados). Por categorías, 14 de ellos formaban parte del grupo de 34 países en desarrollo de renta baja que habían obtenido un alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados o de la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral¹⁵.

10. Una consecuencia inmediata del aumento de los ratios de endeudamiento es la mayor carga del servicio de la deuda, incluso en condiciones de financiación favorables. En cuanto al grupo de los países en desarrollo y en transición, se observa un aumento del ratio del servicio de la deuda en relación con las exportaciones, que pasó del 8,7% en 2011 —su punto más bajo desde el comienzo de la crisis financiera mundial— al 15,4% en 2016. En 2017, se redujo al 13,6%, debido en gran parte a la recuperación de los precios de algunos productos básicos desde mediados de 2016. En los países menos adelantados, ese ratio también experimentó un acusado incremento al pasar del 4,1% en 2008 a casi el 10% en 2017, y en el caso del África Subsahariana se triplicó con creces al aumentar desde el 3,8% registrado en 2011 al 12,9% en 2017. En las economías más pobres, el pago de intereses como un porcentaje de los ingresos del Estado se duplicó holgadamente al pasar del 5,7% en 2008 al 14% en 2017, y al 18,5% en el África Subsahariana, representando hasta el 30% de los ingresos tributarios de algunas economías de África Subsahariana. Esta cifra se está aproximando a los niveles de las cargas del servicio de la deuda observadas por última vez antes del inicio de las iniciativas de alivio de la deuda de principios de la primera década del siglo XXI¹⁶. Entre otros síntomas de estas dificultades figuran el peso cada vez más importante que está adquiriendo la deuda a corto plazo con respecto a la deuda a largo plazo en los volúmenes totales de deuda externa, junto con la importante desaceleración del crecimiento de las reservas internacionales.

11. Esta evolución supone un retroceso efectivo de los importantes logros conseguidos en la primera década del siglo XXI en la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo, cuando el promedio regional de los ratios de la deuda en relación con PIB se redujeron a niveles que oscilaron entre el 40% a menos del 20% en todo el mundo en desarrollo, junto con una importante disminución de los costos del servicio de la deuda. Además de las iniciativas de alivio de la deuda de los años noventa y la primera década del siglo XXI, la orientación de la política macroeconómica en favor del crecimiento y la gestión de la deuda pública repercutieron positivamente en el fortalecimiento de la sostenibilidad de la deuda externa de muchos países en desarrollo. Sin embargo, también fueron importantes, una serie de factores externos muy favorables, como los bajos costos del endeudamiento internacional y el auge de la demanda de exportaciones de los países en desarrollo, lo que ha permitido a muchos Estados reducir sus déficits tanto fiscal como exterior.

12. Este impulso alcista no perduró por razones bien conocidas por episodios anteriores con la deuda de los países en desarrollo y las dificultades financieras de los años ochenta y noventa del siglo pasado: la recesiones en las economías avanzadas —en este caso provocada por la crisis financiera mundial— y, de manera general, la atonía de la demanda agregada mundial, mermando la capacidad de los países en desarrollo para cumplir con el servicio de la deuda externa viva expresada en la principal divisa moneda internacional. Los flujos transfronterizos procíclicos de crédito internacional a buen precio provocan inestabilidad financiera en los países en desarrollo, tanto si están ya muy endeudados como si no; y para agravar aún más las cosas, hay que sumar la volatilidad de los mercados de

¹⁴ Véase la lista actual del Fondo Monetario Internacional de análisis de sostenibilidad de la deuda de países de renta baja que cumplen los requisitos para acceder al Fondo Fiduciario; puede consultarse en www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf (página consultada el 5 de julio de 2018).

¹⁵ Véase Fondo Monetario Internacional, 2018, *Macroeconomic developments and prospects in low-income developing countries*, International Monetary Fund Policy Paper.

¹⁶ Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base en línea International Debt Statistics 2018 del Banco Mundial.

productos básicos, afectados a su vez por las inestabilidades financieras, la especulación y la desaceleración de la economía.

13. La sostenibilidad de la deuda en los países en desarrollo que dependen de los productos básicos se ha visto gravemente afectada por el último desplome de los precios de los productos básicos desde 2011. El reciente aumento de los precios medios de los productos básicos, como consecuencia en gran medida del aumento sostenido del precio del combustible desde 2017, ha supuesto un cierto alivio; aunque los precios de los productos básicos se han mantenido por debajo de su nivel máximo de 2011. El denominador común más importante del aumento de la vulnerabilidad al endeudamiento en los países en desarrollo es el hecho de que los factores desencadenantes más habituales del sobreendeudamiento se han amplificado por la rápida integración de los austeros sistemas bancarios y financieros, tanto públicos como privados, de los países en desarrollo en unos mercados financieros internacionales volátiles y en gran medida no regulados. Ante la insuficiencia de los flujos de fondos públicos internacionales, que no están a la altura de los compromisos, y el limitado acceso a recursos en condiciones favorables¹⁷, los países en desarrollo han recurrido a los mercados financieros de los países desarrollados para conseguir más financiación, aunque en condiciones comerciales, y han abierto sus mercados financieros nacionales a los inversores no residentes. Asimismo, los países en desarrollo también han permitido a sus ciudadanos obtener préstamos e invertir en el extranjero.

14. Esta situación ha acarreado acusados cambios en la composición de la deuda de los países en desarrollo, como el aumento de su exposición al riesgo de mercado y el aumento sustancial de los riesgos de refinanciación, por ejemplo, en forma de períodos de vencimiento más breves. En el caso del conjunto de los países en desarrollo, la parte de la deuda externa pública y la deuda con garantías públicas contraídas con acreedores privados aumentó desde poco más del 40% en 2000 hasta superar con creces el 60% en 2017. La deuda en bonos, en contraposición a la deuda contraída con la banca, representa en la actualidad una parte considerable de la deuda pública y de la deuda garantizada por el Estado de los países en desarrollo, al haber pasado del 24% en 2000 al 43% en 2014¹⁸. Para 2016, el 46% del total de la deuda de los países en desarrollo de renta baja —el doble de 2007— se había financiado en condiciones no favorables a través de canales de endeudamiento exteriores con acreedores comerciales, modalidad que registró un crecimiento rápido desde unos niveles bajos¹⁹. Este incremento de la emisión de títulos de deuda soberana ha sido un factor determinante en el fuerte aumento de los costos del servicio de la deuda, pues los reflujos de capitales obligaron a que aumentase a niveles muy elevados la rentabilidad de las emisiones internacionales de títulos de deuda soberana de los países en desarrollo²⁰.

15. A lo largo de la primera década del siglo XXI se ha observado también un marcado desplazamiento de la deuda pública y la deuda garantizada por el Estado hacia la deuda privada no garantizada, cuyo peso en la deuda externa de los países en desarrollo aumentó del 28% a casi la mitad del total de su deuda externa entre 2000 y 2009. Este patrón de composición de la deuda, en un principio seguido por la cooperación Sur-Sur y las

¹⁷ La asistencia oficial para el desarrollo neta concedida por los miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) siguió siendo inferior a la meta de las Naciones Unidas de atribuir el 0,7% de la renta nacional bruta de los donantes, que en 2017 ascendió a 146.600 millones de dólares, esto es, una reducción en términos reales del 0,6% respecto a 2016. Asimismo, las entradas de asistencia oficial para el desarrollo en los países menos adelantados se han estancado en los últimos años. Véase, por ejemplo, OECD, 2018, *Development finance data*; puede consultarse en www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-data/ (página consultada el 5 de julio de 2018).

¹⁸ A/71/276.

¹⁹ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

²⁰ A modo de ejemplo, puede citarse el caso de Zambia, que emitió títulos por valor de 1.250 millones al 11,4% en 2015 en comparación con el 5,63% que ofertó en una emisión que realizó en 2012. Del mismo modo, Mozambique ofreció una rentabilidad del 16,26% en una emisión internacional de bonos en junio de 2016 cuando unos pocos años antes las rentabilidades ofrecidas fueron mucho menores.

economías de Asia Suroriental, se propagó al África Subsahariana, donde el peso de la deuda privada no garantizada respecto al total de la deuda externa a largo plazo se multiplicó por siete en los primeros 15 años del nuevo milenio, al pasar de 10.000 a 70.000 millones de dólares²¹. La deuda de las empresas no financieras en las economías de mercado emergentes supera en la actualidad los 30 billones de dólares, esto es, algo menos del 95% del PIB combinado, superando los niveles comparables de los mercados de los países desarrollados²². Los peligros que entrañan los altos niveles de deuda para las empresas son evidentes: salvo en el caso de China, donde los bonos empresariales están predominantemente en manos nacionales, es raro que las grandes empresas de los países en desarrollo logren cubrir adecuadamente su exposición a la deuda en moneda extranjera mediante activos en el extranjero. Por ello, sus pasivos están respaldados en última instancia por las reservas de divisas de la economía nacional. Cuando la deuda externa del sector privado llega a ser insostenible, los gobiernos a menudo no tienen más remedio que transferir el grueso de esta deuda a los balances de las cuentas públicas.

16. La parte sustancial de la deuda denominada en moneda extranjera de la deuda pública general (aproximadamente equivalente a un tercio de la deuda pública general en los países en desarrollo de mayor renta y dos tercios en los de renta baja)²³ supone que el riesgo cambiario puede agudizar la dificultad de la sostenibilidad de la deuda en todos los países en desarrollo.

17. Los gobiernos de los países en desarrollo han tratado de solucionar el problema del aumento de los costos del servicio de la deuda que entrañan las emisiones de títulos de deuda soberana en moneda internacional optando por la deuda interna en moneda local. Los datos del Banco de Pagos Internacionales sobre 65 países en desarrollo y emergentes ponen de manifiesto que el peso de los títulos de deuda interna respecto al total de títulos de deuda aumentó en torno al 56% en 2000 y al 87% en 2015. En el caso de un subconjunto de 21 países sobre los que se dispone de datos, las emisiones de deuda efectuadas por la administración central se decuplicaron con creces, ya que pasó de 518.300 millones en 2000 a 5,3 billones de dólares en 2015²⁴. Si bien los gobiernos pueden reducir su vulnerabilidad a la volatilidad de los tipos de cambio de esta manera, no es posible reducirla cuando los riesgos de exposición a repentinos reflujos de capitales son elevados si una gran parte de los títulos de deuda interna están en manos extranjeras. Además, para los países en desarrollo la sustitución de deuda pública externa por deuda interna a menudo implica operaciones con divisas para hacer frente a las asimetrías en los vencimientos; en cuanto tales, los países no están en condiciones de emitir títulos del Estado a largo plazo a un tipo de interés sostenible, pero, sin embargo, están obligados a estar en condiciones de pagar íntegramente o refinanciar las obligaciones de pago llegadas a vencimiento y las obligaciones a corto plazo.

18. En suma, en un entorno de globalización económica dominado en gran medida por unos mercados financieros internacionales no regulados y la sensibilidad selectiva de las grandes entidades financieras a las noticias diarias sobre la economía, es reducido el espacio en el que pueden maniobrar los países en desarrollo para adoptar políticas que les permitan favorecer estrategias de desarrollo a largo plazo. Por el contrario, es probable que se vean desbaratadas esas estrategias, tanto si se basan en la emisión internacional de títulos de deuda soberana o en los mercados internos de renta fija como en la deuda privada, por los reflujos del crédito internacional a buen precio como reacción a cambios en las variables de las políticas que escapan al control de los gobiernos de los países en desarrollo, así como por la consiguiente fuga de capitales. La carga de la deuda que parece razonable en condiciones favorables puede rápidamente pasar a ser insostenible y no solo porque los costos del servicio de la deuda en el caso de instrumentos de deuda en condiciones ordinarias pueden aumentar en un espacio de tiempo muy breve. Por ejemplo, cuando se

²¹ A/71/276.

²² J. Wheatley, 2018, Upturn in global debt to pile pressure on emerging markets, *Financial Times*, 11 de julio.

²³ International Monetary Fund, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

²⁴ Base de datos International Banking and Financial Statistics del Banco de Pagos Internacionales, 2016; A/71/276.

consolida una crisis de deuda provocada por el carácter procíclico de los flujos de capital privado procedentes de mercados financieros internacionales, la devaluación de la moneda para mejorar las perspectivas de las exportaciones hace que simultáneamente aumente el valor de la deuda denominada en moneda extranjera. En el caso de los exportadores de productos básicos, la necesidad de cumplir con las mayores exigencias que impone el servicio de la deuda también genera presiones para seguir produciendo, lo que potencialmente puede entrañar un agravamiento de los condicionantes que acarrea el exceso de oferta y un recrudecimiento de las presiones bajistas sobre los precios de los productos básicos.

La difícil situación de los países en desarrollo de renta media y los pequeños Estados insulares en desarrollo

19. La cada vez mayor vulnerabilidad de la deuda debido a la rápida integración financiera mundial y los ciclos recurrentes de inestabilidad financiera son típicos de los países en desarrollo, independientemente de cuál sea su renta media *per capita*. El desencadenamiento de las crisis monetarias y de deuda en la Argentina, Turquía y otros grandes países en desarrollo son un más que elocuente recordatorio de este fenómeno. Como se reconoce explícitamente en la Agenda, los países en desarrollo de renta media “aún se enfrentan a dificultades considerables para alcanzar el desarrollo sostenible” (párrafo 71). Las explicaciones son diversas y van desde factores estructurales que crean puntos de inflexión en el proceso de desarrollo²⁵, a consideraciones más generales, como los crecientes obstáculos a la continuidad de la diversificación económica en la actual coyuntura de volatilidad y lento crecimiento de la economía mundial, a lo que hay que sumar las mayores exigencias en términos de infraestructura y capacidades institucionales y políticas que tienen los países de renta media ante las crecientes necesidades de inversión para llevar adelante sus planes de industrialización tardía²⁶.

20. Al estancamiento estructural de las economías en desarrollo de renta media se suma, no solo la prolongada y larga atonía del crecimiento de la economía global, sino también el creciente apalancamiento y asimetría de los vencimientos que pone de manifiesto una integración desordenada de unas estructuras financieras y productivas en plena evolución, como las de estos países, en los mercados financieros internacionales. La ventaja de acceder a una gama más amplia de instrumentos de financiación y de deuda en los mercados internacionales de capitales puede verse contrarrestada por las limitaciones de capacidad para evaluar los riesgos de estos mercados y por el hecho de no reunir las condiciones para acogerse a las iniciativas de financiación en condiciones favorables y de alivio de la deuda. Esta exclusión, únicamente sobre la base de tener en cuenta estrictamente los umbrales de renta *per capita*, es olvidar que en esas economías siguen residiendo la mayoría de los pobres del mundo²⁷. Muchos pequeños Estados insulares en desarrollo, que son en su gran mayoría también países de renta media, enfrentan dificultades adicionales por su creciente y cada vez más habitual exposición a los desastres naturales. El volumen total de la deuda externa de esos Estados se duplicó con creces entre 2008 y 2017 y el promedio de sus ratios de deuda en relación con el PIB aumentó desde el 28,3% en 2008 al 58,2% en 2017, y en algunos casos fue muy superior al 100%. El ratio medio del servicio de la deuda en relación con las exportaciones acusó un considerablemente empeoramiento, al pasar del 8,6% en 2008 al 19,2% en 2017, mientras que el ratio de la deuda externa en relación con las exportaciones aumentó desde el 67,4% al 163,8% del PIB. Las finanzas públicas han seguido viéndose asfixiadas por el pesado costo del servicio de la deuda, que representó

²⁵ Entre esos puntos de inflexión figuran, por ejemplo, las presiones alcistas sobre los salarios reales, toda vez que el excedente de mano de obra barata de sectores tradicionales de la economía moderna es absorbido por los sectores manufactureros modernos y que los estrangulamientos en términos de habilidades hacen más difícil el ascenso por la escala tecnológica a partir de un punto determinado.

²⁶ UNCTAD, 2016, *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2016: la transformación estructural al servicio de un crecimiento inclusivo y sostenido* (publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta S.16.II.D.5, Nueva York y Ginebra). R. Doner y B. Schneider, 2016, *The middle-income trap: More politics than economics*. Massachusetts Institute of Technology Working Paper.

²⁷ World Bank, 2016, *Assisting middle-income countries in their quest to turn “billions to trillions”*, 25 de julio; puede consultarse en www.worldbank.org/en/news/feature/2016/10/25/assisting-middle-income-countries-in-their-quest-to-turn-billions-to-trillions (página consultada el 5 de julio de 2018).

el 16% de los ingresos del Estado en 2010, y que se duplicó holgadamente hasta elevarse al 40% en 2015²⁸. Aunque la comunidad internacional ha reconocido hasta cierto punto la necesidad de prestar una atención especial a la difícil situación de los pequeños Estados insulares en desarrollo que enfrentan dificultades financieras y de deuda recurrentes a raíz de su vulnerabilidad medioambiental, será preciso adoptar un enfoque multilateral más completo para hacer frente a la sistemática infrainversión en la adaptación al cambio climático a largo plazo —y una inadecuada dependencia de la movilización de los recursos internos y mecanismos de seguro de corto plazo.

III. Prevención de las crisis de deuda: opciones de políticas nacionales e internacionales

21. La financiación externa por medio de mecanismos de deuda es un elemento fundamental de toda estrategia de desarrollo cuando las estructuras productivas y financieras de un país en desarrollo adquieren paulatinamente mayor complejidad. Dado que la integración financiera mundial continúa a buen ritmo, el interrogante que tienen ante sí, tanto los responsables de las políticas de los países en desarrollo como la comunidad internacional, es el de cómo aprovechar el potencial de la financiación externa, en particular la deuda, para apoyar las estrategias nacionales de desarrollo y al mismo tiempo minimizar los riesgos que comporta el entorno incierto y volátil de la economía globalizada.

22. Hacer frente a los dilemas sobre políticas que plantean la vulnerabilidad de la deuda creciente de los países en desarrollo es aún más importante si cabe en vista de los problemas que plantea cumplir el calendario de la implementación de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Pese a las variaciones de las distintas estimaciones, hay unanimidad en convenir en que las necesidades de inversión en este capítulo se elevan a billones y no millones²⁹. Con todo, en el caso de algunos países en desarrollo, los recursos que actualmente se dedican al servicio de la deuda son varias veces superiores a la partida presupuestaria para las inversiones en los Objetivos de Desarrollo Sostenible³⁰.

23. El hecho de que los países en desarrollo han experimentado constantemente una transferencia neta negativa de sus recursos a los países en desarrollo en los últimos decenios pone de relieve la magnitud del problema. Una estimación parece indicar que, desde 1980, los países en desarrollo han sido proveedores netos de recursos del resto del mundo por un valor de aproximadamente 16,3 billones de dólares³¹. Las Naciones Unidas muy pronto recalcaron que la deuda externa desempeñaba un papel fundamental en esta dinámica de transferencias netas negativas de recursos de los países en desarrollo a los desarrollados y que la mayor dependencia para la refinanciación o financiación de esa deuda de los mercados financieros internacionales y no a través de canales multilaterales o bilaterales agudizaba el problema³². Estas preocupaciones han encontrado eco en estudios recientes en los que se incide en el drenaje de recursos de los países en desarrollo como consecuencia de los persistentes diferenciales negativos entre la tasa de rentabilidad de sus activos en el extranjero, en comparación con sus pasivos extranjeros, cuando en el caso de las economías desarrolladas los diferenciales son, por el contrario, positivos³³. Asimismo, cunde la inquietud sobre los flujos financieros ilícitos procedentes de países en desarrollo,

²⁸ Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la base en línea International Debt Statistics 2018 del Banco Mundial.

²⁹ G. Schmidt-Traub, 2015, Investment needs to achieve the sustainable development goals: Understanding the millions and trillions, Sustainable Development Solution Network Working Paper.

³⁰ Las estimaciones toman como referencia la base de datos Government Spending Watch, 2018 (www.governmentspendingwatch.org/spending-data; consultada el 5 de julio de 2018).

³¹ Global Financial Integrity, 2016, Financial flows and tax havens: Combining to limit the lives of billions of people, 5 de diciembre; puede consultarse en www.gfintegrity.org/report/financial-flows-and-tax-havens-combining-to-limit-the-lives-of-billions-of-people/ (página consultada el 5 de julio de 2018).

³² A/42/272-E/1987/72.

³³ Y. Akyüz, 2017, External balance sheets of emerging economies: Low yielding assets, high-yielding liabilities, The South Centre; Véase International Monetary Fund, 2018, External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions, Washington, D.C.

que se acumulan en el contexto de una producción internacional en rápida evolución y de unas cadenas de valor que no se rigen suficientemente por la cooperación internacional en materia de fiscalidad como para facilitar el control de los países en desarrollo de las rentas tributarias derivadas de su participación en la producción globalizada³⁴.

A. El escenario internacional: principales desafíos y opciones de la política económica

El sistema monetario y financiero internacional: fortalecer las características favorecedoras del desarrollo

24. Dado el carácter globalizado de muchos de los factores determinantes de la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo, es indispensable una reforma de las políticas a nivel de la gobernanza monetaria y financiera internacional. Las principales funciones del sistema monetario internacional son proporcionar la liquidez internacional necesaria para un crecimiento equilibrado de la productividad y el empleo en todas las economías y compaginar la coordinación internacional de las políticas con la necesidad de un espacio nacional de adopción de políticas.

25. En la actualidad, los países en desarrollo están obligados a mantener un acceso estable a la liquidez internacional, pero al mismo tiempo, la disponibilidad y las condiciones de esa liquidez quedan fuera de su control. Esta asimetría³⁵ en el actual sistema monetario internacional implica para los países en desarrollo tener que buscar financiación externa adicional —exponerlas a un mayor riesgo de crisis de balanza de pagos, mientras que la volatilidad del tipo de cambio tiene efectos adversos en el comercio exterior y las decisiones de inversión. En ausencia de una red integral de seguridad financiera mundial que actúe como mecanismo de protección de los países afectados por los cambios repentinos de las condiciones financieras y comerciales en la economía globalizada mundial, la carga del ajuste a los crecientes desequilibrios macroeconómicos recae en economías con déficit que se ven obligadas a adoptar planes de austeridad que constriñen el crecimiento y costosos sistemas de autoprotección consistentes en la una elevada acumulación de reservas de divisas.

26. Un sistema monetario internacional propicio al desarrollo permitiría evitar ese desperdicio de recursos y facilitar proactivamente la transformación estructural de los países en desarrollo si se establecen mecanismos que apoyen su acceso a largo plazo a la demanda externa y, por tanto, a mercados de exportación fiables, lo que les permitiría rembolsar la deuda externa, y si se alienta sistemáticamente a las economías con superávit y elevada productividad a reciclar sus superávits comerciales en los países con una productividad más baja. Ese reciclado adoptaría la forma de políticas expansivas a nivel nacional que permitan estimular la demanda interna de importaciones procedentes de economías con déficit y menor productividad, invertir en esas economías (en lugar de acumular reservas internacionales o de invertir su superávit en los mercados financieros internacionales) y otorgar préstamos a las economías de menor productividad en condiciones razonables o incluso favorables.

27. Si bien en el pasado se han presentado propuestas técnicas para transferir la carga del ajuste monetario internacional, al menos en parte, a las economías con superávit y alta productividad con objeto de estimular la demanda agregada mundial a más largo plazo³⁶, estas propuestas invariablemente nunca consiguen concitar totalmente el consenso multilateral sobre las políticas que es necesario para llevarlas a la práctica. Una medida correctiva más realista para, al menos, aliviar las actuales limitaciones a una mayor estabilidad de la liquidez internacional pone el foco en las reformas de la emisión y

³⁴ TD/B/EFD/1/2.

³⁵ J. A. Ocampo, 2017, *Resetting the International Monetary (Non)System*, United Nations University World Institute for Development Economics Research, Oxford University Press, Oxford y Helsinki.

³⁶ M. Amato y L. Fantacci, 2014, Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money, *Cambridge Journal of Economics*, 38(6):1431-1452; X. Zhou, 2009, Reform the international monetary system, People's Bank of China, 23 de marzo.

asignación de derechos especiales de giro a fin de poder proporcionar una mayor financiación internacional para el desarrollo. Las emisiones especiales de esos instrumentos de financiación a tal fin ayudarían a habilitar recursos en el país para destinarlos al desarrollo, mediante una reducción del nivel de sus reservas internacionales, y a facilitar el acceso a la financiación para el desarrollo en condiciones favorables y a un menor riesgo³⁷.

28. En cuanto a las reformas regulatorias para estabilizar los mercados financieros internacionales los progresos realizados solo se pueden calificar de tímidos. Ante la falta de acción internacional para lograr unas políticas más concertadas que permitan embridar la financierización, sería muy conveniente que los países en desarrollo consideren la posibilidad de adoptar medidas de control de capitales como mecanismo clave de la gestión de los flujos financieros y las cargas de la deuda externa respecto a los ciclos crediticios y financieros mundiales. Además, resultan imprescindibles políticas de gestión de la deuda proactivas para cerrar operaciones de financiación en condiciones favorables durante largos períodos de tiempo³⁸. Sin embargo, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales también repercute en la agenda internacional de la financiación para el desarrollo, muy especialmente en los instrumentos de financiación combinada. Es preciso que antes de su promoción generalizada haya unas normas más claras para el diseño de esos instrumentos de financiación a fin de evitar el riesgo de trasladar el cortoplacismo que impera en los mercados financieros internacionales no regulados al terreno de la financiación para el desarrollo, al surtir efectos perjudiciales directos en la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo. Esos impactos pueden paliarse con instrumentos de regulación para facilitar compromisos que obligue a reinvertir los rendimientos privados derivados de proyectos de financiación combinada en países en desarrollo. Entre otras vías para facilitar el acceso de los países en desarrollo a la financiación para el desarrollo y, por tanto, a una mayor carga de deuda sostenible figuran el de incluir el compromiso de los países desarrollados del cumplimiento sus obligaciones pendientes de pago de la asistencia oficial para el desarrollo y el de apoyar un importante aumento del capital de los bancos multilaterales de desarrollo. Asimismo, habría que prestar una mayor atención a la posibilidad de apoyar mecanismos regionales, como sistemas unitarios de compensación o acuerdos financieros conexos.

29. Los esfuerzos internacionales para hacer frente a la cada vez mayor preocupación que suscitan las cargas de deuda insostenible en el mundo en desarrollo se han venido centrando en la promoción de principios de derecho indicativo (*soft law*) para alentar la responsabilidad en las operaciones de concesión de crédito y endeudamiento soberanos³⁹. Los Principios sobre Otorgamiento y Toma Responsables de Préstamos Soberanos (2012) fueron pioneros en este sentido y siguen siendo el marco normativo más inclusivo del que se dispone para orientar las mejores prácticas en la concesión de crédito y endeudamiento soberanos, sobre la base de la aplicación de las normas y costumbres jurídicas internacionales instauradas, como la transparencia, la legitimidad, la imparcialidad, la buena fe y la sostenibilidad⁴⁰. Los Principios son el resultado de una amplia investigación jurídica y económica, así como un amplio proceso de consulta entre más de 70 Estados miembros, tanto acreedores como deudores, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la OCDE y el Club de París, entre otros. Además, los Principios figuran mencionados en la Agenda, celebrados en numerosas resoluciones de la Asamblea General de las Naciones Unidas y son un elemento fijo en el informe sobre el examen de la financiación para el desarrollo y su seguimiento del Equipo de Tareas Interinstitucional sobre la Financiación para el Desarrollo. Una serie reciente de iniciativas conexas, como las directrices operacionales sobre la financiación responsable del Grupo de los Veinte (2017)⁴¹, pone el foco en una serie de buenas prácticas y propuestas

³⁷ Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, 2012, *World Economic and Social Survey 2012: In Search of New Development Finance* (Estudio Económico y Social Mundial, 2012: En busca de nueva financiación para el desarrollo-Sinopsis) (publicación de las Naciones Unidas, número de venta: E.12.II. C1, Nueva York)

³⁸ Departamento de Asuntos Sociales y Económicos, 2018, *Navigating financial risks through macroprudential policies: Recent experiences of emerging economies*, Policy Brief No. 57. A/72/253.

⁴⁰ Para un análisis detallado de esos principios, véase J. P. Bohoslavsky y M. Goldmann, eds., 2016, *Special Edition on Sovereign Debt*, *The Yale Journal of International Law*, 42(2).

desde la perspectiva de la sostenibilidad de instrumentos y políticas de financiación de corte innovador y basadas en el mercado.

30. Con iniciativas de derecho indicativo como estas lo que se persigue es ampliar el consenso sobre lo que constituye un comportamiento responsable por parte de los prestamistas y los prestatarios, a fin de reducir las probabilidades de una crisis de deuda soberana, así como promover la responsabilidad compartida, un proceso más transparente y resultados más equitativos y eficientes de los procesos de resolución de crisis de deuda. Aunque, por definición, los principios del derecho indicativo no son jurídicamente vinculantes y dependen de la adhesión voluntaria, concitar un consenso amplio puede desempeñar un papel importante al allanar el camino hacia la convergencia regulatoria a nivel nacional e internacional y a la postre la reforma de marcos jurídicos de obligado cumplimiento. Existen métodos diferentes, aunque, en principio, complementarios, para fomentar la aplicación efectiva de los marcos normativos y guías de buenas prácticas. Estas podrían incorporarse ya en las cláusulas jurídicas elegidas para los contratos de títulos de deuda soberana; su difusión podría intensificarse mediante esfuerzos coordinados para facilitar y ampliar los mecanismos institucionales y regulatorios nacionales para su aplicación sistemática, y podrían ser tenidos en cuenta por los órganos jurisdiccionales —tribunales nacionales o tribunales de arbitraje— en sus propios actos y decisiones.

31. Por último, y en los casos en que la carga de la deuda resulta claramente insostenible debido a factores exógenos adversos (salidas de capitales, precios de los productos básicos o crisis medioambientales), habría que tomar en consideración la renovación de las iniciativas de alivio de la deuda para los países sumamente vulnerables. A tal fin, será preciso mejorar los criterios para determinar las condiciones para poder acogerse a ellas y las cuantías de la medida de alivio de la deuda más allá de las sencillas métricas basadas en los niveles del PIB *per capita*, así como el diseño de mecanismos para encauzar los beneficios derivados del alivio de la deuda hacia inversiones relacionadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Por ejemplo, los mecanismos de canje de deuda por capital con cláusula de contingencia, como la propuesta de canje por adaptación al cambio climático de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe o la determinación *ex-post* de las condiciones de concesionalidad, puede ayudar a garantizar la utilización eficiente de alivio de la deuda en los países beneficiarios.

Marcos para evaluar la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo

32. Las definiciones de lo que constituye una carga de la deuda sostenible tienen consecuencias directas para la formulación de políticas para abordar situaciones críticas. La definición convencional de sostenibilidad de la deuda se centra en la coherencia de un conjunto de variables macroeconómicas y de políticas con la estabilización de la deuda, es decir, con una situación en que no es necesaria su reestructuración ni grandes medidas de ajuste poco o nada plausibles⁴². Este enfoque se caracteriza por poner el foco en la dinámica de la deuda a corto plazo sobre la base de proyecciones a medio y largo plazo de resultados macroeconómicos que tienen consecuencias problemáticas en materia de políticas. Como a menudo se señala⁴³, no solo las proyecciones macroeconómicas a largo plazo adolecen de grandes errores de pronóstico, sino que el gran hincapié que se hace en variables a corto plazo de política económica, como el superávit fiscal primario, puede priorizar medidas autodestructivas de contracción fiscal que mermen las perspectivas de crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad de la deuda, al obligar a los países a reducir la inversión a largo plazo hasta unos niveles acordes con las obligaciones de pago a corto plazo de la deuda. El énfasis en priorizar a corto plazo las deudas contraídas con los acreedores por delante de la inversión para lograr objetivos de desarrollo a largo plazo hace que este enfoque convencional defina y evalúe la sostenibilidad de la deuda de una manera que entra en conflicto con el logro de los objetivos de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Así

⁴² International Monetary Fund, 2013, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 9 de mayo.

⁴³ U. Panizza, 2015, Debt sustainability in low-income countries: The grants versus loans debate in a world without crystal balls, Fondation pour les études et recherches sur le développement international Working Paper 120; O. Blanchard, 1990, Suggestions for a new set of fiscal indicators, OECD Economics Department Working Paper No. 79.

pues, se debe considerar la posibilidad de otros marcos alternativos que definan la sostenibilidad de la deuda en relación con los objetivos de desarrollo a largo plazo y que hagan contrapartidas entre la carga de la deuda y el espacio fiscal supeditadas a consideraciones explícitas de política económica, como la necesidad de que los países en desarrollo asignen una parte cada vez mayor de sus recursos a los fines de la Agenda 2030.

B. Desafíos y opciones de la política económica nacional

33. Dado que la carga de la deuda en todos los países en desarrollo ha alcanzado niveles críticos, la gestión de la deuda interna está adquiriendo una especial importancia. En este sentido, se ha prestado una gran atención a los instrumentos de deuda que ayudan a mitigar los choques exógenos en las economías en desarrollo, como los instrumentos de deuda contingente del Estado⁴⁴. Estos son instrumentos financieros cuya liquidación están vinculada por contrato con una variable estatal (como el PIB, inflación o los precios de los productos básicos) o a un evento desencadenante como, por ejemplo, un desastre natural o una epidemia sanitaria. Los instrumentos de deuda contingente del Estado, que están pensados para la mejorar la gestión de la deuda, al vincular su servicio a la capacidad para reembolsarla en función de una serie de variables, pueden ayudar a suponer un alivio a los problemas de liquidez en momentos de tensión en los mercados financieros internacionales, así como reducir la probabilidad de una costosa reestructuración de la deuda al proporcionar un mecanismo automático de ajuste. A pesar de esas potenciales ventajas, hasta ahora su adopción se ha limitado a unos pocos casos de emisiones de bonos sobre catástrofes y bonos relacionados con el cambio climático⁴⁵. El principal desafío para los instrumentos de deuda contingente del Estado es ganarse la confianza de los inversores en esos instrumentos. El aumento de las primas de riesgo relacionadas con el riesgo moral, su novedad y la calidad de los datos y la transparencia han obligado a los participantes en el mercado a tomar sus distancias, por lo que los mercados de esos instrumentos tienen muy poca liquidez o son inexistentes. La experiencia actual indica la importancia de la participación activa de los bancos multilaterales de desarrollo y de los países donantes para crear las condiciones necesarias para favorecer una adopción más sistemática de ese tipo de instrumentos.

34. Si bien el desarrollo de los mercados de bonos nacionales es una parte importante de la evolución de las capacidades de gestión de la deuda interna, la sustitución el endeudamiento externo por el interno no es una panacea para esquivar las vulnerabilidades crecientes de la deuda creciente, sino que comporta una serie de riesgos propios (véase la sección II *supra*). En términos más generales, los esfuerzos concertados de profundización del sistema bancario y financiero local son, en efecto, un mecanismo fundamental para apoyar la movilización de recursos internos y el desarrollo del sector privado, en particular cuando las políticas van dirigidas a promover la concesión de financiación a largo plazo a los sectores dinámicos de la economía. Reviste una especial importancia la coordinación estratégica de la política monetaria y fiscal para crear condiciones compatibles con una fuerte inversión interna, una dinámica de estabilidad del tipo de cambio y la sostenibilidad de la deuda externa durante largos períodos de tiempo. En cuanto a la política monetaria, es fundamental tener en cuenta toda la gama disponible de instrumentos de política económica, como los controles de capitales, así como medidas macroprudenciales para facilitar la gestión simultánea de los precios, el tipo de cambio y la estabilidad financiera. En el caso de la política fiscal, la mejora de la recaudación tributaria y la lucha contra los flujos financieros ilícitos son elementos esenciales de la política económica nacional⁴⁶. Las mejoras en la movilización de los recursos nacionales, a su vez, puede ayudar a proporcionar un espacio fiscal para financiar inversiones relacionadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible sin mermar la sostenibilidad de la deuda.

⁴⁴ Por ejemplo, International Monetary Fund, 2017, State-contingent debt instruments for sovereigns, International Monetary Fund Policy Paper.

⁴⁵ UNCTAD, 2017, Environmental vulnerability and debt sustainability in the Caribbean: Do we have enough tools to address catastrophic risk? Policy Brief No. 62.

⁴⁶ Véase TD/B/EDF/1/2.

35. Por último, se debe estudiar detenidamente la creación de capacidad y la inversión en el ámbito de la gestión de la calidad de los datos y la transparencia. La mejora de la disponibilidad y la calidad de los datos sobre la deuda es indispensable para el diseño de políticas apropiadas de sostenibilidad de la deuda, tanto a nivel nacional o internacional, máxime cuando no cesa de aumentar la complejidad de los instrumentos de deuda y la necesidad de fortalecer las capacidades de gestión de los riesgos operacionales. En la actualidad, la cobertura de la deuda externa del sector público en muchos países en desarrollo sigue siendo incompleta, por lo que los mecanismos y marcos de consignación de datos, presentación de informes y supervisión tienden a ser débiles, tanto en el caso de la deuda interna (incluida la deuda de las entidades subnacionales) como de la deuda privada. Es motivo de especial preocupación la acumulación de deuda (oculta) no consignada resultante de la insuficiente vigilancia y presentación de datos sobre pasivos contingentes externos generados por las garantías del Estado, por ejemplo en el contexto de las operaciones en régimen de asociación pública —privada, así como sobre los pasivos externos emitidos por empresas privadas nacionales a través de la creación de sociedades con sede en paraísos fiscales o que no figuran en su balance. Sería preciso seguir fortaleciendo los actuales esfuerzos de la comunidad internacional para ayudar a los países en desarrollo a instaurar un sistema mejorado de gestión de la deuda interna —entre ellos los del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y los dos proveedores mundiales de sistemas informáticos de consignación y gestión y análisis de la deuda, a saber: el de la Secretaría del Commonwealth y el Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda de la UNCTAD.

IV. Resolución de las crisis de deuda: mejora de los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana

36. En vista del crecimiento de los casos de sobreendeudamiento e impago de la deuda en los países en desarrollo, los inveterados debates sobre las mejoras necesarias de los mecanismos vigentes de reestructuración de la deuda soberana resultan nuevamente urgentes. Los procedimientos vigentes para hacer frente a la resolución de las crisis de deuda soberana son fragmentarios y lentos, suelen acabar con un reparto injusto de la carga y entrañan unos elevados costos económicos, sociales y políticos para el deudor soberano⁴⁷. Los incentivos tanto para los deudores como para los acreedores son tales que es primordial retrasar toda declaración oficial de insolvencia en lugar de una de iliquidez, pues los Estados deudores son reacios a declararse insolventes por temor a desencadenar una crisis financiera interna. Los acreedores que se muestran cooperativos lo hacen porque tienen interés en evitar esos estragos para conservar el valor de mercado de sus activos. El resultado colectivo subóptimo es cuando puede afirmarse de él que es “demasiado poco y demasiado tarde”. Es importante señalar que, una vez que se pone en marcha la reestructuración de la deuda soberana, el deudor ha de negociar por separado con distintos tipos de acreedores (bilaterales, multilaterales y privados) distintos tipos de contratos de deuda.

37. Una importante vía de reforma ha priorizado las mejoras en los mecanismos de mercado ya existentes para la reestructuración de la deuda soberana, en particular en el caso de los títulos de deuda soberana en manos privadas. Además de los instrumentos de deuda contingente del Estado, este debate se ha centrado principalmente en una mayor y más compleja utilización de las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de títulos de deuda soberana. Estas cláusulas se incluyen en el contrato original que permiten una reestructuración de la deuda para vincular a todos los acreedores, siempre y cuando el acuerdo negociado contempla un nivel mínimo de apoyo especificado previamente en una cláusula del contrato. Entre otras propuestas que pueden entenderse como soluciones de mercado figuran las iniciativas para aclarar la cláusula *pari passu* (igualdad de trato) que se

⁴⁷ UNCTAD, 2015, *Informe sobre comercio y desarrollo 2015: Hacia una arquitectura financiera internacional al servicio del desarrollo* (Publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta S.15.II.D.2, Nueva York y Ginebra).

invocó en el contexto del litigio de la Argentina mantenido en los tribunales de los Estados Unidos hasta 2016.

38. Esos enfoques basados en el mercado tienen la ventaja de ser voluntarios, de poder ser negociados antes de cualquier crisis y de permitir una reforma gradual, lo que puede ser útil para propiciar la estabilidad del mercado y reducir la incertidumbre. Si bien esta vía de reforma tiene por objeto mejorar las negociaciones de reestructuración de deudas de carácter privado, su alcance se limita a los títulos de deuda y no se aplica retroactivamente a los títulos de deuda emitidos anteriormente ni aborda los problemas de un posible fracaso de las negociaciones. Así pues, las propuestas para reformar las cláusulas de acción colectiva y abordar la cláusula *pari passu* han tenido poco éxito a la hora de limitar el papel de los tenedores de títulos de deuda que se niegan a participar en el proceso de reestructuración de una deuda (los acreedores “*hold-outs*”) y de los acreedores que se especializan en instrumentos de deuda morosa. Si bien, en este último particular, se han logrado algunos avances en iniciativas legislativas nacionales, no se han realizado en las legislaciones básicas por las que se rigen por lo general los contratos de emisión de títulos de deuda importantes.

39. Habida cuenta de esos inconvenientes, se ha vuelto a prestar atención a enfoques más sistemáticos para reformar los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana en el plano multilateral. Desde el inicio de las primeras grandes crisis de la deuda en los países en desarrollo a finales del decenio de 1970 y principios del decenio de 1980⁴⁸, la UNCTAD ha sostenido que los procedimientos de reestructuración ordenada de la deuda soberana deberían cumplir dos objetivos: a) ayudar a prevenir el colapso financiero de los países que tienen dificultades para cumplir con sus obligaciones externas; y b) proporcionar mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de una deuda cuyo servicio no puede atenderse con arreglo a lo estipulado en el contrato original. Estos objetivos no exigen procedimientos internacionales de quiebra plenamente desarrollados, como los propuestos por el Fondo Monetario Internacional a principios de la primera década de 2000. Un marco multilateral para la reestructuración de la deuda soberana puede empezar por algunas características básicas:

a) Una moratoria temporal de la deuda pública y privada o de ambas declarada unilateralmente por el país deudor y sancionada por una comisión independiente para evitar conflictos de interés;

b) Las moratorias deberían ir acompañadas de controles de cambio, incluida la suspensión de la convertibilidad de los depósitos en moneda extranjera y de otros activos de residentes y de no residentes;

c) Debería contemplarse la posibilidad de la obtención de crédito por parte del deudor en el marco de un procedimiento concursal, reconociendo automáticamente la condición de deuda senior a la contraída tras la imposición de una moratoria, así como la concesión de préstamos para pagos atrasados a fin de financiar importaciones y otras transacciones vitales de cuenta corriente;

d) La reestructuración de la deuda, incluso su refinanciación y las condonaciones, debe llevarse a cabo sobre la base de negociaciones entre deudores y acreedores.

40. Los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana (2015), que figuran en la resolución 69/319 de la Asamblea General, son la más reciente propuesta para un marco más completo sobre los principios que deben guiar esas negociaciones y se basa en las orientaciones proporcionadas por la UNCTAD en su publicación, *Sovereign Debt Workouts: Going Forward: Roadmap and Guide*, de 2015, relativa a una hoja de ruta y una guía sobre la renegociación de deuda soberana. Su funcionamiento se rige por cinco principios jurídicos generales —legitimidad, imparcialidad, transparencia, buena fe y sostenibilidad— que proporcionan un marco

⁴⁸ En 1977, la UNCTAD pidió que se enunciasen principios explícitos para el reescalamiento de la deuda y en 1980 su órgano rector refrendó las características detalladas de las futuras operaciones relacionadas con los problemas de la deuda de los países en desarrollo interesados.

jurídico interpretativo que guíe los pasos para que el procedimiento de renegociación de la deuda soberana sea más justo y eficiente, y que contemple todas las etapas: desde la decisión de reestructurar hasta la preparación de las negociaciones, las negociaciones propiamente dichas y las cuestiones posteriores a la reestructuración.

41. El Fondo Monetario Internacional ha adoptado recientemente unas nuevas disposiciones relativas a la financiación al deudor sin desapoderamiento y la concesión de préstamos a países con atrasos que faciliten una migración ordenada la renegociación de la deuda soberana. Sin embargo, los avances hacia la adopción e implantación de un marco multilateral consensuado para la reestructuración de la deuda soberana siguen siendo lentos. Esta situación obedece a los conflictos de intereses y la consiguiente falta de consenso político, así como a problemas de incoherencias jurídicas, las ambiciosas exigencias para una reforma institucional y, por tanto, saca a relucir la necesidad de perfeccionar las propuestas concretas de mecanismos institucionales que puedan en principio mejorar la supervisión, la coordinación y el apoyo técnico en los procesos de reestructuración y la gobernanza de la deuda soberana. Es importante señalar que los enfoques multilaterales basados en el mercado, el derecho indicativo, formales y multilaterales para la reestructuración de la deuda soberana deben considerarse complementarios y no mutuamente excluyentes, con el fin de responder de la manera más eficaz posible al aumento de los casos de crisis de deuda soberana y reducir al mínimo sus efectos en la implementación de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible.

V. Conclusiones

42. No cabe duda de que el aumento de la deuda y la vulnerabilidad financiera en el mundo en desarrollo se están erigiendo rápidamente en un enorme obstáculo para el desarrollo sostenible, en general, así como para la implementación de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, en particular. La mejora de la deuda y el deterioro financiero exige abordar sus causas. Las políticas y medidas regulatorias que contribuyan a reducir la volatilidad de los flujos de capitales internacionales y a garantizar que la financiación externa pueda canalizarse de manera fiable a la inversión productiva a largo plazo y proyectos de desarrollo son de primordial importancia.

43. El debate sobre políticas y el análisis de la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo exige adoptar un enfoque holístico de la reforma en los planos internacional, regional y nacional. En última instancia, la atención debe focalizarse en las condiciones de todos los niveles que sean compatibles con dos objetivos principales: en primer lugar, promover en el corto plazo el retorno a una situación de transferencias netas de recursos positivas desde los países desarrollados a los países en desarrollo, y, en segundo lugar, velar por que, a largo plazo, los países en desarrollo puedan crear la capacidad productiva y exportadora necesaria para reducir su dependencia de la financiación externa y puedan respaldar su propio proceso de desarrollo. La dificultad de esta tarea estriba en que es preciso, no solo estudiar y examinar una amplia gama de opciones de política, sino también lograr un cuidadoso equilibrio entre los espacios nacionales para la adopción de políticas para dar solución los a problemas de deuda y la regulación internacional de apoyo a la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo.



Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

Distr. general
23 de octubre de 2018
Español
Original: inglés

Junta de Comercio y Desarrollo
Grupo Intergubernamental de Expertos
en Financiación para el Desarrollo
Segundo período de sesiones
Ginebra, 7 a 9 de noviembre de 2018
Tema 3 del programa provisional

Financiación para el desarrollo: la deuda y la sostenibilidad de la deuda y cuestiones sistémicas interrelacionadas

Nota de la secretaría de la UNCTAD

Corrección

Párrafo 29, línea 17

Donde dice directrices operacionales sobre la financiación responsable *debe decir* directrices operacionales sobre la financiación sostenible

Nota 41, página 12

La nota *debe decir*:

Véase www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing (consultado el 5 de julio de 2018).





Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

Distr. general
26 de octubre de 2018
Español
Original: inglés

Junta de Comercio y Desarrollo
Grupo Intergubernamental de Expertos
en Financiación para el Desarrollo
Segundo período de sesiones
Ginebra, 7 a 9 de noviembre de 2018
Tema 3 del programa provisional

Financiación para el desarrollo: la deuda y la sostenibilidad de la deuda y cuestiones sistémicas interrelacionadas

Nota de la secretaría de la UNCTAD

Corrección

Página 10, párrafo 23, línea 2

Donde dice países en desarrollo *debe decir* países desarrollados

Página 14, párrafo 33, línea 6

[No se aplica al texto en español]

Nota 46, página 14

La nota *debe decir*:

Véase TD/B/EFD/1/2.

