

# Cultivar la **COOPERACIÓN FINANCIERA MUNDIAL**



# La actual crisis pone de relieve la urgencia de reforzar la arquitectura financiera mundial

Barry Eichengreen

La pandemia de COVID-19 es la mayor prueba de tensión para la economía mundial y, en particular, para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En un primer momento, se tenía la esperanza de que el virus pasara de largo en los países de bajo ingreso, menos conectados con el resto del mundo por el transporte aéreo, o se pudiera contener en países con experiencia en epidemias, por ejemplo, en África subsahariana. La realidad frustró esas esperanzas. Ahora sabemos que el virus amenaza a todo el planeta. Es más, incluso en los países que han logrado evitar una crisis sanitaria aguda, los efectos financieros han sido graves.

Las repercusiones financieras precedieron a la llegada de la COVID-19 al mundo en desarrollo. Entre febrero y abril, salieron de mercados emergentes y preemergentes más de USD 100.000 millones de capital financiero, cinco veces más que en los tres primeros meses de la crisis financiera mundial. El Banco Mundial pronosticó que las remesas sufrirían una caída adicional de USD 100.000 millones en 2020, cuatro veces superior a la de la crisis anterior. Se preveía que el comercio mundial retrocediera aún más rápido que en 2009. Los precios de las materias primas se hundieron por la recesión mundial, y las monedas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se depreciaron frente al dólar.

Fue un shock de proporciones inusitadas. Los gobiernos respondieron con paquetes de gasto público de emergencia para apoyar a hogares y empresas. Los bancos centrales de las economías emergentes bajaron las tasas de interés y, en algunos casos, iniciaron compras de activos. Esto permitió que el impacto negativo de la crisis sobre las economías y los sistemas financieros fuera algo menor que el previsto inicialmente.

En el caso de los mercados emergentes, esta respuesta de política económica carecía de precedentes. Iba en sentido contrario a las medidas que se vieron obligados a tomar en crisis anteriores. Este contraste acreditaba los avances logrados en la construcción de espacio fiscal y en la credibilidad de la lucha contra la inflación. Un ejemplo es la actuación de los bancos centrales de mercados emergentes que adoptaron un régimen formal de metas de inflación como mecanismo para reforzar la credibilidad. Durante los primeros cinco meses de 2020, estos bancos centrales lograron recortar las tasas de interés entre 40 y 50 puntos básicos más que los que no aplicaban un régimen de ese tipo.

Esto no quiere decir que no existan tensiones financieras. Pero la avalancha de incumplimientos de deuda,

desplomes de monedas y hundimientos del sistema financiero que algunos habían pronosticado no se ha producido. Al menos, de momento.

## Hegemonía del dólar

Que se evitara lo peor no significa que las economías de mercados emergentes y en desarrollo hayan salido indemnes. Las repercusiones financieras de la COVID-19 pusieron de manifiesto las deficiencias que seguían existiendo en la arquitectura financiera mundial y la necesidad de subsanarlas.

Para empezar, la pandemia es un recordatorio de hasta qué punto la economía mundial —y, en particular, las economías de mercados emergentes— depende del dólar para la liquidez internacional. El mercado interbancario internacional, en el que los bancos se prestan entre sí, opera fundamentalmente en dólares. El dólar está presente en el 85% de las transacciones en divisas del mundo. Es, con mucha diferencia, el vehículo más importante para la facturación y liquidación de operaciones comerciales. Los bonos comercializados y vendidos a inversionistas extranjeros están denominados en dólares de manera desproporcionada.

Los países pueden protegerse de los episodios repentinos de escasez de liquidez, en los que los bancos no prestan dinero, manteniendo reservas de dólares. En las últimas décadas se ha observado una clara tendencia en ese sentido entre los bancos centrales y los gobiernos, lo que explica, en parte, que la pandemia no causara una escasez de dólares más grave y mayores tensiones financieras.

Pero, sobre todo, no se produjo una escasez de dólares disruptiva por la extraordinaria actuación de la Reserva Federal estadounidense (Fed), que cubrió con decisión esa brecha con líneas de crédito recíproco en dólares y un programa de recompra de bonos del Tesoro para bancos centrales extranjeros. La Fed adquirió una amplia gama de activos de renta fija, inundando de liquidez los mercados financieros y retro trayendo los diferenciales crediticios a sus niveles precrisis. Los inversionistas en busca de instrumentos de mayor rendimiento no tuvieron más remedio que recurrir a los mercados emergentes, cuya deuda era uno de los pocos activos de renta fija que la Fed no compraba. Esto explica en buena medida por qué el capital retornó a los mercados emergentes tras las tensiones iniciales.

Aunque la contundente actuación de la Fed evitó la paralización de los mercados financieros mundiales, también reveló una sombra en el sistema financiero internacional. La Fed proporcionó líneas de crédito recíproco únicamente a una selección de países, elegidos



con arreglo a criterios no transparentes. Tampoco está claro que en una crisis futura vaya a haber una Junta de la Reserva Federal tan previsoras y que actúe de la misma forma.

Como consecuencia, se ha llegado a sugerir que la Fed, y quizá también otros bancos centrales de economías avanzadas, deberían delegar la decisión de ofrecer esas líneas de crédito recíproco en un árbitro imparcial, como el FMI. Dado que los bancos centrales no son miembros del FMI, esta decisión quedaría en manos de los gobiernos, y eso es un problema. Los gobiernos, especialmente los de los países que emiten las principales monedas internacionales, son reacios a ceder el control de los balances de sus bancos centrales a la comunidad internacional.

### **El papel del FMI y del Banco Mundial**

Esta mención del FMI nos lleva a otra fuente de dólares para las economías de mercados emergentes y en desarrollo: los servicios de préstamo que ofrece la institución. El FMI reaccionó con rapidez a la pandemia creando la Línea de Liquidez a Corto Plazo, un nuevo mecanismo para proporcionar liquidez, así como mejorando el acceso a los mecanismos ya existentes, incluidos algunos que permiten prestar sin un programa propiamente dicho. En el primer semestre de 2020, recibió más de 100 solicitudes de financiamiento de emergencia.

La capacidad de préstamo total del FMI está limitada a USD 1 billón, un importe que puede ser insuficiente para hacer frente a todos los efectos de la pandemia y lo que suceda después. La renegociación de los acuerdos multilaterales y bilaterales del FMI para la obtención de préstamos, incluidos los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, impidió que los recursos de la institución se redujeran. Sin embargo, los esfuerzos para ampliarlos mediante un incremento de las cuotas no han dado fruto. Tampoco se ha logrado el acuerdo de una “supermayoría” de países requerido para una nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG), pese a los llamamientos generalizados de las comunidades oficial y académica. La reforma de la estructura de gobierno del FMI en el contexto de la Revisión General de Cuotas y el fortalecimiento del papel internacional de los DEG son dos cuestiones pendientes desde hace tiempo. La crisis de la COVID-19 es un recordatorio de que esos esfuerzos están inconclusos, lo que debilita la red de seguridad financiera mundial.

La contribución de la institución hermana del FMI, el Banco Mundial, a la lucha contra la crisis podrían ser los bonos para casos de pandemia. En 2017, tras el brote de ébola en África occidental, el Banco Mundial, con el apoyo financiero de varias economías avanzadas donantes, emitió bonos dirigidos a inversionistas privados que incluían un seguro que se activaba en

caso de pandemia. A priori, este instrumento parecía ideal para proporcionar a los países pobres un seguro contra shocks sanitarios.

Pero no lo ha sido. Parece que los bonos tenían un diseño excesivamente complicado; de hecho, su documentación era tan compleja que ni los inversionistas ni los gobiernos sabían lo que estaban contratando. Las estrictas condiciones para la activación de los pagos no se cumplieron hasta que el brote llevaba 132 días activo y se habían detectado más de 2 millones de casos en todo el mundo. Uno de los factores de activación de los pagos era el número de casos detectados y comunicados a nivel nacional, y los países pobres eran los que más dificultades tenían para detectar y comunicar casos. A diferencia de los bonos para casos de catástrofes, cuyo pago se activa cuando se produce un huracán o un terremoto que afecta a un número reducido de países, los bonos para pandemias activaron muchos pagos simultáneos, dado el carácter global de la pandemia de COVID-19. Como consecuencia, los inversionistas en estos bonos vieron cómo sus inversiones se esfumaban.

La aversión que esta estructura despierta tanto entre las economías en desarrollo como entre los inversionistas quedó patente cuando el Banco Mundial abandonó sus planes de emitir nuevos bonos para pandemias este año. La noción de seguro financiero para pandemias es conceptualmente sólida, pero todavía no se ha encontrado una estructura satisfactoria.

### **Afrontar la deuda**

Por último, afrontar el servicio de la deuda es muy complicado cuando los precios de las materias primas y el comercio mundial se han desplomado. Reconociendo esta realidad, en abril de 2020 el FMI proporcionó alivio para el servicio de la deuda durante un plazo inicial de seis meses a 29 países de bajo ingreso que habían recibido préstamos. Además, su Directora Gerente, Kristalina Georgieva, instó a los gobiernos con préstamos bilaterales a países de bajo ingreso y a los acreedores del sector privado a que suspendieran los reembolsos. Tras una reunión de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales, el Grupo de los Veinte (G-20) hizo pública una declaración, el “Plan de Acción del G-20”, que respaldaba este planteamiento.

Sin embargo, estas iniciativas se toparon con los problemas que plantea la acción colectiva. Para los acreedores bilaterales del sector oficial, no tenía mucho sentido suspender los pagos si otros gobiernos no lo hacían. En ese caso, el deudor solo recibiría un alivio limitado y los gobiernos que accedieran a la suspensión acabarían pagando la factura.

Desde la década de 1950, la comunidad oficial ha abordado esta cuestión en el marco del Club de París, un grupo de países acreedores integrado inicialmente

por los gobiernos del Grupo de los Siete y presidido por un funcionario del Tesoro francés. Lamentablemente, China, que actualmente es el mayor acreedor oficial de la deuda bilateral contraída por países pobres y comprendida en la iniciativa del G-20, más que el resto de los países acreedores juntos, no es miembro del Club de París. China se ha comprometido a equiparar las condiciones de alivio de la deuda que este acuerde, pero no está claro si este compromiso se extiende a los préstamos concedidos por sus bancos y empresas estatales. Ni siquiera se sabe con precisión cuánto deben los gobiernos de países pobres al sector oficial chino en su conjunto. Todo esto habría sido más fácil de aclarar si China hubiera sido miembro pleno del Club de París, pero no lo es: una vez más, la arquitectura financiera internacional no logra acomodarse a la realidad del siglo XXI.

En el caso de la deuda privada, la tarea de fijar las condiciones y organizar las negociaciones se encomendó al Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), la asociación de inversionistas institucionales. En cierto modo, fue como poner al zorro a cuidar el gallinero. El IIF avisó a los mercados emergentes que intentar reestructurar su deuda podría poner en riesgo su acceso al mercado. Advirtió que los inversionistas institucionales eran responsables ante sus clientes, no ante los gobiernos ni la comunidad internacional. La incipiente renegociación de los bonos de deuda pública argentina quedó paralizada como consecuencia de las contradicciones entre las condiciones contractuales de los distintos bonos, ante la ausencia de una norma única que regule las condiciones de los bonos. Los avances se vieron desacelerados por las trabas puestas por los acreedores que no participaron en el proceso de reestructuración.

No daba la impresión de que la maquinaria ad hoc existente fuera capaz de afrontar una avalancha de casos. La inexistencia de un instrumento internacional o incluso de un procedimiento normalizado para hacer frente a una avalancha de reestructuraciones era flagrante.

### La agenda

¿Qué nos ha enseñado la crisis de la COVID-19 sobre la arquitectura financiera? Nos ha recordado que la resiliencia empieza con la creación de instituciones y recursos en cada país. Los gobiernos que tienen espacio fiscal han podido recurrir a él. Allí donde las expectativas de inflación estaban bien ancladas, los bancos centrales han logrado respaldar a los mercados financieros y a la economía. Una cantidad sorprendente de mercados emergentes —en comparación con lo habitual en crisis anteriores— han sido capaces de poner en práctica políticas de apoyo. Esta capacidad obedece a su éxito en la construcción

de instituciones monetarias, fiscales y financieras más robustas.

La experiencia a escala internacional es menos alentadora. Las transacciones financieras transfronterizas siguen basándose en el dólar. Hay motivos para pensar que esto cambiará, pero pocos para creer que lo hará pronto. Aunque la demanda de dólares es global, la oferta sigue siendo nacional: depende de las políticas de la Reserva Federal. Hay posibles fuentes alternativas de dólares, y una de las más importantes es el FMI, que podría ampliar el acceso a esta moneda mediante sus programas vigentes y sus servicios de préstamo si

## Ha quedado claro que la resiliencia empieza con la creación de instituciones y recursos en cada país.

contara con más recursos. Otra posibilidad es recurrir a una nueva asignación de DEG. Por desgracia, todavía no se ha alcanzado un consenso sobre cómo proceder.

Aunque los resultados de los bonos para pandemias han sido decepcionantes, la idea de utilizar instrumentos y mercados financieros para asegurar estos riesgos es buena. Simplificar el diseño de estos instrumentos e incrementar el elemento de subvención de los donantes podría mejorar su atractivo ante gobiernos e inversionistas. La cuestión es si esto sería suficiente.

Por último, es necesario reforzar los mecanismos para afrontar la deuda. La estructura del Club de París ha de actualizarse para adaptarla a la realidad del siglo XXI. Las instituciones oficiales deberían asumir un papel más relevante en las negociaciones de reestructuración de deuda privada. Pueden fijar normas para esas negociaciones. Pueden alentar a los organismos regulatorios a establecer el obligado cumplimiento de esas normas por parte de los inversionistas institucionales. Los gobiernos y los reguladores pueden exigir que los contratos de préstamo incluyan disposiciones (las denominadas “cláusulas de agregación simple”) que facilitan una reestructuración rápida cuando se produce una pandemia u otra crisis global. Pueden prohibir la negociación de bonos sin esas disposiciones. Esta estrategia podría funcionar. Si no lo hace, volverán a oírse voces que aboguen por la aplicación de un enfoque más radical, con algún tipo de tribunal internacional de quiebras. 

**BARRY EICHENGREEN** es titular de la cátedra George C. Pardee y Helen N. Pardee de Economía y Ciencia Política en la Universidad de California, en Berkeley.

