

Crisis del poder monetario y de la deuda soberana: El argumento renovado a favor de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana

At Issue

Karina Patricio Ferreira Lima,
Universidad de Leeds



Octubre 2022

Las crisis de deuda soberana que amenazan a los estados del Sur Global tienen menos que ver con la mala gestión fiscal y más con el poder monetario en la jerarquía monetaria mundial, y hasta que se aborde ese problema, estos estados seguirán siendo vulnerables a las crisis de deuda y sus consecuencias punitivas. En ausencia de un cambio fundamental en la geopolítica del dinero global, se necesita un mecanismo equitativo a corto plazo para evitar una nueva ola de crisis de deuda soberana.

Contrariamente a lo comúnmente aceptado sobre los fundamentos fiscales, lo que determina la solvencia de los Estados es su fortaleza monetaria: La capacidad de emitir deuda en su propia moneda y el grado en que dicha moneda cumple con las funciones del dinero a nivel internacional. Las crisis de deuda soberana no son necesariamente producidas por desgracias o mala gestión de las finanzas públicas, sino que son una característica sistémica del sistema monetario internacional actual. Para hacer frente a los crecientes riesgos de cesión de pagos desordenados y a la crisis del multilateralismo, el Fondo Monetario Internacional debe tener en cuenta los determinantes monetarios de las crisis de la deuda soberana y apoyar la creación de un mecanismo internacional de reestructuración de la deuda soberana.

La visión dominante sobre las crisis de la deuda soberana, comúnmente reproducida en la política del FMI, tiende a atribuir tales crisis a una amplia gama de desgracias o malas gestiones. Se

dice que tales factores resultan en la incapacidad o falta de voluntad del soberano para cumplir con sus obligaciones financieras, lo que lleva a la cesión de pagos. A menudo, este punto de vista sirve como base para narrativas moralizantes que tienden a culpar al Estado deudor por su propia insolvencia y piden la adopción de programas de austeridad como una medida de responsabilidad hacia los acreedores.

Si bien las desgracias fiscales y la mala gestión podrían ser parte de la explicación, tal punto de vista tiende a descuidar los factores monetarios en la raíz de la insolvencia soberana. La liquidez es la clave para entender las causas estructurales de las crisis de deuda soberana. La insolvencia soberana debe concebirse no como la incapacidad o la falta de voluntad de un Estado para pagar sus deudas, sino más bien como la incapacidad de garantizar la liquidez de forma continua o de acceder a ella de otra forma.

Sin embargo, en el mundo, los Estados acceden a la liquidez de



Dr Karina Patricio Ferreira Lima es profesora de Derecho Comercial en la Facultad de Derecho de la Universidad de Leeds, Reino Unido. Tiene un doctorado en Derecho de la Universidad de Durham, Reino Unido, donde fue becaria de *Modern Law Review* (2018-2020). Sus áreas de especialización incluyen la gobernanza económica mundial, las instituciones financieras internacionales y la arquitectura legal internacional del dinero y las finanzas. Está particularmente interesada en el papel de los arreglos financieros y monetarios en las estrategias de desarrollo y sostenibilidad ambiental. Recibió el Premio Hart en Derecho Económico Internacional de la Sociedad de Derecho Económico Internacional (SIEL) 2022 por su investigación doctoral sobre los fundamentos de economía política del derecho internacional de quiebra soberana.

manera desigual debido a los niveles asimétricos de poder monetario. Mientras el sistema monetario internacional se construya sobre una jerarquía monetaria mundial, tales crisis no desaparecerán.

El enfoque mayoritario centrado en lo fiscal sobre las crisis de la deuda soberana y sus consecuencias para la política del FMI

El enfoque dominante sobre las crisis de deuda soberana tiende a concebir esta cuestión como de disciplina fiscal. Se entiende que esas crisis pueden evitarse mediante la recaudación y asignación de recursos fiscales suficientes para atender las obligaciones de la deuda. Ejemplos de ello son el límite de deuda nominal establecido en Estados Unidos y el límite máximo de la deuda agregada basado en la relación deuda/PIB establecida en los artículos 121 a 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y el Protocolo 12 sobre el procedimiento de déficit excesivo en su anexo.

En el ámbito internacional, esta opinión se refleja en la Evaluación de la Sostenibilidad de la Deuda (DSA, por su sigla en inglés) del FMI, que orienta todas las actividades de supervisión, préstamos y supervisión de desembolsos del FMI. La principal preferencia de política de la DSA para buscar la sostenibilidad es generar superávits fiscales primarios y reducir la relación deuda/PIB, en particular, a través del ajuste fiscal. La evaluación busca evaluar el nivel de riesgo país y el riesgo de una crisis de deuda, en ambos casos medidos sobre la base de indicadores cuantitativos.

A pesar de su influencia sustancial en la mayoría de los marcos jurídicos que rigen la deuda soberana,

los enfoques centrados en el ejercicio fiscal son conceptualmente incompletos. La importancia práctica de tales premisas ha sido puesta en tela de juicio por los desarrollos de políticas desde la crisis financiera mundial (CFM) de 2008-2009 y, más prominentemente, la crisis del Covid-19.

Por ejemplo, el enfoque es insuficiente para explicar la disminución significativa de los rendimientos de los bonos soberanos de la periferia de la zona euro a pesar de los índices récord de deuda/PIB, o las brechas de capacidad entre las economías avanzadas y las economías en desarrollo y emergentes (EDE) para financiar programas de emergencia y recuperación durante la crisis del Covid-19. Esto último cobra relevancia a medida que los impactos económicos de la recuperación desigual de la pandemia y la guerra en Europa, combinados con el endurecimiento monetario de los bancos centrales, amenazan con una ola de crisis de deuda soberana en las EDE.

Los factores monetarios que sustentan las crisis de deuda soberana

La razón detrás de las limitaciones conceptuales de los enfoques convencionales de la deuda soberana centrados en lo fiscal es que las crisis de la deuda soberana no solo están determinadas por las cuestiones fiscales, sino también por factores monetarios. En esencia, la capacidad de un Estado para evitar tales crisis depende de su nivel de capacidad monetaria.

El concepto de capacidad monetaria, tal como se emplea aquí, incluye tanto la capacidad de un Estado para emitir deuda soberana en su propia moneda como el grado en que una moneda nacional es capaz de cumplir las funciones de unidad de cuenta monetaria, medio de intercambio y reserva de valor a nivel internacional. En particular, el dinero que puede funcionar como moneda de reserva internacional es muy buscado porque proporciona seguridad frente a la incertidumbre económica. Si bien se puede decir que la relación entre la soberanía monetaria restringida y las crisis de deuda soberana es un asunto de sabiduría convencional, se descuida la jerarquía monetaria como factor clave que sustenta tales crisis.

La importancia de la jerarquía monetaria como determinante estructural de las crisis de deuda soberana es triple. En primer lugar, la capacidad de un Estado para acceder a la liquidez para refinanciar la deuda soberana depende de la jerarquía de su moneda en el sistema monetario internacional. Los flujos de capital tienen un carácter cíclico en la periferia del capitalismo mundial y un efecto anticíclico en el núcleo, particularmente durante las caídas en el ciclo financiero, cuando los participantes del mercado tienen una mayor percepción del riesgo (véase el Observador de Invierno de 2021). Como resultado, el cumplimiento de los contratos de deuda soberana de los Estados monetariamente periféricos se ve afectado significativamente por los movimientos mundiales que están más allá de sus regulaciones fiscales. En última instancia, depende de su capacidad para acceder a los mercados

El FMI debe basarse en su memoria institucional para restablecer su apoyo a un mecanismo internacional de reestructuración de la deuda soberana

financieros dominados por inversores y prestamistas privados e institucionales, ubicados principalmente en el núcleo.

En segundo lugar, la capacidad fiscal de un Estado está críticamente influenciada por la posición de su moneda en la jerarquía mundial. El carácter cíclico de la liquidez mundial en la periferia del sistema monetario internacional hace que los países periféricos sean más vulnerables a los retiros rápidos de contratos denominados en su propia moneda. Esto hace que un país sea más propenso a la inestabilidad del tipo de cambio creada por las subidas y bajadas de liquidez internacional, lo que aumenta la probabilidad de una crisis de deuda soberana. Esto pone en peligro la seguridad de su deuda soberana, que en gran medida depende de factores externos más que de su marco fiscal interno.

Finalmente, la jerarquía monetaria determina la capacidad del Estado para garantizar la seguridad de sus contratos de deuda soberana actuando como prestamista de última instancia (LOLR, por su sigla en inglés), o de otra manera, accediendo al financiamiento de un prestamista internacional de última instancia (ILOLR, por su sigla en inglés). La garantía implica que el Estado, generalmente a través de su banco central, actúe como LOLR en el mercado de bonos del gobierno para garantizar el cumplimiento de los contratos de deuda soberana. Esta es una condición previa para el desarrollo de los mercados de capitales y monetarios, que históricamente han dependido de la emisión de deuda pública garantizada por el dinero del banco central.

Durante la CFM y de Covid-19, los bancos centrales del mundo inyectaron grandes cantidades de liquidez en el sistema finan-

ciario al participar en operaciones de financiamiento monetario, de mercado abierto y flexibilización cuantitativa para reducir el riesgo de los activos financieros, incluida la deuda soberana de sus respectivos gobiernos. Esas respuestas ilustran la capacidad de los Estados centrales para evitar las crisis de deuda soberana mediante la realización de compras a gran escala de deuda soberana, manteniendo así bajos los rendimientos de los bonos incluso frente a los aumentos masivos de la oferta de bonos a raíz del aumento del gasto fiscal.

Sin embargo, la capacidad del LOLR para reducir el riesgo de los activos financieros en su jurisdicción no está igualmente disponible para los Estados monetariamente menos poderosos. En esencia, la capacidad de un Estado para garantizar el cumplimiento de sus contratos de deuda soberana mientras mantiene la estabilidad macroeconómica depende de la jerarquía de su moneda. Dada la mayor propensión de los inversores a disponer de sus activos denominados en moneda periférica durante las ráfagas del ciclo de liquidez, la capacidad de los bancos centrales periféricos para hacer que la deuda soberana sea segura actuando como un LOLR es limitada en comparación con los bancos centrales. Esas dinámicas, aunque rara vez se discuten fuera de los círculos especializados, han contribuido significativamente a la recuperación desigual de la pandemia (véase el *Observador de Verano de 2020*).

La jerarquía monetaria es igualmente crítica para establecer el nivel y las condiciones bajo las cuales un Estado puede acceder a un ILOLR. El acceso ilimitado e incondicional a la liquidez internacional equivale a una flexibilidad extraordinaria, mientras que el acceso condicional limitado señala

un fuerte límite en la capacidad de un Estado para evitar una crisis de deuda soberana. Desde el CFM, la Reserva Federal de Estados Unidos ha establecido una red de líneas de canje incondicionales e ilimitadas con los principales bancos centrales del mundo, el Banco de Inglaterra, el BCE, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Japón y el Banco de Canadá. Esos acuerdos han aumentado la liquidez disponible para las partes implicadas, reforzando así la seguridad de su deuda soberana al evitar problemas de coordinación.

Sin embargo, en contraste con el acceso incondicional e ilimitado a la moneda más importante del mundo, el dólar estadounidense, de esos bancos centrales, el acceso a las líneas de canje no está igualmente disponible para otros Estados, con algunas excepciones temporales y limitadas a un grupo selecto de Estados monetariamente periféricos en tiempos de crisis.

Esto implica que los Estados monetariamente centrales pueden acceder a acuerdos de canje recíproco ilimitados y no condicionales como un ILOLR, mientras que la mayoría de los Estados monetariamente periféricos se quedan con el FMI como su única fuente de liquidez internacional. Sin embargo, el financiamiento del FMI está sujeto a importantes restricciones de liquidez planteadas por los limitados recursos de la Cuenta General de Recursos (GRA) del Fondo. Además, la aprobación de la mayoría de los servicios de préstamo del FMI está supeditada a la condicionalidad del FMI, que puede limitar sustancialmente la toma de decisiones autónoma por parte del Estado deudor y tener consecuencias económicas y de derechos humanos negativas (véase el *Observador de Otoño de 2020*).

Gobernar las crisis de deuda soberana en un sistema roto: Un llamamiento a la acción urgente del FMI

Para corregir los determinantes monetarios de las crisis de deuda soberana, es esencial restablecer el sistema monetario internacional. Esto significaría, en primer lugar, apartarse de la actual hegemonía del dólar y rediseñar el sistema para que ninguna moneda nacional pueda desempeñar completamente las funciones del dinero a nivel internacional. En segundo lugar, debe diseñarse el sistema de tal forma que distribuya la carga del ajuste de la balanza de pagos por igual entre los países deficitarios y los países con superávit, incentivando así los flujos internacionalmente equilibrados.

Es cierto que una reforma estructural de este tipo requeriría un cambio importante en la geopolítica del dinero mundial que, en las actuales circunstancias, puede no ser viable. Sin embargo, las asimetrías y la brecha de desarrollo planteadas por el actual orden monetario internacional en medio de la perspectiva de una nueva ola de crisis de deuda soberana en las EDE producirán un nivel creciente de malestar social, con consecuencias impredecibles para la comunidad internacional (véase el *Observador de Primavera de 2022*). A falta de la necesaria reforma del sistema monetario internacional, urge un mecanismo a más corto

plazo que establezca una solución justa, basada en normas y acelerada para las crisis de la deuda soberana.

Sin embargo, el FMI se ha mostrado reacio a apoyar un mecanismo estatutario para la reorganización colectiva de la deuda soberana desde al retirada de su propuesta para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana. Presentada en 2001 y abandonada en 2003, la propuesta incluía una paralización de la deuda durante el proceso de reestructuración y un salvataje por el cual el acuerdo de una super mayoría de acreedores con los términos de la reestructuración tendría un efecto vinculante para la minoría. En cambio, el FMI ha cambiado su preferencia política hacia el uso de cláusulas de acción colectiva (CAC) en la reestructuración de bonos. A pesar del valor de tales cláusulas, no pueden proporcionar soluciones efectivas en medio de la creciente diversificación de los acreedores y las prácticas crediticias en los mercados de deuda soberana.

Debido a las limitaciones de las CAC, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y las organizaciones de la sociedad civil han apoyado sistemáticamente el establecimiento de un mecanismo estatutario para hacer frente a las crisis de la deuda soberana. La propuesta es cada vez más relevante a medida que la reestructuración de la deuda soberana

está cada vez más respaldada por disputas geopolíticas, como lo demuestra el conflicto distributivo entre los tenedores de bonos occidentales y los prestamistas oficiales chinos en iniciativas recientes como la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (ISSD) y el Marco Común del G20 (véase el *Observador de Primavera de 2022*).

El desafiante panorama de la deuda de las EDE en medio de la perspectiva de una mayor fragmentación del multilateralismo está colocando la gobernanza legal de las crisis de deuda soberana en el centro de la escena. Es importante que los responsables de la formulación de políticas, incluido el FMI, reconozcan que tales crisis no son necesariamente el producto de la mala suerte o las malas decisiones de los gobiernos individuales, sino más bien una característica sistémica del sistema monetario internacional tal como está diseñado actualmente. Esto permitirá al FMI desarrollar un nuevo marco de políticas que distribuya el costo del ajuste entre el Estado deudor y todos los acreedores. Para ello, el FMI debe confiar en su memoria institucional para restablecer su apoyo a un mecanismo internacional de reestructuración de la deuda soberana.



Bretton Woods Project
33-39 Bowling Green Lane
London EC1R 0BJ
United Kingdom
Tel: +44 (0)20 3122 0561
info@brettonwoodsproject.org

The Bretton Woods Project is an Action-Aid-hosted project, UK registered charity no. 274467, England and Wales charity no. 274467, Scottish charity no. SC045476. This publication is supported by a network of UK NGOs, the C.S. Mott Foundation, the William and Flora Hewlett Foundation, the Wellspring Philanthropic Fund, and the Forge Foundation.

The views expressed in this publication by guest authors do not necessarily represent those of the Bretton Woods Project.

 @brettonwoodspr
 facebook.com/BrettonWoodsProject
 www.brettonwoodsproject.org