



PNUD LAC C19 PDS N°. 23

¿Necesitamos repensar la política de deuda en Latinoamérica?

Por Federico Sturzenegger^{1*}
Universidad de San Andrés

Noviembre 2020

Resumen

La crisis del COVID generó preocupación por la sustentabilidad de la deuda tanto a nivel global como en Latinoamérica motivando una serie de propuestas: moratoria en los pagos, la emisión de deuda contingente o la recompra de deuda entre otras. En este trabajo argumentamos que, más allá de algún caso puntual, Latinoamérica no tenía un problema evidente de sustentabilidad de la deuda entrando en la crisis, y que tampoco lo tendrá saliendo de ella, un resultado consistente con un mercado de deuda que se ha mantenido abierto. En este contexto revisamos las recomendaciones propuestas este año, y concluimos, que independientemente de mejoras posibles, el sistema contractual que hoy rige la emisión de deuda soberana luce apropiado para lidiar con los desafíos del shock. De hecho revisando las reestructuraciones de Argentina y Ecuador se concluye que reestructuraciones grandes son posibles, aunque también encontramos que las mismas generaron más costos que beneficios, sobre todo en el caso de Argentina.

^{1*} Quiero agradecer a Augusto de la Torre por útiles aportes respecto de la reestructuración de Ecuador, Daniel Artana, Mauricio Cardenas, Santiago Levy, Marcela Melendez y Andrés Neumeyer por comentarios muy útiles y Marcela Melendez y Luis Felipe López Calva por sugerirme realizar este trabajo. Agradezco a Santiago Mosquera por excelente asistencia de investigación. Todos los errores son míos. Los casos incluyen Argentina en 2001, Ecuador en 2001 y 2008, Uruguay en 2001, República Dominicana en 2005, Belice en 2006 y 2012, Jamaica en 2010 y 2013, St Kitts y Nevis en 2011 y Granada en 2004. Ver Sturzenegger y Zettelmeyer (2006) para los primeros cuatro casos, y IMF (2013) Jahan (2013), Das *et al.* (2012) para los otros 6 casos. Ver Feibelman (2017) para la reestructuración de Ecuador en 2008.



PNUD América Latina y el Caribe

#COVID19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



PNUD LAC C19 PDS N°. 1

Un marco conceptual para analizar el impacto económico del COVID-19 y sus repercusiones en las políticas

Por Constantino Hevia y Andy Neumeyer

PNUD LAC C19 PDS N°. 2

Sugerencias para la Emergencia

Por Santiago Levy

PNUD LAC C19 PDS N°. 3

El impacto económico del COVID-19 en Venezuela: la urgencia del financiamiento externo

Por Daniel Barráez y Ana María Chirinos-Leañez

PNUD LAC C19 PDS N°. 4

Impacto socioeconómico del COVID-19 y opciones de política en Honduras

Por Andrés Ham

PNUD LAC C19 PDS N°. 5

COVID-19 y el shock externo: Impactos económicos y opciones de política en el Perú

Por Miguel Jaramillo y Hugo Ñopo

PNUD LAC C19 PDS N°. 6

Impacto Social y Económico de la COVID-19 y opciones de políticas en Argentina

Por María Laura Alzúa y Paula Gosis

PNUD LAC C19 PDS N°. 7

La cooperación financiera internacional frente a la crisis económica latinoamericana

Por José Antonio Ocampo

PNUD LAC C19 PDS N°. 8

COVID-19 y la protección social de las personas pobres y los grupos vulnerables en América Latina: un marco conceptual

Por Nora Lustig y Mariano Tommasi

PNUD LAC C19 PDS N°. 9

Impacto social y económico de COVID-19 y opciones de políticas públicas en Jamaica

Por Manuel Mera

PNUD LAC C19 PDS N°. 10

Impacto Social y Económico de la COVID-19 y opciones de políticas en Uruguay

Por Alfonso Capurro, Germán Deagosto, Federico Ferro, Sebastián Ithurralde y Gabriel Oddone

PNUD LAC C19 PDS N°. 11

El coronavirus en Colombia: vulnerabilidad y opciones de política

Por Andrés Álvarez, Diana León, María Medellín, Andrés Zambrano y Hernando Zuleta

PNUD LAC C19 PDS N°. 12

COVID-19 y vulnerabilidad: una mirada desde la pobreza multidimensional en El Salvador

Por Rodrigo Barraza, Rafael Barrientos, Xenia Díaz, Rafael Pleitez y Víctor Tablas



PNUD América Latina y el Caribe

#COVID19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



PNUD LAC C19 PDS N°. 13

Desafíos de desarrollo ante la COVID-19 en México. Panorama socioeconómico

Oficina del PNUD en México

PNUD LAC C19 PDS N°. 14 A

Lecciones del COVID-19 para una agenda de sostenibilidad en América Latina & Caribe

Por Diana Carolina León y Juan Camilo Cárdenas

PNUD LAC C19 PDS N°. 14 B

Latinoamérica y el Caribe: Riqueza natural y degradación ambiental en siglo XXI

Por Diana Carolina León y Juan Camilo Cárdenas

PNUD LAC C19 PDS N°. 15

Impacto económico y social del COVID-19 y opciones de política en la República Dominicana

Por Sócrates Barinas y Mariana Viollaz

PNUD LAC C19 PDS N°. 16

Nota técnica de Las Bahamas: Impacto del COVID-19 y opciones de políticas públicas

Por Manuel Mera

PNUD LAC C19 PDS N°. 17

Impulsando la recuperación socioeconómica en Paraguay – Estrategias de reactivación frente al COVID-19

Oficina del PNUD en Paraguay

PNUD LAC C19 PDS N°. 18

El Coronavirus y los retos para el trabajo de las mujeres en América Latina

Diana Gutiérrez, Guillermina Martín, Hugo Ñopo

PNUD LAC C19 PDS N°. 20

Desafíos de la pandemia de COVID-19 en la salud de la mujer, de la niñez y de la adolescencia en América Latina y el Caribe

Por Arachu Castro

PNUD LAC C19 PDS N°. 19

COVID-19 y educación primaria y secundaria: repercusiones de la crisis e implicaciones de política pública para América Latina y el Caribe

Por Sandra García Jaramillo

PNUD LAC C19 PDS N°. 21

Planeando una recuperación sostenible para la pospandemia en América Latina y el Caribe

Por Mauricio Cárdenas and Juan José Guzmán Ayala

PNUD LAC C19 PDS N°. 22

COVID-19 en Bolivia: En la senda de la recuperación del desarrollo

Oficina de PNUD Bolivia

PNUD LAC C19 PDS No. 23

¿Necesitamos repensar la política de deuda en Latinoamérica?

Por Federico Sturzenegger



PNUD América Latina y el Caribe
#COVID19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



Aviso Legal:

¿Necesitamos repensar la política de deuda en Latinoamérica?

El PNUD forja alianzas con todos los niveles de la sociedad para ayudar a construir naciones que puedan resistir las crisis; promueve y sostiene un tipo de crecimiento que mejora la calidad de vida de todos. Presentes sobre el terreno en unos 170 países y territorios, ofrecemos una perspectiva global y un conocimiento local al servicio de las personas y las naciones.

Copyright © PNUD 2020 Todos los derechos reservados. Producido en EE.UU. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
One United Nations Plaza, Nueva York, NY 10017, Estados Unidos

Los puntos de vista, las designaciones y las recomendaciones presentadas en este informe no reflejan necesariamente la postura oficial del PNUD.



Introducción a la serie:

Evidencia, experiencia, y pertinencia en busca de alternativas de política eficaces

La pandemia del COVID-19 es uno de los desafíos más serios que ha enfrentado la humanidad en tiempos recientes. Todavía se desconoce lo que podrá ser su costo total en vidas humanas. De manera simultánea a la pérdida de vidas y a la profunda crisis de salud, el mundo está siendo testigo de un colapso económico que impactará de manera severa el bienestar de grandes segmentos de la población durante los próximos años. Algunas de las medidas que se están tomando para contrarrestar la pandemia afectarán nuestras vidas en el futuro de manera no trivial. Entender la relación entre los diferentes elementos del problema para ampliar el espacio de la política con una comprensión completa de los efectos sociales y económicos que las medidas que se adopten pueden traer consigo, es el propósito de esta serie.

Hasta el momento, la imposibilidad de utilizar el aislamiento selectivo con las personas y grupos contagiados ha llevado a la aplicación de medidas de distanciamiento social que están imponiendo un costo económico y social excesivamente desproporcionado en todo el mundo. La combinación de políticas como el distanciamiento social, el confinamiento y las cuarentenas implican una reducción, cuando no una parada total, de las actividades de producción y consumo por un periodo de tiempo incierto, que desploma los mercados y puede llevar al cierre de empresas, llevando al desempleo a millones de trabajadores. El trabajo, factor esencial de la producción, está en cuarentena en la mayoría de los sectores de la economía. Las fronteras se han cerrado, y las cadenas globales de valor se han interrumpido. La mayoría de las estimaciones muestran una contracción del producto global. En la región de América Latina y el Caribe, las predicciones muestran un consenso alrededor del -3% o -4%, y se espera que solo en 2022 la región recupere los niveles de actividad previos a la crisis, en escenarios que prevén una crisis en forma de “U”. Según la CEPAL, más de 30 millones de personas podrían caer en la pobreza si no se ponen en marcha políticas activas para proteger o sustituir el ingreso de los grupos vulnerables.

Enfrentamos una crisis que exige respuestas no convencionales. Nos preocupa el efecto nivel: el impacto de la crisis sobre el tamaño de las economías y su capacidad para recuperar el crecimiento tras el choque. Pero nos preocupa igualmente su impacto distributivo. La crisis interactúa con la heterogeneidad preexistente en tenencia de activos, capacidad de generación de ingresos, condiciones de trabajo,

acceso a servicios públicos y muchos otros aspectos que hacen que algunos individuos y hogares sean particularmente vulnerables a una parálisis de la economía como ésta. Las personas que dependen de los mercados informales, los micro y pequeños empresarios, las mujeres en situación de empleo precario, los grupos históricamente excluidos, como los pueblos indígenas y los afrodescendientes, deben estar al centro de la respuesta de política.

Como agencia de desarrollo de las Naciones Unidas, el PNUD tiene una larga tradición de acompañar el diseño, la implementación, el monitoreo y la evaluación de la política pública. Tiene el mandato de responder a circunstancias cambiantes, desplegando su capacidad para apoyar a nuestros estados miembros en la búsqueda de soluciones integrales a problemas complejos. Esta serie busca aprovechar la experiencia y conocimientos del PNUD a nivel global y la experticia y capacidad de nuestra red de centros de investigación e instituciones académicas aliadas de América Latina y el Caribe. Es un intento por promover una reflexión colectiva sobre la respuesta a la crisis de salud del COVID-19 y sus efectos económicos y sociales sobre nuestras sociedades. Es necesario pensar rápido. Las soluciones basadas en evidencia, la experiencia y la intuición política razonada –con origen en una larga historia de experiencia en política– son esenciales para guiar este esfuerzo. Esta serie contribuye, además, al enfoque integral establecido por la reforma de la ONU y aspira a ser un insumo importante para la respuesta coherente del sistema de desarrollo de las Naciones Unidas a los niveles global, regional y nacional.

Ben Bernanke, antiguo gobernador de la Reserva Federal de los Estados Unidos, nos recuerda en su libro *El valor de actuar* que durante las crisis las personas se distinguen entre quienes actúan y quienes temen actuar. Esperamos que estos documentos de política contribuyan al debate público con la entrega de propuestas oportunas y sólidas para apoyar a todos aquellos que están tomando decisiones con el fin de proteger a los más vulnerables de nuestra región.

Luis F. Lopez-Calva

Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo

Director Regional, América Latina y el Caribe

Nueva York, marzo 2020



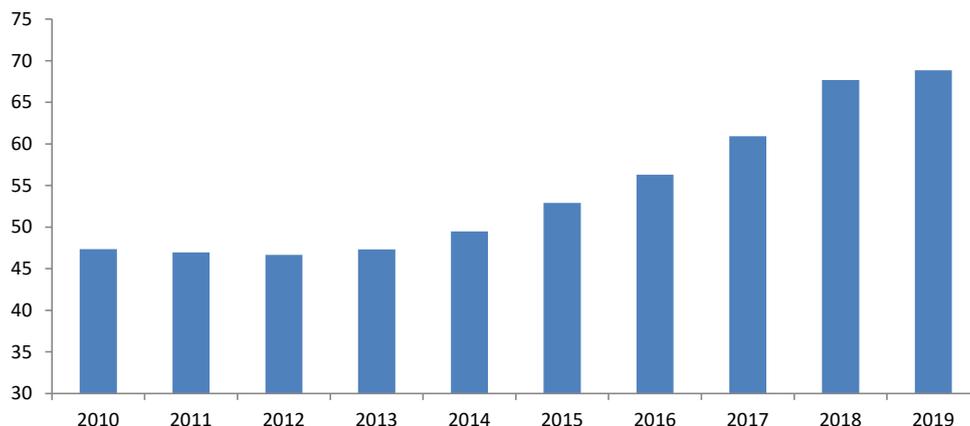
1. Introducción

Desde su nacimiento hace 30 años con el Plan Brady, los activos de deuda soberana han ganado a lo largo del tiempo en volumen, liquidez y previsibilidad. Década tras década se han consolidado como una sólida fuente de financiamiento para la gran mayoría de países. Latinoamérica ha sido parte de esta tendencia, tal como lo muestra el crecimiento del nivel de deuda pública como % del PIB durante los últimos diez años (Figura 1).

Si bien es cierto que la región ha visto varios episodios de crisis de deuda en los últimos años (por ejemplo en Argentina, Ecuador, Uruguay y algunos países del Caribe), estos episodios, en lugar de hacer que los países y los mercados se alejen de la deuda soberana, solo parecen tener habérsela fortalecido¹. Solo para dar un ejemplo, el *default* argentino de 2001 impulsó la inclusión de cláusulas de acción colectiva en las nuevas emisiones de bonos. Estas cláusulas, al forzar una reestructuración a todos los tenedores de bonos cuando un número suficientemente grande acepta dicha reestructuración, ayudaron a proporcionar la flexibilidad para implementar correcciones. Los casos de Ecuador y Argentina que discutimos más abajo son dos ejemplos actuales.

No hace falta aclarar que la deuda soberana ha sido objeto de controversias y ha tenido tanto partidarios como detractores. Los partidarios argumentan tres ventajas principales de la deuda soberana. Primero, que proporciona los recursos para el desarrollo, liberando al país de las limitaciones del ahorro interno. Noruega, por ejemplo, se menciona como un país que logró movilizar su riqueza en recursos naturales aprovechando el ahorro externo, acelerando su camino para convertirse en uno de los países más ricos del mundo. En segundo lugar, permite anticipar el consumo futuro cuando se sabe que los ingresos futuros crecerán, como sería el caso de Guyana hoy. En tercer lugar, que proporciona una forma de suavizar los choques transitorios como, por ejemplo, en los países del Caribe cuando están sujetos al efecto devastador de huracanes. La crisis de COVID-19 parece ser un evento en el que la deuda soberana puede ser una herramienta útil para suavizar los efectos de lo que se cree que será un *shock* relativamente transitorio.

■ Figura 1. Deuda como % del PBI (Latam)



¹ Los casos incluyen Argentina en 2001, Ecuador en 2001 y 2008, Uruguay en 2001, República Dominicana en 2005, Belice en 2006 y 2012, Jamaica en 2010 y 2013, St Kitts y Nevis en 2011 y Granada en 2004. Ver Sturzenegger y Zettelmeyer (2006) para los primeros cuatro casos, y IMF (2013) Jahan (2013), Das *et al.* (2012) para los otros 6 casos. Ver Feibelman (2017) para la reestructuración de Ecuador en 2008.



Los detractores se centran principalmente en un punto fuerte: que se ha demostrado que la deuda tiende a ser procíclica, lo que significa que la deuda puede no utilizarse para suavizar los choques negativos transitorios, sino que puede ser el vehículo para impulsar una agenda a corto plazo, probablemente la del gobierno de turno². Bajo este punto de vista, los gobiernos usan la deuda soberana cuando pueden poniendo a los países en un camino insostenible a largo plazo en beneficio de una ganancia a corto plazo, la marca registrada del populismo.

El carácter procíclico de la deuda, se argumenta, es fomentado, tal vez incluso alentado, por los propios mercados, que se abren cuando a los países les va bien y los pagos lucen seguros, pero que rápidamente se retiran a la primera señal de problemas. Según esta crítica, al final del día, la deuda soberana en realidad volatiliza el consumo, lo contrario de lo que se suponía que debía hacer.

También se ha cuestionado la capacidad de los mercados para disciplinar a los deudores. Las intervenciones de los organismos multilaterales en forma de rescates ocasionales debilitaron aún más la función disciplinaria de los mercados. ¿Por qué evaluar el riesgo si un rescate siempre está a mano?³ Para empeorar las cosas, después de un *default*, sin importar cuán duro haya sido, siempre aparecen nuevos inversores *forward looking*, que habiendo esquivado los problemas previos, están dispuestos a financiar un nuevo ciclo. De hecho, los tiempos de exclusión después de episodios de deuda se han acortado sistemáticamente en los últimos años⁴. Por lo tanto, hoy existe un consenso de que los mercados funcionarán mejor si se logran recortes ("*haircuts*") al sector privado en escenarios de reestructuraciones de deuda, algo que se conoce desde hace algún tiempo como "participación del sector privado".

No es de extrañar, entonces, que el brote de COVID-19 haya provocado un resurgimiento de este debate. Las fuertes caídas de la producción, junto con la necesidad de aumentar los desembolsos para hacer frente a la pandemia, han llevado a los países a acumular una nueva capa de deuda que puede poner en peligro sus perspectivas futuras. Inicialmente, los flujos de capital se redujeron y varios prominentes economistas predijeron un endurecimiento de las condiciones del mercado en el futuro inmediato, un endurecimiento que a su vez podría desencadenar una nueva ola, posiblemente masiva, de impagos de deuda. El comienzo del año vio llamadas a la acción tanto en términos de moratorias en el pago de la deuda ("*standstills*") o, incluso, más radicalmente, reestructuraciones preventivas de una crisis inminente.

Angel Gurría, Secretario General de la OCDE, lo expresó sin rodeos⁵:

"América Latina ya tenía mucha deuda antes de la crisis, (...) luego de la 'difícil realidad' que dejará el virus, la región necesitará recursos mucho mayores y/o alivio de su deuda."

Jeffrey Sachs, profesor de la Universidad de Columbia, advirtió que:⁶

"Si se maneja con cuidado, los pagos del servicio de la deuda de este año pueden y deben ser recapitalizados a tasas de interés bajas, para evitar que haya un apilamiento extraordinario de las cargas financieras. De lo contrario, 2020 marcará un nuevo episodio devastador de crisis financiera mundial."

² Ver Panizza *et al.* (2020) y referencias allí.

³ Existe una extensa literatura sobre el papel de los rescates que florecieron después de los rescates de la crisis asiática de 1997, que derivaron en un cambio fundamental en el papel de las instituciones multilaterales. Inicialmente, las multilaterales, en particular el FMI, vieron su papel como uno de evitar las interrupciones de los flujos de capital; pero este objetivo se transformó con el tiempo en el de organizar la forma en que el sector privado también pudiera proporcionar alivio en los pagos de deuda ("participación del sector privado") de manera equitativa en conjunto con los acreedores oficiales. Este punto de vista maduró en el período previo al *default* ruso de 1998 y eventualmente alimenta la idea de que el sector privado debe compartir los costos en escenarios disruptivos de deuda pública, un punto de vista que hoy es universalmente aceptado.

⁴ Ver Panizza *et al.* (2020), Gelos *et al.* (2011), Richmond y Dias (2008).

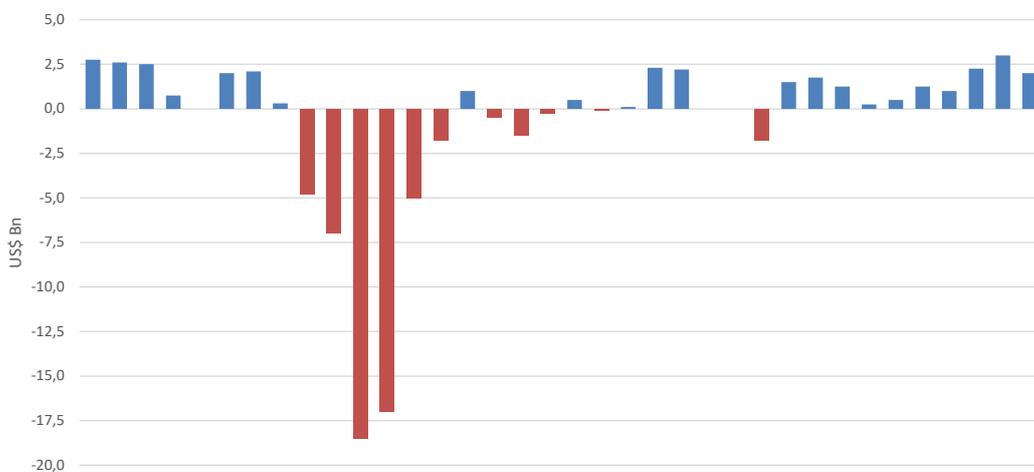
⁵ Ver www.ft.com/content/a86e0382-8f63-4f4f-839c-51c5a9ccc9e5

⁶ Sachs (2020).



Hoy, varios meses después de la crisis del COVID-19, creo que podemos asegurar que no sólo no se ha vaciado el mercado de deuda soberana, sino que, por el contrario, el financiamiento se ha mantenido ampliamente disponible. Como se muestra en la Figura 2, los flujos han regresado después de una fuerte reducción inicial, ofreciendo condiciones de financiamiento que han mejorado incluso relativo al pasado. Por ejemplo, a lo largo de 2020, en la región, Colombia y Brasil colocaron deuda a una tasa de interés del 3%, Honduras y El Salvador en torno al 5%, entre otros.

■ Figura 2. Flujos de capital a países emergentes



Fuente: EPFR Global

Pero esta disponibilidad a corto plazo no significa que igual no se esté gestando un problema. Que no haya pasado nada este año no significa que no vayamos a tener un problema el próximo. Además, se podría argumentar, siguiendo la línea de Jeffrey Sachs, que el problema está empeorando y que la reciente disponibilidad de fondos debe interpretarse como un capítulo más de préstamos irresponsables, fortaleciendo así, y no debilitando, el llamado a la acción.

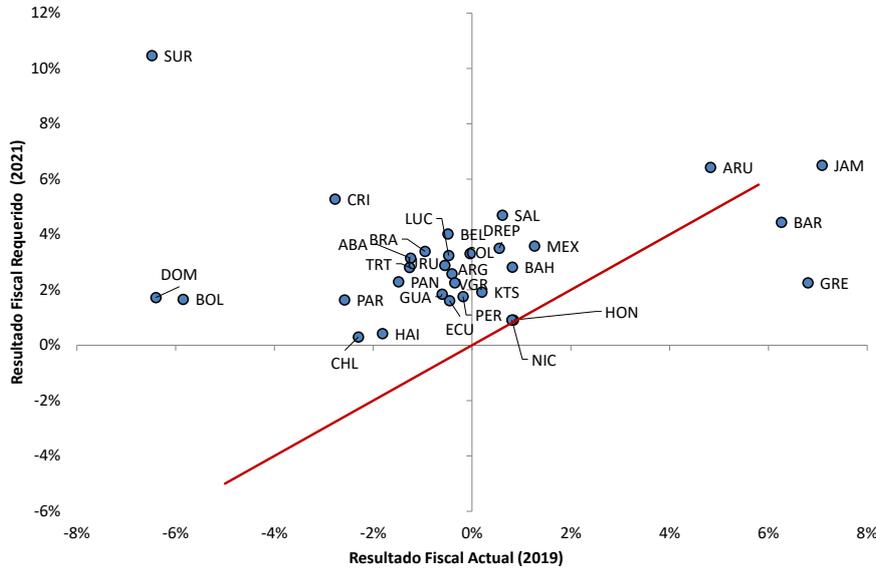
Las experiencias recientes de Ecuador y Argentina podrían brindar cierto apoyo a esa posición. Ambos países lograron llegar a un acuerdo voluntario con los acreedores que proporcionó un alivio sustancial de la deuda. La participación en estas dos reestructuraciones alcanzó participaciones por encima del 90%, lo que implica que se lograron las participaciones requeridas por las cláusulas de acción colectiva, bloqueando los *holdouts*. Si el mercado entendió que se necesitaba un alivio de la deuda en estos casos, ¿por qué no argumentar lo mismo para los otros casos? Por supuesto, para hacer este argumento tendríamos que argumentar que estas reestructuraciones no generarán costos a largo plazo. Pero tanto la magnitud de alivio de la deuda ("*debt relief*") como las tasas de participación son impresionantes y parecen reivindicar el enfoque de "hacer algo".

Más concretamente, la Figura 3 muestra los superávits primarios que serían necesarios si los mercados de deuda soberana se cerraran. El gráfico muestra en el eje vertical los superávits primarios que se necesitarían, en tal caso, para pagar los intereses que vencen después de 2021⁷. El eje horizontal muestra el resultado primario en 2019. Un número por encima de la línea de 45 grados significa que se requeriría un ajuste fiscal (en relación con 2019), una situación que se aplica prácticamente a todos los países. De hecho, si los mercados se cierran, el ajuste promedio requerido será del 3,3% del PIB pero con un rango que llega hasta un imposible 16,9% del PIB para Surinam o un 8,1% para Costa Rica y Dominica.

⁷ Para calcular este número, sumamos los déficits fiscales esperados de 2020 y 2021 a los niveles de deuda de 2019 y lo multiplicamos por la tasa de interés implícita de la deuda de 2022 con todos los datos tomados del informe WEO de octubre de 2020.



Figura 3: Superávits primarios necesarios en un escenario de stress



Esta nota intenta reflexionar sobre si se requiere una acción en el frente de la deuda o si las instituciones actuales tienen la flexibilidad y la capacidad para hacer frente a los desafíos actuales y futuros. Y luego, si hubiera implicaciones de políticas: ¿cuáles serían?

Para abordar esta cuestión, primero analizamos la situación de sostenibilidad de la deuda de los países latinoamericanos entrando en la crisis. Encontramos que, en su conjunto, la región no parecía estar, antes de la crisis, con niveles de deuda insostenibles. Luego, actualizamos este ejercicio asumiendo lo que se espera que suceda con las deudas y la producción como resultado de la pandemia de COVID. Sorprendentemente, mostraremos que no encontramos que la situación se deteriore significativamente, es decir, que salvo algunas excepciones, la sostenibilidad de la deuda tampoco será una preocupación al salir de la crisis de COVID. Dedicamos algún tiempo a comprobar la solidez de este resultado frente a diferentes supuestos.

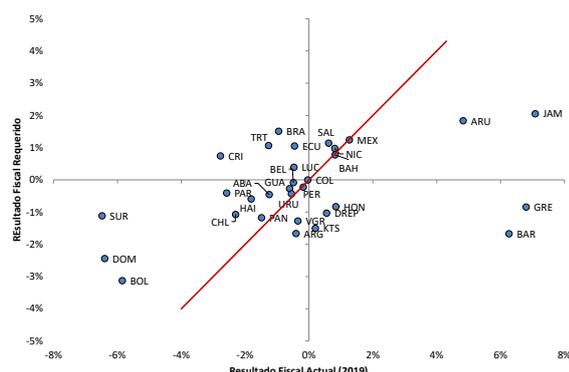
Incluso si concluimos que no se avecina una crisis inminente en el horizonte, ¿es esto suficiente para descartar la noción de que no se deben tomar medidas? No necesariamente. Por esta razón, revisamos las recientes reestructuraciones de Argentina y Ecuador, tratando de evaluar costos y beneficios. El objetivo es proporcionar alguna orientación sobre si podrían ser un ejemplo a seguir. Mostramos que el marco institucional de deuda soberana está relativamente bien preparado para ejecutar tales correcciones, pero cuando nos detenemos en el costo-beneficio de la reestructuración de la deuda, argumentamos que los costos de dichas reestructuraciones sobre todo por su impacto en la riqueza del sector privado pueden eclipsar los ahorros obtenidos en la deuda pública.

Con los resultados de estos análisis, en la sección final discutimos las sugerencias que se han presentado en los últimos meses respecto del tema de la deuda, aportando también algunas ideas propias. Discutimos brevemente el papel de los préstamos oficiales, la moratoria, la sugerencia de emitir deuda contingente y las recompras de deuda. Nuestra conclusión final es que, si bien siempre está sujeto a mejoras permanentes, el marco actual ha funcionado relativamente bien y no debe ser cambiado.

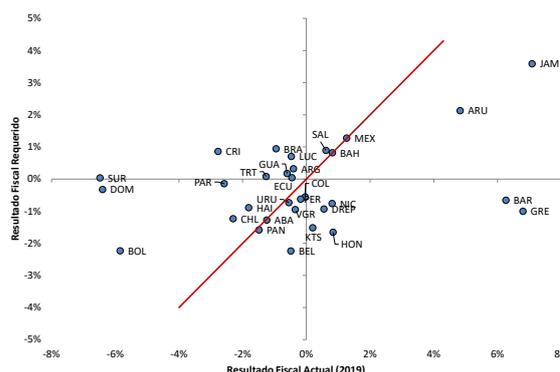
2. La sostenibilidad de la deuda Pre-COVID-19

Comencemos nuestro ejercicio haciendo un cálculo simple sobre la sostenibilidad de la deuda que se resume en las figuras 4 y 5.

■ **Figura 4.** Crecimiento proyectado del PIB (20-24)



■ **Figura 5.** Crecimiento histórico del PIB + 2%



Este ejercicio calcula la sostenibilidad antes de COVID. En el gráfico comparamos los superávits primarios de 2019 con los superávits primarios requeridos que habrían hecho que la deuda fuera sostenible de acuerdo con las expectativas en ese momento. Los países por debajo de la línea de 45 grados se encuentran en la región “sustentable” (superávits primarios mayores que los requeridos), mientras que los que están por encima están en la región “insostenible”. Los excedentes primarios requeridos se calculan mediante la conocida ecuación:

$$SP_t = d \frac{(r - g)}{1 + g}$$

donde SP_t es el superávit primario requerido, r es la tasa promedio de la deuda, g es la tasa de crecimiento esperado de la economía (expresada en la misma moneda que r) y d es el ratio de deuda a PIB.

La intuición de esta ecuación es sencilla. Si la tasa de interés es mayor que la tasa de crecimiento, entonces se necesita un superávit primario para pagar al menos parte de la deuda. De lo contrario, la deuda crecería más rápido que el PIB, lo que aumentaría la relación deuda a PIB, lo que finalmente haría que la deuda fuera insostenible. Si, por el contrario, el crecimiento es mayor que la tasa de interés, entonces el país puede permitirse un déficit primario. Si la tasa de crecimiento y la tasa de interés son iguales, el superávit primario requerido es cero, la deuda crece a la tasa de crecimiento de la economía y la relación deuda-PIB permanece estable. De esta forma, la interacción del crecimiento de la economía y las tasas de interés se convierte en un primer punto de referencia para la sostenibilidad de la deuda.

Para que las estimaciones sean comparables, obviaremos idiosincrasias específicas, por lo que el cálculo se realizará utilizando datos comparables del WEO. g se calculará bajo dos supuestos. Uno utiliza el crecimiento esperado en el PIB nominal en dólares para el período 2020-2024 como se presenta en la versión de octubre de 2019 del WEO (Figura 4); el otro utiliza la tasa de crecimiento real promedio de cada economía para el período 2000-2019, agregando un 2% para tener en cuenta la inflación estadounidense (Figura 5). r se estima como la relación entre los pagos de intereses y la deuda para 2019 (una estimación que utilice un promedio de los últimos años no modifica tanto los resultados, por lo que lo omitimos por brevedad).⁸ La deuda es la relación deuda-PIB presentada por el WEO.

⁸ Esta estimación sobreestima la tasa de interés si hay deuda doméstica cuya tasa compensa en parte la inflación local. Este sesgo, en realidad, fortalece los resultados presentados más adelante.



No hace falta decir que este análisis es muy básico. Solo identifica si el superávit primario es suficiente para estabilizar la relación deuda-PIB. Cuando no es así, no significa que la deuda no sea sostenible, solo significa que se necesita un ajuste fiscal en el futuro.

Cochrane (2020) lo expresa muy bien:

“Estamos de acuerdo en que existe un límite superior en la relación deuda-PIB, y que una crisis de refinanciamiento se vuelve más probable cuanto mayor sea la relación deuda-PIB. Dado ese hecho, durante los próximos 20 a 30 años y más, el tamaño de la deuda con respecto al PIB y la probabilidad de una crisis de deuda estarán mucho más influenciados por la política fiscal que por la dinámica $r-g$.

Me gusta especialmente esta visión porque no tiene sentido que una tasa de interés un 0,1% por encima de la tasa de crecimiento frente a una tasa de interés un 0,1% por debajo de la tasa de crecimiento suponga una diferencia drástica para la economía.”

Por tanto, los resultados deben tomarse como indicativos de si se necesitan o no grandes ajustes fiscales. Deberíamos preocuparnos por la sostenibilidad solo en el caso en que los ajustes necesarios parecieran ser políticamente inviables.

El cálculo está sujeto a una serie de limitaciones. Es posible que las tasas de interés actuales no reflejen los costos de interés en el futuro, y el crecimiento futuro puede ser más rápido o más lento que el crecimiento pasado. Es posible que los resultados fiscales actuales no sean los que se deben considerar porque pueden diferir de su equilibrio a largo plazo. Sin ir más lejos, ni siquiera consideramos los resultados fiscales de 2020 o 2021 en este cálculo, sino que comparamos los resultados fiscales necesarios con los de 2019, el último año “normal”.

La Figura 4, calculada con la tasa de crecimiento pronosticada para los siguientes 4 años⁹, muestra que la mayoría de los países se encuentran razonablemente cerca de la línea de 45 grados, es decir, en la región sustentable, de hecho, el ajuste promedio requerido es cero. De los 32 países de la muestra, sólo 10 requieren un ajuste superior al 1% del PIB, sólo 7 uno superior al 2% del PIB y apenas 1 país requiere un ajuste superior al 4%.

El panorama general no cambia significativamente cuando se usa la tasa de crecimiento promedio de los últimos 20 años (más una tasa anual del 2% para tener en cuenta la inflación de EE. UU.) en la Figura 5. El ajuste promedio es nuevamente cero y sólo 9 requieren un ajuste mayor del 1% del PIB, solo 5 uno mayor que el 2% del PIB y solo 2 uno mayor que el 4%.

La conclusión de este primer ejercicio es que, al entrar en la crisis, no podríamos decir que los países latinoamericanos enfrentaban una crisis de deuda inminente. Esto puede explicar por qué los mercados estaban optimistas en ese momento.

3. ¿Se vio afectada la sostenibilidad de la deuda ante la crisis de 2020?

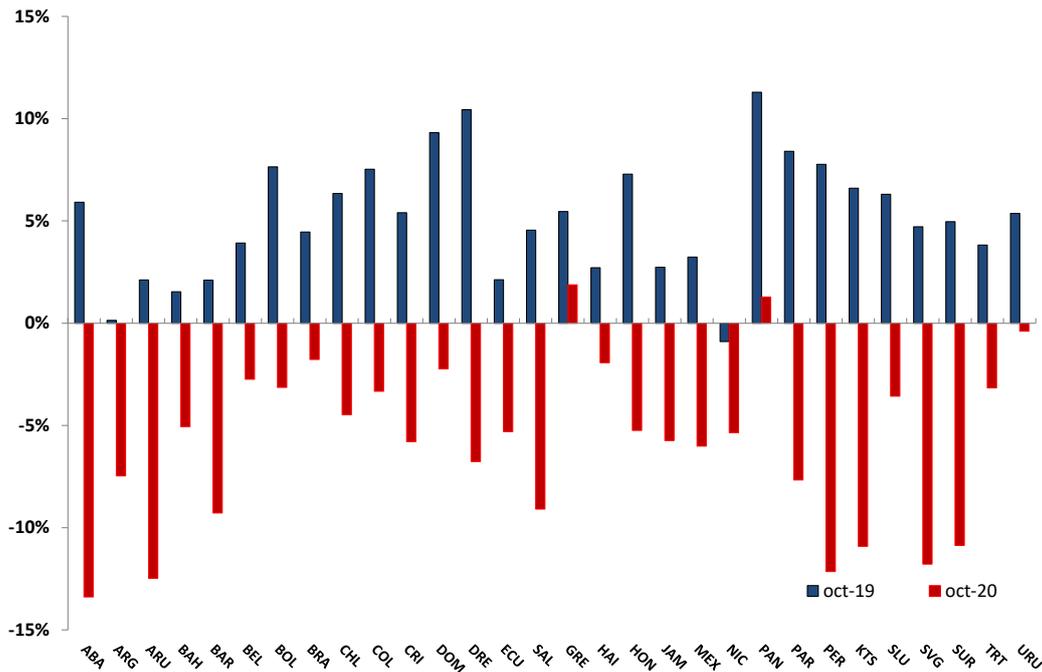
La crisis de COVID tuvo dos efectos obvios sobre la sostenibilidad de la deuda. Por un lado, redujo la producción, aumentando la carga de la deuda; por otro lado, los déficits serán inusualmente grandes en 2020 y 2021, aumentando el nivel de deuda. Para empeorar las cosas, algunos países han visto deteriorarse sus calificaciones crediticias, aumentando los costos de los intereses. Por tanto, el punto de partida para un análisis de la deuda a finales de 2021, por definición, tiene que ser peor.

⁹ Con las proyecciones pre-COVID-19, del WEO de octubre 2019.



La Figura 6 muestra el impacto de COVID en la producción al comparar los pronósticos de PIB para 2020 y 2021 tal como estaban a fines de 2019 en relación con donde están hoy.¹⁰

■ Figura 6. Cambio a la baja en el crecimiento esperado



La Figura muestra que el COVID-19 ha implicado un *shock* drástico en los ingresos y, si bien todos coinciden en que tiene un gran componente transitorio, todavía hay una discusión sobre la persistencia del mismo. Las razones de la persistencia incluyen, además de la incertidumbre sobre el brote en sí, son principalmente la destrucción de capital durante la transición, el declive secular en la demanda de ciertas actividades que requerirán reasignación y el daño en la acumulación de capital humano.¹¹ Por otro lado, las tasas de ahorro han aumentado dramáticamente, fomentando la acumulación de capital, mientras que la productividad también puede aumentar en el futuro, dado que la digitalización permite una absorción más rápida del cambio tecnológico. La complejidad de los canales implica que este es un debate que está abierto hoy.

Las figuras 7 y 8 actualizan el ejercicio de las figuras 4 y 5 tomando en consideración estos efectos. Los dos gráficos ahora se centran en 2022, por lo que el nivel de deuda con respecto al PIB se calcula asumiendo lo que se espera pase con los PIB en 2020 y 2021 y la acumulación esperada del déficit durante esos dos años, con todos los datos tomados del informe WEO de octubre de 2020. Con estos supuestos, la Figura 7 asume que los costos de endeudamiento reales regresan a los niveles de 2019 y que el crecimiento de la tendencia vuelve a su valor histórico, mientras que la Figura 8 también asume que el crecimiento de la tendencia también es su valor histórico, pero utiliza como costo de intereses el que se espera para 2022, internalizando así cualquier incremento en el costo de la deuda que pudiera haberse materializado durante este período.

En relación con los resultados fiscales de 2019, el Gráfico 7 sugiere la necesidad de un ajuste promedio de -0,1% del PIB, con 8 países que requieren un ajuste superior al 1% del PIB, 6 uno superior al 2% del PIB y 2 requieren un ajuste superior al 4%. La Figura 8, muestra la necesidad de un ajuste promedio de -0,2% del PIB con 6 países que requieren un ajuste mayor al 1% del PIB, con 5 uno mayor al 2% del PIB y 2 requieren un ajuste mayor que 4%.

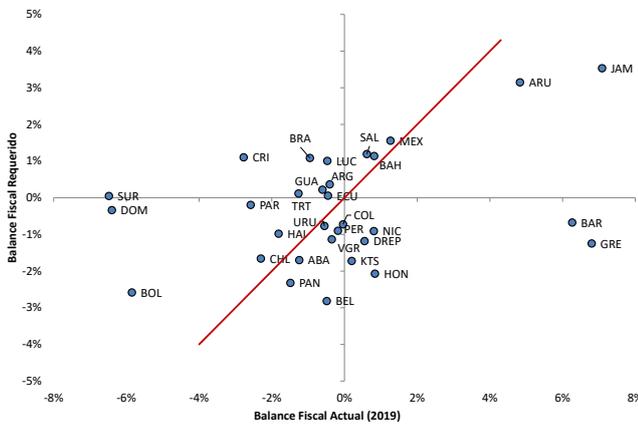
¹⁰ Para ser precisos, este gráfico calcula el cambio en la tasa de crecimiento acumulada 20-21 entre los informes de octubre de 2019 y octubre de 2020 de WEO.

¹¹ Ver F. Buera *et al.* (2020) para una lista de estos argumentos, y IDB (2020) y González *et al.* (2020) para una discusión sobre capital humano.

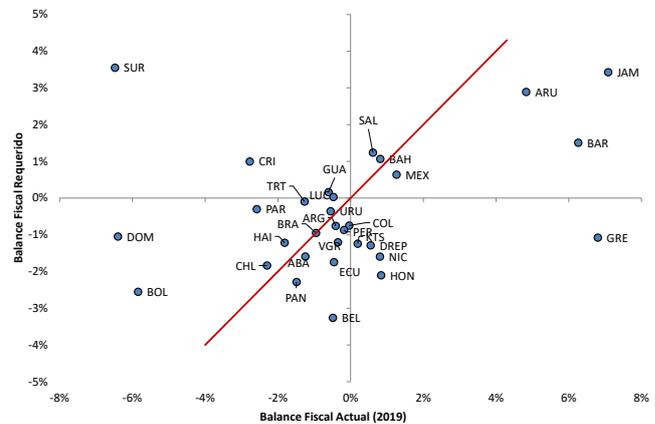


¿Por qué este número es *más bajo* que el que encontramos en 2019, a pesar de los niveles más altos de deuda con respecto al PIB? Porque el déficit primario que mantiene estable la relación deuda-PIB aumenta con el nivel de deuda cuando la tasa de crecimiento es más alta que la tasa de interés (ver ecuación del superávit primario más arriba). Pero incluso si nos limitáramos a los países donde la tasa de interés es más alta que la tasa de crecimiento y por ende necesitan tener un superávit primario, el aumento en el superávit primario requerido es solo del 0,2% del PIB si los costos de interés se mantienen como en 2019. De hecho, si los costos de interés son los que se esperan para 2022, necesitan un superávit primario menor en 0,4 p.p del PIB, es decir que, en lugar de aumentar el costo de la deuda, en realidad disminuyó, proporcionando un espacio adicional para lograr o mantener la sostenibilidad.

■ **Figura 7.** Crecimiento y financiamiento previo



■ **Figura 8.** Crecimiento previo con financiamiento 2022



Si bien las diferencias en el superávit primario requerido pueden no ser tan grandes cuando se comparan antes y después de COVID-19, es muy posible que estos resultados sean hoy menos alcanzables dados los resultados fiscales de 2020 y 2021, que mostraron un gran deterioro en toda la región. Entonces, ¿qué tan lejos están estos resultados de donde esperamos estar a fines de 2021? La Tabla 1 analiza esto mostrando los resultados primarios, realizados o previstos, para 2019-2021, y el resultado primario requerido en 2022 que haría que la deuda sea sostenible. La pregunta que queremos abordar es qué tan lejos están los resultados fiscales primarios requeridos en 2022 tanto de los esperados para 2021 como de los superávits primarios históricos alcanzados en cada país. La columna “Ajuste adicional” del Cuadro 1 muestra el monto adicional de corrección fiscal que debiera implementarse después de 2021. La mejora promedio requerida es del 1,6% y solo cuatro países requieren un ajuste mayor o igual al 4%. La última columna muestra el ajuste necesario en relación con los valores históricos. Las figuras 9 y 10 muestran estos ajustes necesarios en un histograma.

■ **Tabla 1.** Esfuerzo fiscal (primario) adicional requerido

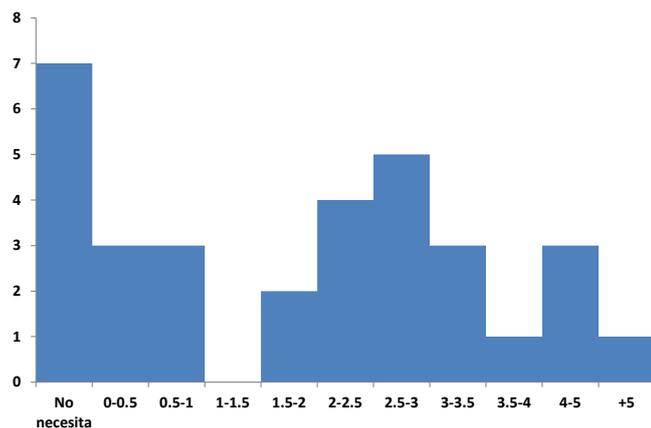
	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (déficit primario requerido)	Ajustes adicionales	Déficit primario histórico (2005-2018)	Ajuste para déficit primario histórico
Antigua y Barbuda	-1,2%	-9,3%	-2,1%	-1,6%	0,5%	-1,3%	-0,3%
Argentina	-0,4%	-8,5%	-4,5%	-0,8%	3,7%	-0,9%	0,2%
Aruba	4,8%	-18,4%	-0,5%	2,9%	3,4%	-0,3%	3,2%
Barbados	6,3%	1,0%	3,5%	1,5%	-2,0%	-0,3%	1,8%
Belize	-0,5%	-5,6%	-4,2%	-3,3%	0,9%	1,1%	-4,4%
Bolivia	-5,8%	-7,0%	-5,4%	-2,6%	2,9%	0,0%	-2,6%



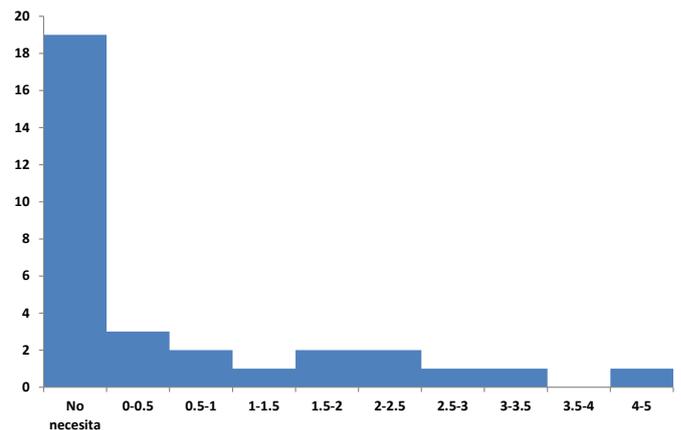
Brasil	-1,0%	-12,0%	-3,1%	-0,9%	2,1%	1,1%	-2,0%
Chile	-2,3%	-8,1%	-3,7%	-1,8%	1,8%	0,9%	-2,7%
Colombia	0,0%	-6,2%	-2,9%	-0,7%	2,1%	0,6%	-1,3%
Costa Rica	-2,8%	-4,2%	-2,0%	1,0%	3,0%	-1,0%	2,0%
Dominica	-6,4%	-1,5%	1,5%	-1,0%	-2,5%	1,8%	-2,9%
República Dominicana	0,6%	-4,6%	0,2%	-1,3%	-1,5%	-0,5%	-0,8%
Ecuador	-0,5%	-5,8%	-1,3%	-1,7%	-0,4%	-0,7%	-1,0%
El Salvador	0,6%	-8,8%	-3,5%	1,2%	4,8%	-0,9%	2,1%
Granada	6,8%	0,5%	3,6%	-1,1%	-4,6%	-0,3%	-0,8%
Guatemala	-0,6%	-3,8%	-1,9%	0,2%	2,0%	-0,5%	0,7%
Guyana	-1,8%	-5,2%	-2,1%	-1,2%	0,9%	-2,8%	1,7%
Haití	-1,8%	-5,6%	-4,3%	-1,2%	3,0%	-2,3%	1,1%
Honduras	0,8%	-2,5%	-1,7%	-2,1%	-0,4%	-2,0%	-0,1%
Jamaica	7,1%	3,5%	5,4%	3,4%	-2,0%	6,7%	-3,3%
México	1,3%	-2,0%	0,2%	0,6%	0,4%	0,2%	0,5%
Nicaragua	0,8%	-3,0%	-2,1%	-1,6%	0,46%	0,0%	-1,6%
Panamá	-1,5%	-6,8%	-4,9%	-2,3%	2,6%	0,9%	-3,2%
Paraguay	-2,6%	-6,3%	-3,2%	-0,3%	2,9%	0,8%	-1,1%
Perú	-0,2%	-7,9%	-2,6%	-0,9%	1,7%	1,3%	-2,2%
San Cristóbal y Nieves	0,2%	-7,6%	-4,7%	-1,2%	3,5%	6,2%	-7,4%
Santa Lucía	-0,5%	-7,9%	-2,4%	0,0%	2,4%	-0,8%	0,8%
San Vicente y las Granadinas	-0,4%	-4,9%	-4,0%	-1,2%	2,8%	-0,7%	-0,5%
Surinam	-6,5%	-7,4%	-1,4%	3,6%	4,9%	-0,8%	4,4%
Las Bahamas	0,8%	-3,3%	-6,6%	1,1%	7,7%	-1,5%	2,5%
Trinidad y Tobago	-1,3%	-11,1%	-4,2%	-0,1%	4,1%	-0,4%	0,3%
Uruguay	-0,6%	-2,9%	-1,2%	-0,4%	0,8%	1,3%	-1,7%

Nota: Los datos de 2019 se toman de WEO Octubre 2019, y los datos de 2020 y 2021 se toman de WEO Octubre 2020. En el cálculo del déficit fiscal necesario para estabilizar la relación deuda/PIB se usa la fórmula (1) para el superávit primario sumando los pagos de intereses usando la tasa implícita de 2022 al nuevo stock de deuda.

■ **Figura 9.** Esfuerzo Fiscal Requerido en 2022 para Sostenibilidad

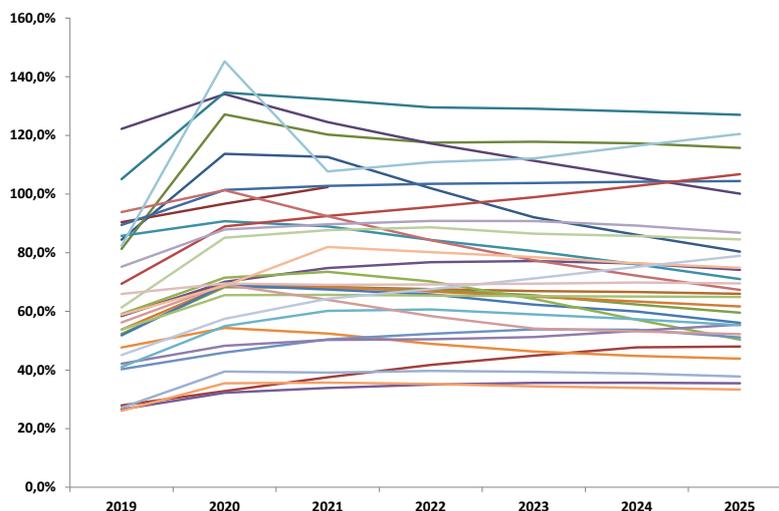


■ **Figura 10.** Esfuerzo Fiscal Requerido vs Superávit Primario Histórico





■ Figura 11. Ratios Deuda-PBI Latam según WEO



Las figuras 9 y 10 permiten dos conclusiones principales. La primera es que, ante el deterioro de los resultados fiscales en 2020 y 2021, aún queda camino por recorrer en términos de convergencia fiscal, la corrección media necesaria en 2022 es de 1,6% y de 1,7% (ponderada por el PIB), una corrección no menor. Pero el gráfico 10 muestra que, en relación con los saldos primarios históricos, el ajuste requerido no es tan grande; de hecho, en promedio, el ajuste requerido es del -0,6% y del -1% si se computa ponderado por el PIB.

Argumentamos anteriormente que los países no enfrentaban un escenario de crisis de deuda en ciernes al encontrarse con la pandemia. Los diferentes ejercicios realizados en este apartado nos permiten concluir que tampoco lo harán saliendo de él. Una explicación para este resultado algo sorprendente es que, a pesar de las rebajas de calificación de la deuda, la crisis de 2020/2021 ha llegado en un período de tipos de interés inusualmente bajos. De hecho, las tasas implícitas promedio, que fueron del 4,2% en 2019 para la región, en realidad se reducen al 3,9% en 2022 (4%, si se excluyen Ecuador y Argentina). Estas bajas tasas de interés han ayudado a mantener la sostenibilidad a pesar del aumento de los ratios de endeudamiento. Otra razón es que la prudencia fiscal a lo largo de los años ha permitido a los países construir el espacio fiscal para absorber el salto en el nivel de deuda sin hacer peligrar la sostenibilidad fiscal.

Obviamente nuestro análisis es sumamente convencional y provee resultados generales para la región. Más aún depende de muchos supuestos sobre los cuales existe mucha incertidumbre. ¿Las bajas tasas de interés se mantendrán en el tiempo? ¿Qué pasaría si los mercados se cerraran, requiriendo un esfuerzo promedio de más de 3% del PIB tal cual mencionamos en la introducción? ¿Si el esfuerzo en 2022 ya de por sí no es poco respecto a lo esperado para 2021, que pasaría si hubiera una segunda ola de COVID, prolongando el efecto recesivo sobre el PIB por varios años?

Una manera de verificar la robustez de estos resultados es evaluando la corrección promedio necesaria en caso que los costos de interés crezcan y/o el crecimiento sea menor. A su vez ese esfuerzo fiscal adicional podemos medirlo relativo al superávit primario de 2019, respecto al superávit primario histórico o respecto al superávit primario esperado para 2021. El conjunto de resultados nos da una idea de la robustez del resultado hacia un deterioro en ambas direcciones.

La Tabla 2 muestra los resultados usando como base el escenario de crecimiento histórico del PIB y los costos financieros para 2022. En el caso de una comparativa con los resultados primarios que se esperan para 2021, un deterioro en la tasa de crecimiento de largo plazo o en la tasa de interés de dos puntos, lleva el esfuerzo primario de 1,6% del PIB a 3,1% del



PIB. Comparado con el primario de 2019 el esfuerzo necesario sube de -0,2% a 1,3% y en el caso de la comparativa con el superávit histórico el esfuerzo se incrementa de -0,6% a 0,9%. Aunque obviamente un deterioro de la situación requeriría un mayor esfuerzo, el rango de parámetros se mantiene dentro de niveles razonables y potencialmente alcanzables sobre todo en relación a los valores alcanzados en tiempos normales o a su promedio histórico.

■ **Tabla 2.** Test de robustez

Ajuste requerido relativo al resultado primario 2021			
Crecimiento del PIB/tasa de interés	*	+1%	+2%
*	1,6%	2,3%	3,1%
-1%	2,4%	3,1%	3,8%
-2%	3,1%	3,8%	4,6%
Ajuste requerido relativo al resultado primario (2019)			
Crecimiento del PIB/tasa de interés	*	+1%	+2%
*	-0,2%	0,6%	1,3%
-1%	0,6%	1,3%	2,0%
-2%	1,3%	3,8%	3,0%
Ajuste requerido relativo al resultado primario promedio histórico (2005-2018)			
Crecimiento del PIB/tasa de interés	*	+1%	+2%
*	-0,6%	0,1%	0,9%
-1%	0,1%	0,9%	1,6%
-2%	0,9%	3,8%	2,3%

Se pueden mencionar dos datos adicionales que dotan de robustez a la conclusión. Primero, que las proyecciones de deuda del propio WEO muestran que, con algunas excepciones, la deuda parece estabilizarse en la región (Figura 11). En segundo lugar, que la financiación sigue estando disponible. De hecho, a lo largo del año varios países han gestionado nuevas emisiones de deuda. La Tabla 3 muestra algunas colocaciones recientes.

■ **Tabla 3.** Recientes Emisiones de Deuda en Latam

País	Fecha de emisión del bono	Monto emitido (US\$B)	Tasa cupón (%)	Vencimiento
Panamá	26/03/2020	2,5	4,5	04/01/2056
Perú	16/04/2020	1	2,39	23/01/2026
		2	2,78	23/01/2031
Guatemala	21/04/2020	0,5	5,38	24/04/2032
		0,7	6,13	01/06/2050
México	22/04/2020	1	3,9	27/04/2025
		2,5	4,75	27/04/2032
		2,5	5	27/04/2051
Paraguay	23/04/2020	1	4,95	29/04/2031
Chile	05/05/2020	1,46	2,45	31/01/2031
Colombia	01/06/2020	1	3,13	15/04/2031
		1,5	4,13	15/05/2051
Brasil	03/06/2020	1,25	2,88	06/06/2025
		2,25	3,88	12/06/2030



Si bien esto último no es una prueba de sostenibilidad, parece que no existe una preocupación generalizada sobre la capacidad de los países para pagar sus deudas. Esto es coherente con la opinión de que no se vislumbra una crisis de deuda en el horizonte.

4. Las reestructuraciones de Argentina y Ecuador

El hecho que no se avizore una crisis de deuda en el futuro cercano, no significa que no se deba tomar ninguna acción. Con este fin, es interesante analizar los casos de Argentina y Ecuador que intentaron (con éxito) reducir la carga de su deuda durante 2020.

4.1. La teoría de las reestructuraciones de deuda

Existe una extensa literatura sobre reestructuraciones de deuda que se pregunta, entre otras cosas, cómo deben hacerse, qué quitas han logrado y qué beneficios o costos han generado para las economías que siguieron ese camino.¹² Aquí, quiero centrarme en esta última pregunta: ¿Cómo podemos saber si una reestructuración es conveniente para un país o no?

La respuesta a la pregunta debe aclarar, en primer lugar, si la reestructuración de la deuda fue estrictamente necesaria. Un breve párrafo sobre la teoría de la deuda soberana aclarará por qué.

La teoría de la deuda soberana partió de la pregunta de cómo es que puede existir un instrumento de deuda cuya protección legal es débil debido a las dificultades que existen para litigar contra los Estados soberanos. La literatura se ha centrado en tres explicaciones principales: miedo a la exclusión de los mercados, sanciones y efectos en la reputación. Sin embargo, el miedo a la exclusión y las sanciones encuentran poco apoyo en los datos: los países vuelven a acceder a los mercados muy rápidamente después de incumplimientos y con tasas de interés que no incluyen una penalidad considerable. Cuando sí incluyen una penalización, ésta no dura mucho¹³. Las sanciones, a su vez, rara vez se utilizan. Sin embargo, los efectos en la reputación sí parecen importar. Las reestructuraciones, por ejemplo, conducen a un colapso de la IED y la inversión local.¹⁴ La razón es simple: si el gobierno reestructura la deuda, ¿por qué confiaría en que respetará mis derechos de propiedad?

Si los efectos en la reputación son claves para evaluar los costos de las reestructuraciones, es importante saber si el *default* fue "inevitable" o no. Grossman y Huyck (1988) introdujeron el concepto de "*excusable default*", que definen como una situación de reestructuración de la que el deudor no es responsable. Grossman y van Huyck sugirieron que el mercado proporcionaría alivio en tales circunstancias, lo que haría que los contratos de deuda fueran mucho más flexibles de lo que generalmente se pensaba. Por supuesto, si un *default* es excusable o no es inobservable, lo que lleva a una segunda observación: cuanto más severas son las quitas, menos justificable se vuelve la reestructuración y mayores son los costos del *default*. Cruces y Trebesch (2013) muestran en una amplia base de quitas que, cuanto mayor es el recorte, los mercados castigan al país en el futuro con más fuerza (encuentran que cada 20 puntos de quita adicional conduce a un mayor costo de financiamiento de 150 puntos básicos. A pesar de disminuir en el tiempo, este mayor costo exhibe bastante persistencia).¹⁵ Para abreviar esta larga historia, estamos diciendo que los *defaults* imponen un mayor costo cuanto más difícil de justificar son. Este es un punto importante porque, si el *default* es percibido como evitable, el efecto de reputación puede seguir existiendo independientemente del hecho de que la reestructuración sea voluntaria.

¹² La literatura sobre la deuda soberana es demasiado extensa como para repararla aquí. Buenas referencias sobre el tema incluyen Reinhart y Rogoff (2009), Abbas *et al.* (2019), Sturzenegger y Zettelmeyer (2007), Uribe y Schmitt-Grohé (2017).

¹³ Ver Borensztein y Panizza (2009).

¹⁴ Ver Fuentes y Saravia (2010).

¹⁵ De manera similar, Asonuma *et al.* (2014) encuentra el resultado de que las reestructuraciones que evitan un incumplimiento están asociadas a menores caídas en el producto.



El resultado de Cruces y Trebesch (2013) es relevante porque un área que ha sido menos explorada en la literatura es el efecto de las reestructuraciones en la riqueza del sector privado. Por supuesto, existe una bibliografía sobre el impacto de las reestructuraciones en la producción (véase, por ejemplo, Sturzenegger y Zettelmeyer (2006)), pero poca sobre el valor de los activos del sector privado. Sin intentar llenar este vacío aquí, podemos pensar en un cálculo rápido que nos guíe. Para ello, necesitamos una estimación de la riqueza privada y una estimación del impacto de la reestructuración en esa valoración. Una forma de aproximar este número sería utilizar el cambio en el costo de capital resultante de la reestructuración y evaluar cómo ese cambio afecta el valor de la riqueza del sector privado. El cambio en el costo de capital puede estar relacionado con el cambio en los *spreads* soberanos antes y después de la reestructuración.

Un modelo de crecimiento simple sugiere que el coeficiente de producción de capital de equilibrio es igual a

$$\frac{\mathcal{K}}{\mathcal{Y}} = \frac{\alpha}{r + \delta} \quad (1)$$

donde \mathcal{K} es el stock de capital, \mathcal{Y} es el producto, α es la participación del capital, r es la tasa de interés y δ la tasa de depreciación.

El lector puede jugar con los números que considere razonables. Pero un cambio en el factor de descuento deprimiría la cantidad deseada de capital en la economía. Esta disminución es una subestimación de la reducción de valor a corto plazo: si el stock de capital tiene que caer, entonces los precios deben caer por debajo de su valor de estado estacionario para inducir la reducción deseada del stock de capital. Como veremos, no necesitamos calcular el efecto a corto plazo para hacer nuestro punto, encontraremos que el efecto a largo plazo en sí mismo resulta mucho mayor que cualquier posible ahorro obtenido en la deuda pública.

4.2. Argentina

En agosto de 2020 Argentina llegó a un acuerdo para reestructurar su deuda. El proceso terminó después de una negociación agotadora, que llevó los valores de los bonos a los 20 centavos por dólar.

Una recesión de dos años había aumentado los rendimientos de la deuda a lo largo del tiempo, mientras Argentina implementaba un fuerte ajuste fiscal en el contexto de un programa acordado con el FMI. Sin embargo, las elecciones primarias de agosto de 2019 señalaron que probablemente habría un nuevo gobierno. Los peronistas, que habían ganado por un margen significativo esas primarias, habían hecho campaña advirtiendo que la deuda era insostenible y que había que hacer algo. Su éxito provocó pánico en el mercado, con la consecuente caída en el precio de los bonos.

Cuando el nuevo gobierno finalmente asumió a mediados de diciembre de 2019, hubo una serie de idas y vueltas con los bonistas. El gobierno recibió una propuesta de los tenedores de bonos para extender los vencimientos y otorgar un aplazamiento de la tasa de interés para 2020. Inicialmente, el gobierno sugirió que iría por este camino, pero finalmente cambió a una postura más dura.

Luego de mucha discusión, y ahora con la crisis del COVID-19 como trasfondo, el 21 de abril de 2020 Argentina presentó ante la SEC una primera propuesta de reestructuración, que, asumiendo un rendimiento de salida del 10%, implicaba un valor para la nueva deuda de alrededor de 40 centavos por dólar. Este recorte no se debía principalmente a una reducción de capital (que era de un 3% para los bonos a más largo plazo y que llegaba a 10% para los bonos con vencimiento más corto), sino principalmente por empujar los pagos hacia adelante y reducir los cupones. Antes de esta oferta, el gobierno se había mantenido al día con todas sus obligaciones de deuda en dólares como una forma de transmitir su voluntad de llegar a una solución amistosa.



El acuerdo también incluyó un cambio novedoso en la aplicación de las cláusulas de acción colectiva.¹⁶ Según la propuesta, el gobierno elegiría qué bonos incluir en la reestructuración de manera ex-post. Esto permitiría aplicar cláusulas de acción colectiva de supermayoría incluso cuando no se alcanzaran los umbrales de mayoría para todo el stock de deuda que ingresara al canje.¹⁷ Esto implicaba que el gobierno podía restringir los bonos a reestructurar a aquellos en los que se alcanzara el umbral de mayoría. Tras reestructurar el 100% de esos bonos, podía ofrecer un segundo canje con unas condiciones algo mejores. Como esto llevaría ahora el apoyo del 100% de los bonos previamente reestructurados, los umbrales mayoritarios serían más fácilmente accesibles, particularmente si el gobierno pudiese, de manera secuencial, continuar eligiendo el conjunto de bonos para que se cumplan dichas condiciones. El gobierno podría así avanzar en una serie de pasos sucesivos, reestructurando bonos de a uno o más a la vez (de ahí el nombre de “Pacman” para esta estrategia).

La propuesta fue rechazada por los bonistas, pero el gobierno decidió seguir adelante de todos modos. Para fortalecer su poder de negociación durante este período, el gobierno no cumplió con los pagos de varios bonos, el primero al día siguiente de presentar la propuesta, por lo que, 30 días después, entró en *default*. El plazo de aceptación inicial se amplió al 8 de mayo, cuando recibió una tasa de aceptación del 13%. Este bajo nivel de aceptación obligó al gobierno a sentarse nuevamente en la mesa de negociaciones, proceso que requirió extender los plazos 5 veces hasta llegar a un acuerdo final.¹⁸

Finalmente, el gobierno mejoró su oferta a alrededor de 54 centavos por dólar (nuevamente, valuada con un *exit yield* de 10%) mediante un menor recorte de capital para bonos de corto plazo, aumentando cupones, pagando los intereses vencidos e imponiendo altos umbrales de participación que hicieron que las reglas “Pacman” fueran irrelevantes. Aun así, los cupones promedio bajarían a aproximadamente la mitad.¹⁹

La oferta final obtuvo una participación del 99% tanto en los segmentos de legislación local y extranjera, lo que gatilló las cláusulas de acción colectiva y permitió un canje sin *holdouts*.²⁰ ¿Qué valoración podemos hacer de esta reestructuración? ¿Qué tipo de *debt relief* se obtuvo? Y luego, ¿qué beneficios o costos obtuvo como resultado?

Como se explicó en la sección anterior, para dar una respuesta necesitamos evaluar primero cuán insostenible era la deuda de Argentina. La Tabla 4 nos lleva a través del ejercicio y proporcionando un análisis rápido de sostenibilidad de la deuda. Partiendo de un total de 323 mil millones de dólares en deuda bruta, deducimos la deuda del sector público, que el gobierno se debe a sí mismo, y la deuda interna en pesos.²¹

¹⁶ Las cláusulas de acción colectiva obligan a la reestructuración de todos los tenedores de bonos si una cierta cantidad de tenedores de bonos aceptan reestructurar. Si bien estas cláusulas eran estándar en los bonos bajo la ley de Londres, no eran comunes en los bonos bajo ley Nueva York. Los tribunales de Nueva York tenían una larga tradición de no permitir cambios en las condiciones de pago de los bonos a menos que fuera por unanimidad, doctrina que se presentó como una forma de evitar cualquier posibilidad de cambiar la antigüedad relativa de los bonos y el capital social en bonos corporativos -una empresa podría emitir bonos para sí misma y utilizarlos luego para cambiar las condiciones de pago a favor de los accionistas-, doctrina que se había extendido por defecto a la deuda soberana. Después del *default* de Argentina, las cláusulas de acción colectiva se hicieron comunes en la deuda soberana bajo ley Nueva York. Estas cláusulas implicaban que una vez que cierto número de tenedores de un bono específico acordaban una reestructuración, los cambios se aplicaban a todos los tenedores de ese bono. Esta estrategia, sin embargo, no brindó seguridad contra tenedores de bonos que adquirieran una participación lo suficientemente grande en bonos específicos que les permitiera bloquear la activación de la cláusula de acción colectiva para ese bono. La solución fue la inclusión de cláusulas de “supermayoría” que establecían que en una reestructuración si un cierto porcentaje de tenedores de bonos considerando todas las series acordaban una reestructuración, entonces se aplicaba independientemente del nivel de aceptación dentro de cada bono individual. Se convirtió en una costumbre agregar tanto cláusulas de acción colectiva en los bonos individualmente que conviven con cláusulas de “supermayoría”.

¹⁷ Vea Bolton *et al.* (2020a) y Gelpert *et al.* (2020) para obtener una explicación detallada.

¹⁸ Esta oferta inicial fue fuertemente criticada pero pudo haber sido parte de la estrategia de negociación.

¹⁹ En paralelo, el gobierno siguió pagando su deuda en moneda nacional, y las tasas finalmente bajaron en ese mercado. También ofreció a la deuda en dólares de la ley local los mismos términos que para la deuda de la ley internacional. Esto mejoró la fortaleza institucional para este mercado y también redujo los rendimientos.

²⁰ Una peculiaridad del canje (local) fue que incluyó una serie de bonos en poder (exclusivo) del Banco Central con un valor nominal de 13.800 millones. Al fusionar estos bonos con el conjunto general de bonos, se permitió que el Banco Central usara estos bonos, como lo describiera un inversionista, “bleeding them” en el mercado para esterilizar o intervenir el mercado de cambios. Así, el canje tenía implícita una dilución considerable de la oferta original a través de un aumento potencial en el stock de deuda equivalente a aproximadamente el 15% de la deuda reestructurada.

²¹ La deuda en pesos se reprograma a una tasa de inflación + 2%. Dado que el PIB de Argentina ha crecido alrededor del 2% durante los últimos 40 años, esta deuda no plantea problemas de sostenibilidad. IMF (2020) proporciona un resumen de estas cifras.



■ **Tabla 4.** Sustentabilidad de la Deuda Argentina

	“Valor Nominal (En US\$ Bn)”	(como % del PBI)
Deuda Total	323	80,75
Deuda Intra Sector Público	117	29,25
Deuda Neta	206	51,5
Deuda en moneda local	36	9
Total Deuda en moneda extranjera	170	42,5
Multilaterales	73	18,25
Total Deuda del Sector Privado en moneda extranjera	97	24,25
Tasa de interés promedio de la deuda en moneda extranjera		5,50%
Tasa esperada de crecimiento		4%
Superávit Primario Requerido		0,60%
2019 Superávit Primario		-0,40%

Note: El cómputo asume PBI 400 bn

La deuda denominada en dólares tiene una tasa de interés algo superior al 5% (a los fines del cálculo usamos 5,5%) y el PIB nominal asumimos crece un 4% en dólares (2% para el crecimiento real promedio que Argentina ha experimentado en los últimos 20 años y 2% si se tiene en cuenta a EE.UU. inflación). Con un PIB de 400.000 millones, los 170.000 millones de deuda en moneda extranjera ascienden al 42,5% del PIB y requieren un superávit primario del 0,6%.²² Considerando que Argentina terminó 2019 con un déficit primario del 0,4%, lograr la sostenibilidad no parecía una hazaña imposible. Por lo tanto, podemos decir que Argentina, aunque tal vez enfrentaba restricciones de liquidez, no tenía un problema de solvencia. Esto es relevante porque, en la medida en que aceptamos esta hipótesis, la reestructuración de Argentina parece explicarse mejor por la falta de voluntad de pago que por necesidad.

¿Cuál fue el beneficio de la reestructuración? La figura 12 muestra las obligaciones de deuda (intereses más capital) antes y después de la reestructuración. A partir de estos flujos, podemos calcular tanto la quita como el *debt relief*. La quita mide el cambio en el valor de los bonos cuando se comparan los dos flujos de pago al rendimiento de salida.²³ El *debt relief* calcula los ahorros pero a una “tasa de equilibrio” que es normalmente menor que el rendimiento de salida. El *debt relief* proporciona una medida de la reducción del valor de la deuda en tiempos normales y puede ser una mejor descripción de los ahorros reales.²⁴ Utilizando el rendimiento de salida del 11,5%, el recorte en esta reestructuración fue del 43%, mientras que utilizando el *spread* promedio desde 2005 (con una tasa de aproximadamente 9,8% como “equilibrio”) el *debt relief* no difiere mucho: 37%.

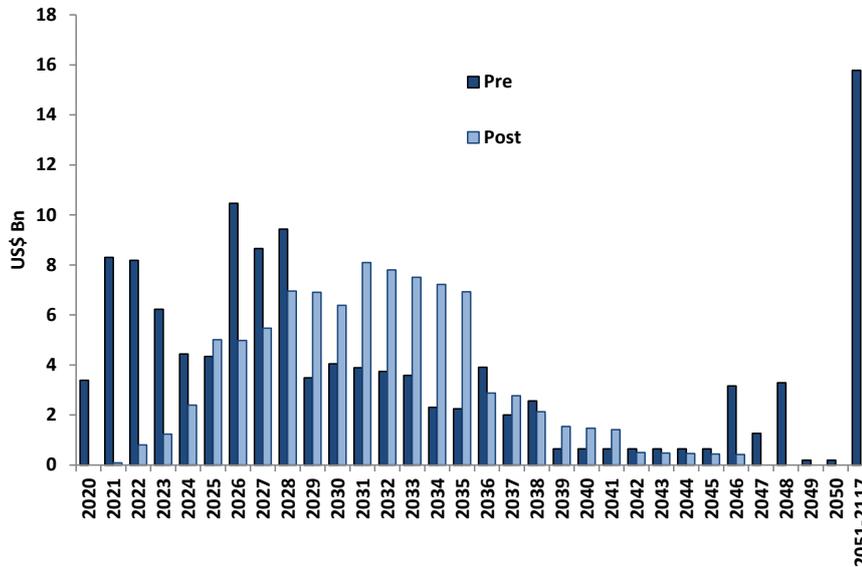
²² La estimación del PIB es controversial ya que no está claro qué tipo de cambio debería utilizarse para convertir el PIB en pesos a dólares. De todos modos, los 400.000 millones representa un nivel razonable. El PIB del 2T 2020 para Argentina fue de 310 mil millones al tipo de cambio oficial.

²³ Vea Sturzenegger y Zettelmeyer (2008) y Cruces y Trebesch (2013).

²⁴ Ver Sturzenegger y Zettelmeyer (2007). El *debt relief* suele ser más pequeño que las quitas e incluso puede ser negativo si los países extienden los vencimientos a tasas superiores a las de equilibrio.



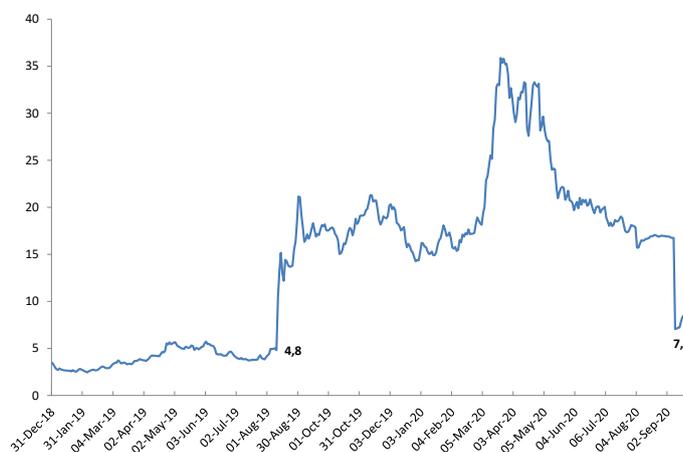
■ Figura 12. Reestructuración de deuda Argentina 2020



¿Cómo podríamos evaluar los beneficios y costos de esta reestructuración? Una forma de hacerlo es comparar los ahorros de la reestructuración con los costos para el sector privado. Los ahorros son bastante claros. Con una quita del 43% sobre 97.000 millones de deuda, la reducción en valor presente es de 41.700 millones. Si bien no hay estadísticas oficiales, podemos suponer que aproximadamente la mitad de esa disminución se aplica a los residentes que tienen deuda de Argentina, por lo que el beneficio neto para los residentes es ligeramente superior a 20 mil millones.

¿Cuál es el efecto sobre el valor de la riqueza privada? Como mencionamos, una forma de aproximar esto es estimar el cambio en la razón de producción de capital. Utilizando (1) y asumiendo un r del 8% y una tasa de depreciación del 8%, la tasa de producción de capital es 1.875 para una participación del capital del 30% y 3.125 si la participación del capital es 50%.²⁵ Un estimador aproximado del aumento en el factor de descuento es comparar el rendimiento de la deuda pública antes de las elecciones primarias y el rendimiento de salida de la reestructuración. Este cambio asciende a 2,23 p.p (véase el gráfico 13), lo que reduce el ratio capital-producto deseado a 1,64 en el primer caso y a 2,73 en el segundo.

■ Figura 13. Spread Argentina vs. Latam



²⁵ El r igual al 8% es una estimación que agrega una prima del 3% a los diferenciales soberanos, probablemente una subestimación.



Con un PIB de 400.000 millones de dólares, esto implica una caída del capital de largo plazo deseado de entre 94.000 y 157.000 millones según la participación del capital. Como se explicó anteriormente, este número es una subestimación de la pérdida a corto plazo, lo que indica que la ganancia neta de la reestructuración de la deuda probablemente haya sido negativa.

¿Por qué estos números proporcionan una evaluación tan negativa del costo-beneficio de la reestructuración de Argentina? Básicamente porque los ahorros son pequeños, dado que la deuda a reestructurar era pequeña y una gran parte estaba en manos de los propios residentes. Además, el hecho de que el incumplimiento fuera difícil de justificar implica que el efecto de credibilidad fue grande, disminuyendo el valor de toda la riqueza privada. De hecho, Argentina ha visto un colapso en su bolsa de valores durante todo el transcurso del año.

4.3. Ecuador

Ecuador siguió un camino similar al de Argentina, aunque evitó un *default* explícito. La situación fiscal de Ecuador estaba un poco más comprometida que la de Argentina. Un *Extended Fund Facility* (EFF) por 4.200 millones acordado con el FMI en 2019 no había tenido los resultados esperados y el déficit se había mantenido relativamente difícil de manejar. De hecho, el acceso al mercado se vio seriamente comprometido incluso antes del brote de COVID. Luego, a principios de 2020, Ecuador se vio afectado por un doble *shock*: el colapso en el precio del petróleo -su principal fuente de ingresos- y el COVID, que empezó a ser un problema para Ecuador, con especial virulencia, en las primeras semanas de 2020. Luego de que la situación empeorara, el 13 de abril el gobierno emitió una solicitud de consentimiento para retrasar alrededor de 811 millones en pagos hasta agosto, para que en el interín se pudiera llegar a un acuerdo con los acreedores. La solicitud fue rápidamente aprobada por una abrumadora mayoría de éstos.

Las razones de este apoyo fueron varias. Primero, Ecuador ya había hecho un ajuste en sus cuentas fiscales, moviendo su déficit general de un máximo de más del 8% en 2016 a alrededor del 3% en 2018 y 2019. En segundo lugar, Ecuador pagó una amortización a principios de abril, incluso a pesar del difícil escenario a corto plazo que enfrentaba (al mismo tiempo anunció que usaría el margen de 30 días para pagar intereses mientras buscaba una solución). Esto señaló la voluntad del gobierno de no imponer grandes recortes a los inversores y evitar un incumplimiento. En tercer lugar, la deuda con respecto al PIB se situaba en torno al 40%, lo que implicaba que con un reperfilamiento inteligente sería factible pagar los compromisos.

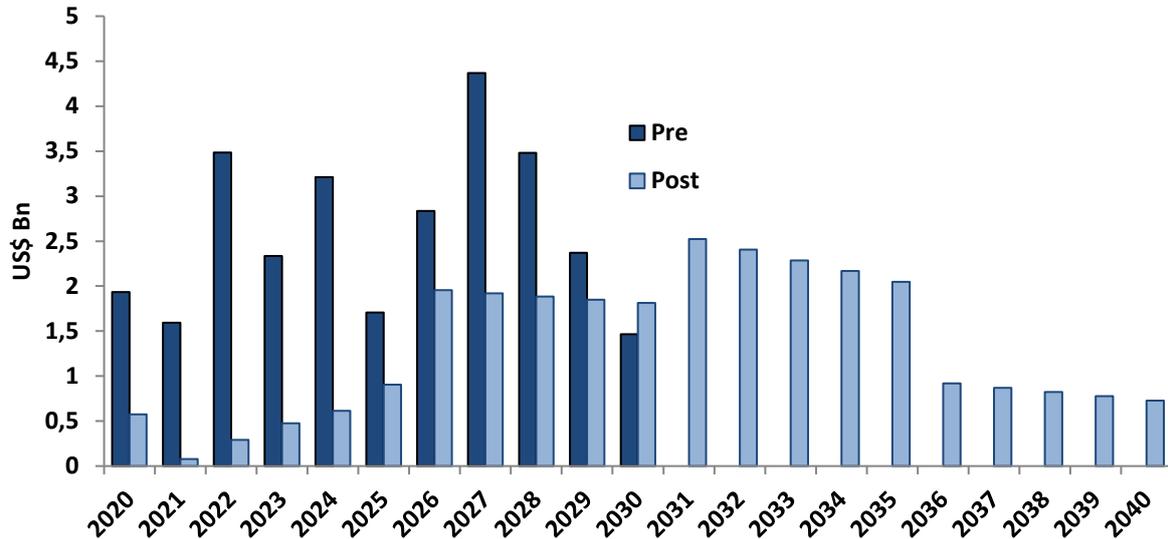
Por supuesto, la situación fiscal se deterioró en 2020 y el acceso a los mercados se cerró inicialmente. En mayo, el FMI otorgó, en el marco del Instrumento de Financiamiento Rápido, un préstamo de 643 millones, señal de que el Fondo proporcionaría apoyo para la economía en el futuro.

Finalmente, las negociaciones continuaron y en julio se alcanzó un acuerdo con una abrumadora mayoría de acreedores. Sin embargo, esto no ocurrió sin contratiempos. De hecho, en *Contrarian Emerging Markets LP c. República del Ecuador*, un fondo de cobertura demandó al gobierno en un intento de bloquear la propuesta, dos días antes de que expirara la oferta de deuda. El caso fue inmediatamente desestimado por el juez Caproni del Distrito Sur de Nueva York y la propuesta pudo seguir su curso.

Los bonos canjeables, con un valor nominal original de 17.400 millones de dólares, se comprimieron en tres bonos con vencimiento en 2030, 2035 y 2040. Los cupones sufrieron una reducción de alrededor del 42%, los vencimientos se extendieron más de 10 años y el capital se redujo alrededor del 9%. El interés devengado se pagó en forma de un bono con vencimiento en 2030, emitido por separado. La Figura 14 muestra el flujo de efectivo de intereses y capital antes y después de la reestructuración. Usando la tasa de salida de 11,5% la quita de 45% fue significativa, y teniendo en cuenta los altos rendimientos de la deuda de Ecuador al 11,9% (calculado utilizando los rendimientos entre 2004 y 2018), el *debt relief* produce una reducción similar. Poco después del acuerdo, el FMI dispuso un préstamo adicional en el marco de su programa EFF por 6.500 millones, con el fin de suavizar la transición.



Figura 14. Reestructuración de Deuda Ecuador 2020



¿Cómo evaluamos los costos y beneficios de la reestructuración de Ecuador? Observe que el rendimiento de salida de la reestructuración de la deuda de Ecuador está en realidad por debajo del 11,9%, el rendimiento promedio de la deuda de Ecuador entre 2004 y 2018. Si usamos los mismos cálculos que para Argentina, eso es agregar un 3 p.p. al diferencial y con una tasa de depreciación del 8%, el cambio del 11,9% al 11,5% en realidad reduce el factor de descuento, por lo que hace *crowding in* del capital en aproximadamente 2000 millones de dólares, si la participación del capital es 0,3, y alrededor de 3000 millones si la participación de capital es 0,5. En resumen, en la medida en que los rendimientos no cambiaron, tampoco lo hace la valoración del capital privado. La reducción del 45% de la deuda sobre los 17.400 millones de deuda suma cerca de 8.000 millones a la ganancia.

Por supuesto, este cálculo es arbitrario. En el segundo semestre de 2019 el rendimiento de la deuda de Ecuador había sido del 9%, por lo que el rendimiento de salida del 11,5% vuelve a mostrar, en relación con esa tasa, un gran aumento. Si se utiliza este aumento de 2,5 p.p, la caída del capital social deseado oscila entre los 16 o 27 mil millones según la participación del capital.

En resumen, es probable que el impacto de un deterioro en las condiciones de financiamiento y evaluación de riesgos en el sector privado tenga un efecto mayor que los ahorros obtenidos a través de la renegociación de la deuda, aunque en el caso de Ecuador, como se argumentó, puede ser difícil concluir si este costo existió o no.

4.4. Un comentario

Los casos de Argentina y Ecuador permiten varias conclusiones. En primer lugar, que es factible reestructurar los términos de los bonos, mostrando así que el mecanismo de la cláusula de acción colectiva cumple su propósito. Si bien el mecanismo ya se había utilizado en varias reestructuraciones más pequeñas dentro de la región, estos casos muestran que también podrían usarse para casos donde los niveles de deuda fueran mayores. En esta dimensión, las experiencias pueden considerarse muy exitosas.

En segundo lugar, el caso de Argentina muestra que una reestructuración es factible incluso en una situación sin dificultades. Es claro que para implementarla se necesitan alcanzar los umbrales mínimos establecidos en las cláusulas de



acción colectiva, pero que éstas se hayan logrado en el caso de la reestructuración de Argentina plantea la cuestión de si las reestructuraciones de la deuda se convertirán en algo más común en el futuro y qué tipo de castigo podría tener que imponer el mercado ex ante, dada la posibilidad de canjes de deuda “injustificables”. Queda por ver si esto implica un nuevo riesgo para la deuda soberana en el futuro. Si lo hace, puede poner esta clase de activos en una senda negativa: más riesgo ex ante implica un costo más alto, y el costo más alto implica que hay un mayor incentivo para reestructurar más adelante, y así sucesivamente...

En tercer lugar, que no está claro que las reestructuraciones de la deuda supusieran un beneficio neto para los países, si se tiene en cuenta el impacto en la riqueza de los residentes. Como ya se discutió en la literatura, el efecto negativo de una reestructuración está directamente relacionado con cuán “excusable” es el incumplimiento. El caso de Argentina proporciona un ejemplo de cómo un gran recorte obtenido en la deuda pública puede tener un costo mayor en términos de riqueza privada. En la medida en que el objetivo sea la riqueza total de los residentes, no hay argumentos claros para la reestructuración de la deuda. Este resultado, en el caso de Argentina, se ve agravado por el hecho de que el monto de la deuda reestructurada fue relativamente pequeño en relación con el PIB, lo que naturalmente reduce el tamaño del beneficio.

En el caso de Ecuador, es más difícil precisar si hubo un aumento en los factores de descuento como resultado de la reestructuración de la deuda. En la medida en que lo hubo, es probable que ese costo sea mayor que el ahorro en la deuda pública, ya que la deuda a reestructurar no alcanzó el 20% del PIB.

En cuarto lugar, y como nota al pie, el intento de Argentina de invalidar las cláusulas de acción colectiva probablemente conducirá a una mejora en su redacción en el futuro, excluyendo el uso del enfoque “Pacman”, fortaleciendo aún más los mecanismos para la reestructuración de la deuda soberana.

En general, el análisis sugiere que, si bien las reestructuraciones son factibles –quizás incluso más de lo que se percibiera inicialmente–, no son gratuitas y, debido a su impacto en la riqueza del sector privado, no se justifican tan fácilmente, incluso cuando los recortes son grandes y las tasas de participación muy significativas, como en los dos casos discutidos aquí.

5. Opciones de política

El análisis anterior permite algunas conclusiones preliminares:

1. Los países han utilizado la deuda soberana como forma de financiamiento crecientemente en los últimos años y lo han seguido haciendo este año.
2. Después de una reducción inicial a principios de 2020, los flujos de deuda siguieron estando disponibles para los países de Latam.
3. La sostenibilidad de la deuda no parece haber sido un problema al entrar en la crisis. Parece que tampoco será un problema al salir de ella.
4. Argentina y Ecuador muestran que el alivio de la deuda son factibles, incluso en situaciones de dudosa necesidad.
5. Si bien las reestructuraciones de la deuda son factibles, es difícil argumentar que brindan beneficios que son mayores que los costos.

Con estos hechos en mente, es difícil considerar necesaria un gran rediseño en los mercados financieros en forma de reestructuraciones preventivas generales o moratorias, y más difícil aún, considerar la necesidad de un cambio en la arquitectura financiera internacional.

De hecho, las propuestas de cambios en los contratos de deuda proliferaron en los comienzos de año cuando las incertidumbres asociadas tanto a la pandemia como a la disponibilidad de capital estaban en su apogeo. A medida que estas incertidumbres se diluyeron, también lo hicieron los llamamientos a una reforma profunda. Sin embargo, esto no significa



que no haya lecciones o implicancias de políticas. A continuación, tratamos de revisar algunas de las propuestas que se han discutido este año agregando algunas ideas propias.

5.1. Préstamos oficiales

Es un hecho histórico que en escenarios de gran conmoción la deuda oficial aumenta, compensando el posible retroceso de la deuda privada (ver Horn *et al.* (2020)). Así que era predecible que, en el contexto de COVID-19, las instituciones financieras multilaterales aumentaran su apoyo. El FMI intensificó el uso de la Facilidad de Crédito Rápido (*"Rapid Credit Facility"*), el Instrumento de Financiamiento Rápido (*"Rapid Financing Instrument"*), la Línea de Crédito Flexible (*"Flexible Credit Line"*) y el Fideicomiso de Contención y Alivio de Catástrofes (*"Catastrophe Containment and Relief Trust"*) (aunque de este último solo Haití fue beneficiario en la región). A septiembre, el monto otorgado en la región ascendía a 50 mil millones, apoyo que representa apenas algo menos del 1% del PIB de la región. El BID incrementó el apoyo a través de la Línea de Crédito Contingente para Emergencias por Desastres Naturales (*Contingent Credit Facility for Natural Disaster Emergencies*) con un tope equivalente al menor de 100 millones o 1% del PIB. En cualquier caso, el alcance de los préstamos oficiales parece limitado.

En abril, los países del G20 acordaron suspender temporalmente el servicio de la deuda de los reembolsos de préstamos oficiales bilaterales de un grupo de 76 de los países más pobres (los países dentro del conjunto IDA más Angola). Gulati (2020) estima que este acuerdo equivalía a 2% del potencial déficit de financiación de los países de renta baja y media en 2020.

Estas soluciones, aunque bien intencionadas, parecen difíciles de ser ampliadas con poca antelación, y los prestamistas oficiales no tienen la fuerza para compensar los cambios en el flujo de capital privado. Esta es la razón por la que necesitamos brindar una discusión sobre posibles mejoras que podrían brindar un mejor seguro de manera rápida abarcando tanto a los acreedores públicos como privados.

5.2. Derechos de propiedad

Durante una crisis como la de este año, la economía pasa a un estado de "hibernación" en el que no se puede producir y no se puede o no se quiere consumir.²⁶ Es como si la economía optara por no operar o hacerlo a escala reducida durante este período. Las cuarentenas (*lockdowns*) son la manera en que se implementa esta opción a nivel de políticas públicas. Pero estas, debido a que se enfocan en la salud de los trabajadores, típicamente definen bastante bien las limitaciones al uso de la mano de obra, mientras que se adopta un enfoque mucho más difuso en relación con el uso del capital. En otras palabras, el trabajo puede entrar en un punto muerto, forzado por la regulación, mientras que las obligaciones de capital, incluidos los pagos de la deuda, permanecen indefinidos.

En ese contexto, hay una discusión sobre cómo manejar los pagos al capital durante las cuarentenas. Por ejemplo, si el estado no permite que un trabajador vaya a trabajar, ¿por qué al mismo tiempo permite que su terrateniente le cobre su alquiler? Parece que la imposición para el trabajador debería correlacionarse de alguna manera con el bloqueo en algunas de las obligaciones que tiene este trabajador. Por supuesto, esto es difícil de implementar porque no todos los trabajadores se ven afectados de la misma manera, pero no significa que el problema no deba abordarse *ex ante*. Parece natural que se establezca una correlación entre las restricciones impuestas por los bloqueos a ciertos jugadores y las obligaciones de esos jugadores con terceros. Esto parece una incómoda pero necesaria discusión para tener en anticipación a situaciones futuras.

²⁶ Ver, por ejemplo, Sturzenegger *et al.* (2020).



Aplicada a un país, la analogía es más clara y la implementación quizás más sencilla. Si un país está en cuarentena, tiene sentido poner en cuarentena los pagos de la deuda que debían financiarse con el PIB que ya no se producirá. Esta es la propuesta de *standstill* a la que nos referimos ahora.

5.3. Standstills

A principios de año, un grupo distinguido de colegas argumentó –en lo que más tarde se denominó la “propuesta de Bolton”– que la gravedad de la crisis requería postergar o perdonar los pagos de la deuda (un *standstill*).²⁷ La propuesta fue motivada por el temor de que los países puedan verse atrapados en la necesidad de desviar el gasto de objetivos sanitarios hacia el servicio de los intereses de la deuda. En el momento de la propuesta, como se mencionó anteriormente, se había acordado un *standstill* para la deuda bilateral oficial con los países pobres, proporcionando así una señal coordinada en esta dirección.

Por supuesto, esto no puede ser implementado arbitrariamente, ni se puede esperar que el mercado brinde gentilmente tal alivio (de hecho, en Ecuador el mercado permitió un *standstill* pero el acuerdo final reconoció los intereses devengados durante ese período). Gelpern *et al.* (2020), Bolton *et al.* (2020a) y Bolton *et al.* (2020b) proponen una alternativa. En pocas palabras, su propuesta es dejar de lado el pago de intereses para que pueda utilizarse para gastos relacionados con la pandemia. Para evitar cualquier comportamiento oportunista, este gasto sería supervisado por organismos internacionales. Sin embargo, esta propuesta perdió fuerza durante los meses siguientes, ya que el brote de COVID-19 no desarrolló las características explosivas que predijeron los modelos SIR iniciales.

La propuesta simplemente traía al ámbito de la deuda soberana, una política que es bastante común en otros entornos. Las moratorias son habituales en la regulación bancaria y fiscal. Se utilizan, por ejemplo, cuando un estado o región se considera una “zona de desastre”. Por lo general, la regulación bancaria suspende los acuerdos contractuales, como el provisionamiento de crédito y el pago de intereses. La clasificación de una determinada zona como “zona de desastre” también implica la suspensión del pago de impuestos y produce automáticamente un aplazamiento de las fechas de vencimiento. Por lo tanto, si se puede encontrar un organismo confiable para establecer cuándo ocurre esta situación de “desastre”, se podría incluir un enfoque similar en deuda soberana.

En una nota de advertencia, Hatchondo *et al.* (2020) señalan que si los *shocks* son lo suficientemente grandes, los *standstills* se mejoran con una transacción que incluye algún *debt relief*. La razón por la que una reestructuración aumenta el valor para todas las partes es porque a medida que la deuda se vuelve más difícil de pagar (y el *standstill* simplemente patea el problema hacia adelante), aumenta el riesgo de incumplimiento. Más allá de un cierto umbral de endeudamiento, un recorte que haga sustentable la deuda es mejor para todos, como cuando una empresa privada reestructura su deuda para recuperar su rentabilidad. Este es el punto también señalado por Guzman *et al.* (2016): si las reestructuraciones de la deuda no garantizan la sostenibilidad, no ayudan a resolver el problema en cuestión. Si los *shocks* son pequeños, por otro lado, los beneficios del *standstill* también son pequeños y los países pueden preferir evitar cualquier modificación.

Esto deja relativamente poco espacio para la implementación de los *standstill*, ya que parecen estar dominados por la inacción, toda vez que el *shock* no sea demasiado grande, y por la reestructuración, en caso en que el *shock* sea lo suficientemente fuerte.

Sin embargo, esto no significa que no se deban considerar cláusulas destinadas a tener en cuenta este tipo de fenómenos. De hecho, acuerdos previos para un *standstill* ante eventos catastróficos podrían incluirse en futuros convenios de bonos en la medida en que se pueda encontrar una organización neutral o un indicador objetivo que active la cláusula. Por ejemplo, permitir que la deuda se posponga o refinance a un tipo de interés bajo si el crecimiento mundial es inferior a un umbral

²⁷ Ver Bolton *et al.* (2020b).



determinado puede incluirse fácilmente en futuros acuerdos de préstamo. Las instituciones financieras multilaterales deberían encabezar este esfuerzo, quizás incluyéndolas en sus propios convenios, una versión de deuda contingente, a la que ahora nos referiremos.

5.4. Deuda contingente

Parece obvio la conveniencia de emitir deuda que depende de algunos factores de riesgo o de algunos resultados específicos. Una cláusula que produzca un *standstill* en el caso de una pandemia, un desastre natural, una recesión mundial o un pico en el índice VIX podrían ser ejemplos de esto.

La deuda contingente ha sido ampliamente analizada en círculos académicos y políticos. Se clasifican en: aquellos en los que (el pago de) el interés y/o principal está atado a un evento determinado ("*linkers*"); aquellos en los que el tamaño de los pagos está ligado a ciertos eventos ("*floaters*"); y aquellos que retrasan el vencimiento al desencadenar ciertos eventos ("*extendibles*"). (Ver IMF (2017) para una revisión sobre estos instrumentos).²⁸

Si bien la idea tiene mucho sentido, hasta ahora no ha ganado mucha tracción por varias razones: a) primero porque el pago contingente implica la valoración de una prima de "seguro" en los bonos que los mercados encuentran difícil de medir, por lo que terminan cobrando un precio alto con lo que la deuda contingente puede ser costosa²⁹; b) algunas de las cláusulas contingentes están sujetas a importantes problemas de riesgo moral, no solo en términos de política (sería plausible cambiar ciertas políticas para forzar la activación de la cláusula), sino en la manipulación de datos, como cuando Argentina supuestamente manipuló sus datos de crecimiento para 2013 para evitar pagar su bono indexado al PIB; c) Proporciona una mejora solo si los inversores pueden diversificar su riesgo más barato que un soberano, una suposición que sería difícil pensar que se de regularmente. Puede ocurrir frente a *shocks* muy idiosincrásicos, pero no necesariamente si estos están fuertemente correlacionados con *shocks* globales.

Por supuesto, se puede pensar en la mitigación de algunos de estos problemas. Por ejemplo, Gelpern *et al.* (2020) propone la desafiante idea de utilizar una Resolución del Consejo de Seguridad de la ONU, en virtud del Capítulo VII de la Carta de la ONU, tal como fue "utilizada en 2003 para proteger temporalmente los activos de Irak de los acreedores, amenazada por medidas legales internas en los Estados Unidos y el Reino Unido", actuando así como un disparador exógeno para evitar problemas de riesgo moral.

Buchheit y Gulati (2020) proponen un "COVID-codicil", es decir, introducir una serie de reglas para las que se faciliten cláusulas de acción colectiva (i.e. que requieran mayorías menores) dentro de eventos muy concretos, un marco temporal muy claro y la participación de un tercero como el FMI.

Si bien desde un punto de vista conceptual el marco es claro, hasta ahora los mercados parecen preferir dividir los riesgos en instrumentos que se centran en un riesgo específico, de modo que agrupar estos seguros en un solo instrumento sigue siendo desafiante.

Muchos marcos legales incluyen el concepto de "fuerza mayor": un cambio inesperado en las condiciones bajo las cuales se ha firmado un contrato, permitiendo su cambio. Si bien algunos autores han sugerido el uso de "fuerza mayor", creemos que su uso en deuda soberana generaría demasiada incertidumbre y es poco probable que se sostenga en un tribunal, especialmente cuando la mayoría de los países sigue al día en sus pagos. Por lo tanto, este enfoque debe descartarse en favor de intentar construir cláusulas contractuales que especifiquen el tipo de eventos y riesgos a cubrir.

²⁸ La suspensión de la deuda discutida en la subsección anterior es un ejemplo de un "*linker*", donde los pagos dependen de la activación de un evento específico.

²⁹ En algunos casos, el remedio puede ser peor de lo que se suponía que debía arreglar. Un ejemplo es el bono F(lotante)RAN de Argentina, emitido en la década de 1990 y que tenía un pago vinculado al riesgo país. Cuando unos años después Argentina incumplió este bono comenzó a devengar tasas de alrededor del 50% anual, por lo que una oferta inicial de 300 millones terminó costando 6 mil millones de dólares unos años después.



5.5. Recompra de deuda

Stiglitz y Rashid (2020) han sugerido la recompra de deuda como una forma de reducir la carga de la deuda.³⁰ Este enfoque puede pensarse como una forma específica de reestructuración de deuda: una en la que la compensación a los acreedores es en efectivo.³¹ Una crítica común a este enfoque es que la recompra de la deuda haría subir el precio de la deuda y se volvería contraproducente, pero lo mismo puede decirse de cualquier reestructuración y, sin embargo, se han logrado recortes considerables. En nuestra opinión, esto no parece ser una crítica válida.

Independientemente del costo-beneficio de presionar por un gran *haircut*, el problema con esta propuesta es la disponibilidad de fondos para hacer tales recompras. El hecho de que las reestructuraciones de deuda normalmente emitan deuda a tasas inferiores a las del mercado implica que cancelar la deuda con efectivo realmente no proporciona ningún beneficio distintivo al deudor y, por lo tanto, se ha utilizado menos en los últimos tiempos, excepto tal vez como “endulzantes” en algunos acuerdos de deuda.

5.6. Madurez de la deuda

Hasta finales del siglo XIX, la mayor parte de la deuda soberana se emitía en forma de consoles, i.e. perpetuidades, que podían recomprarse a la par en cualquier momento. Cuando se abandonó el patrón oro, estos instrumentos fueron discontinuados: vencimientos más cortos actuaron como un mecanismo de compromiso para un mejor comportamiento fiscal, particularmente para evitar la posibilidad de que los gobiernos incumplieran con el principal a través de una inflación mayor a la esperada.

Los bonos ajustados por inflación permitirían recrear la estructura de las perpetuidades tradicionales. ¿Qué ventaja tendría esta estrategia de financiación? Nosotros vemos varias. Primero, una perpetuidad proporcionaría una asignación óptima de carga de la deuda entre generaciones, como sugeriría un programa de planificación intertemporal. La estructura de las perpetuidades también reduce el riesgo de eventos de deuda porque evita la necesidad de cambios abruptos en los requerimientos de financiamiento. Por ejemplo, el fuerte aumento en el pago de cupones de la reciente reestructuración argentina conduce a cambios abruptos en las necesidades de financiamiento que genera un riesgo adicional. Finalmente, el hecho de que las refinanciaciones (*rollovers*) desaparecen de la ecuación también reduce los riesgos de la propia deuda y la vulnerabilidad ante una posible falta de financiación. Por lo tanto, si bien una estructura de perpetuidad no proporcionaría el tipo de efectos de seguro que discutimos anteriormente, reduciría las dificultades.

Si con este tipo de bonos indexados se elimina el riesgo de inflación, ¿por qué no se utilizan en la práctica? Una respuesta simple es el costo. A medida que los vencimientos se extienden, una curva de rendimiento con pendiente positiva significa que el financiamiento a largo plazo es más caro que la deuda a corto plazo y ¡no hay deuda de más largo plazo que las perpetuidades! Como decíamos la pendiente positiva en la curva de rendimiento deviene de problemas de compromiso y dilución asociadas a la deuda de largo plazo.

Sin embargo, nos gustaría argumentar que el uso de perpetuidades podría conducir a un nivel de deuda más óptimo. La razón de esto es que la deuda a corto plazo en realidad distorsiona la percepción del costo de la deuda, reduciéndolo. Shafir *et al.* (1997) muestran que cuando se enfrenta a dos flujos de ingresos, uno que es mayor en valor real pero menor en valor nominal, la gente tiende a confundirse y elegir el pago que tiene flujos nominales más grandes. Aplicado a la deuda, esto implica que el costo percibido de la deuda a largo plazo es mayor que el de la deuda a corto plazo, incluso si en valor presente la deuda a largo plazo es más barata. Por ejemplo, al comparar una deuda que paga una tasa de interés del 5% durante 10 años con un bono de 100 años que paga el 4% durante 100 años, los resultados de Shafir, Diamond y Tversky

³⁰ El artículo canónico es Krugman (1988) quien propuso por primera vez la idea de que el alivio de la deuda puede ser beneficioso para ambas partes.

³¹ En los años 80 también se realizaron algunas recompras de deuda a cambio de acciones de empresas estatales.



sugieren que la gente elegiría el bono con una tasa de interés del 5%, que tiene pagos totales de 150 vs un pago de 500 en el bono centenario. Sin embargo, el bono centenario es más barato.

Así, el uso de deuda a corto plazo “sesga” la percepción sobre los costos de la deuda a la baja, un sesgo que es mayor cuanto más corto es el vencimiento de la deuda. El uso de perpetuidades cambia la percepción del costo de la deuda y podría decirse que conduciría a un uso mucho menor de la deuda. Los niveles más bajos de deuda, a su vez, proporcionarían una posición más sólida para utilizarla en momentos de dificultad.

En la década de 1990, los instrumentos de deuda soberana se desarrollaron como una “creación” impulsada por el apoyo del Tesoro de los Estados Unidos que garantizaba el capital de los bonos Brady. En la misma línea, las perpetuidades a largo plazo podrían convertirse en una nueva innovación a explorar, por qué no, en la deuda multilateral.

5.7. Conclusiones

En los 2000, frente a importantes incumplimientos de la deuda, hubo un gran debate sobre si debiera implementarse un mecanismo concertado multilateral o multinacional para hacer frente al sobreendeudamiento de deuda soberana. Del otro lado estaba la visión contractual, la idea de que los contratos podrían contener una serie de cláusulas que permitirían la flexibilidad necesaria para reestructuraciones exitosas. La visión contractual triunfó y ha permitido que los mercados de deuda soberana se fortalezcan a lo largo de los años, al tiempo que ha permitido algunas reestructuraciones ocasionales de la deuda.

2020 puso a prueba este marco. Para empezar, el mercado siguió funcionando con relativa normalidad y el financiamiento permaneció abierto y disponible. Al mismo tiempo, se completaron con éxito varias reestructuraciones. De hecho, en todo caso, podríamos decir que el marco permitió reestructuraciones incluso cuando la sostenibilidad no estaba obviamente en juego.

Sin embargo, este éxito relativo no significa que el sistema no pueda ser mejorado. En primer lugar, una discusión sobre los derechos de propiedad en el marco de eventos disruptivos como los experimentados este año está bien justificada. Si una economía sufre una gran conmoción, se debe tener una discusión sobre qué contratos y derechos de propiedad deben hacerse cumplir y cuáles deben detenerse, contratos de deuda entre otros. La crisis de COVID-19 mostró que este era un problema para el que no estábamos preparados en absoluto. Incluir cláusulas que identifiquen eventos catastróficos bajo los cuales el pago puede volverse contingente o ser retrasado, explorar el papel de las multilaterales como instituciones independientes que puedan identificar estos eventos, y explorar vencimientos a más largo plazo como una forma de reducir los riesgos en momentos de dificultad o corregir el sesgo de subestimación producido por la deuda de corto plazo, son todas posibles vías abiertas a la exploración.

Lo que está claro es que la deuda soberana está viva y, aunque siempre sujeta a mejoras, ha funcionado bastante bien.



REFERENCIAS

Abbas, S. A., Pienkowski, A., and Rogoff, K. (2019). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press.

Asonuma, M. T., d Chamon, M. M., Erce, A., and Sasahara, A. (2019). *Costs of sovereign defaults: Restructuring strategies, bank distress and the capital inflow-credit channel*. International Monetary Fund.

Asonuma, M. T., Peraza, G., Vitola, K., and Tsuda, M. T. (2014). *Sovereign debt restructurings in Belize: Achievements and challenges ahead*. Number 14-132. International Monetary Fund.

Bolton, P., Buchheit, L., Gourinchas, P.-O., Gulati, M., Hsieh, C.-T., and Weder di Mauro, B. (2020a). *Born out of necessity: A debt standstill for COVID-19*. Available at corpgov.law.harvard.edu/2020/05/13/born-out-of-necessity-a-debt-standstill-for-covid-19.

Bolton, P., Buchheit, L., Gourinchas, P.-O., Gulati, M., Hsieh, C.-T., and Weder di Mauro, B. (2020b). *A debt standstill for COVID-19 in low- and middle-income countries*. VOX, CEPR Policy Portal. Available at voxeu.org/article/debt-standstill-covid-19-low-and-middle-income-countries.

Borensztein, E. and Panizza, U. (2009). *The costs of sovereign default*. IMF Staff Papers, 56(4):683–741.

Buchheit, L. C. and Gulati, G. M. (2020). *Avoiding a lost decade—sovereign debt workouts in the post-COVID era*. Available at SSRN 3704048.

Cochrane, J. H. (2020). *More on debt*. Available at johnhcochrane.blogspot.com/2020/09/more-on-debt.html.

Cruces, J. J. and Trebesch, C. (2013). *Sovereign defaults: The price of haircuts*. American economic Journal: macroeconomics, 5(3):85–117.

Das, U. S., Papaioannou, M. G., and Trebesch, C. (2012). *Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts*. International Monetary Fund Washington, DC.

F.Buera, Fattal-Jaef, R., Hopenhayn, H., Neumeyer, A., and Shin, J. (2020). *The economic ripple effects of COVID-19*. Slides (video), Universidad Di Tella, (June 3, 2020, this version July 31, 2020).

Feibelman, A. (2017). *Ecuador's 2008-09 debt restructuring: A special case?* Juan Pablo Bohoslavsky & Kunibert Raffer, *Sovereign Debt Crises: What Have We Learned*, Tulane Public Law Research Paper, Available at SSRN: ssrn.com/abstract=2960650:17–5.

Fuentes, M. and Saravia, D. (2010). *Sovereign defaulters: Do international capital markets punish them?* Journal of Development Economics, 91(2):336–347.

Gelos, R. G., Sahay, R., and Sandleris, G. (2011). *Sovereign borrowing by developing countries: What determines market access?* Journal of international Economics, 83(2):243–254.

Gelpern, A., Hagan, S., and Mazarei, A. (2020). *Debt standstills can help vulnerable governments manage the COVID-19 crisis*. Available at www.piie.com/blogs/realtimeeconomic-issues-watch/debt-standstills-can-help-vulnerable-governments-manage-covid



González, F., Dip, J., and London, S. (2020). Efectos de largo plazo de una gran pandemia: el caso de la pandemia de influenza 1918 en argentina. Documento de trabajo RedNIE, 2020-22.

Grossman, H. and van Huyck, J. (1988). Sovereign debt as a contingent claim: Excusable default, repudiation, and reputation. *American Economic Review*, 78(5):1088–97.

Guzman, M., Ocampo, J. A., and Stiglitz, J. E. (2016). *Too little, too late: The quest to resolve Sovereign debt crises*. Columbia University Press.

Hatchondo, J. C., Martinez, L., and Sosa-Padilla, C. (2020). Sovereign debt standstills. Mimeo. Notre dame.

Horn, S., Reinhart, C., and Trebesch, C. (2020). *Coping with disasters: Lessons from two centuries of international*.

IDB (2020). La educación en tiempos del coronavirus: Los sistemas educativos de américa latina y el caribe ante COVID-19. Available at publications.iadb.org/es/la-educacion-en-tiempos-del-coronavirus-los-sistemas-educativos-de-america-latina-y-el-caribe-antecovid-19

IMF (2013). Sovereign debt restructuring: Recent developments and implications for the fund’s legal and policy framework. IMF Board Paper.

IMF (2017). State-contingent debt instruments for sovereigns. Policy paper, IMF.

IMF (2020). Argentina: Technical assistance report-staff technical note on public debt sustainability. Country Report No. 20/83.

Jahan, S. (2013). Experiences with sovereign debt restructuring: Case studies from the oecs/eccu and beyond. Schipke, A., A. Cebotari, and N. Thacker, eds. *The Eastern Caribbean Economic and Currency Union: Macroeconomic and Financial System*. Washington: International Monetary Fund.

J.P. Morgan (2020). Ecuador debt restructuring: there is no try. Latin America Emerging Markets Research.

Krugman, P. R. (1988). Financing vs. forgiving a debt overhang. Technical report, National Bureau of Economic Research.

OECD (2020). A “debt standstill” for the poorest countries: How much is at stake? Tackling coronavirus (COVID-19).

Panizza, U., Sturzenegger, F., and Zettelmeyer, J. (2020). The economics and law of sovereign debt and default’ (2009). *Journal of Economic Literature*, 47:651.

Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton university press.

Richmond, C. and Dias, D. A. (2008). Duration of capital market exclusion: Stylized facts and determining factors. Department of Economics, University of California, Los Angeles.

Sachs, J. D. (2020). Argentina and how to avoid global financial catastrophe by jeffrey d. sachs. Available at www.project-syndicate.org/commentary/argentina-debt-restructuring-avoid-global-financial-crisis-by-jeffrey-d-sachs-2020-05?barrier=accesspaylog



Shafir, E., Diamond, P., and Tversky, A. (1997). Money illusion. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2):341–374.

Stiglitz, J. and Rashid, H. (2020). Averting catastrophic debt crises in developing countries extraordinary challenges call for extraordinary measures. CEPR POLICY INSIGHT No. 104. Available at cepr.org/sites/default/files/policyinsights/PolicyInsight104.pdf

Sturzenegger, F. *et al.* (2020). Should we hibernate in a lockdown? *Economics Bulletin*, 40(3):2023–2033.

Sturzenegger, F. and Zettelmeyer, J. (2006). *Debt defaults and lessons from a decade of crises*. MIT press.

Sturzenegger, F. and Zettelmeyer, J. (2007). Creditors' losses versus debt relief: Results from a decade of sovereign debt crises. *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3):343–351.

Sturzenegger, F. and Zettelmeyer, J. (2008). Haircuts: estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998–2005. *Journal of international Money and Finance*, 27(5):780–805.

Uribe, M. and Schmitt-Grohé, S. (2017). *Open economy macroeconomics*. Princeton University Press.



PNUD América Latina y el Caribe
COVID 19 | SERIE DE DOCUMENTOS DE POLÍTICA PÚBLICA



www.latinamerica.undp.org

Agradecemos el apoyo de la Cooperación Española.

