

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

LAS INICIATIVAS DE ALIVIO DE LA DEUDA
PARA LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS
IMPULSADAS POR EL G-20 DURANTE LA PANDEMIA

José Ramón Martínez Resano y Sonsoles Gallego

RESUMEN

El grave impacto económico que ha provocado la pandemia de COVID-19 en la ya maltrecha situación de los países de bajos ingresos ha motivado la búsqueda de instrumentos de apoyo entre la comunidad financiera internacional. La moratoria de deuda oficial acordada por el G-20 para estos países en la primavera de 2020 ha supuesto un modesto alivio temporal para sus finanzas públicas. Sin embargo, los acuerdos alcanzados entre los acreedores oficiales podrían facilitar el consenso en iniciativas de mayor calado para la resolución de problemas de deuda en el ámbito internacional. En este sentido, la consecución de un acuerdo por parte del G-20 sobre un «marco común para las reestructuraciones de deuda» constituye un precedente notable de coordinación entre los acreedores oficiales. En este artículo se contextualizan las medidas de alivio de deuda acordadas y los retos asociados a su aplicación. Ciertamente, su desarrollo y su efectividad dependerán del grado de coordinación que alcancen, en la práctica, los países acreedores.

Palabras clave: reestructuración de deuda soberana, DSSI, *Common Framework*.

Códigos JEL: F02, F33, F34, F35.

LAS INICIATIVAS DE ALIVIO DE LA DEUDA PARA LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS IMPULSADAS POR EL G-20 DURANTE LA PANDEMIA

Este artículo ha sido elaborado por José Ramón Martínez Resano y por Sonsoles Gallego, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

La moratoria de deuda oficial para países de bajos ingresos acordada en la primavera de 2020 por el G-20 (conocida como *Debt Service Suspension Initiative* o DSSI, por sus siglas en inglés) solo ha supuesto un modesto alivio temporal para las finanzas públicas de estos países, pero constituye un precedente notable para una reforma duradera de la arquitectura internacional de resolución de problemas de deuda.

En particular, la prolongación de la moratoria hasta finales de 2021 y, sobre todo, la consecución de un acuerdo en el G-20 sobre el llamado «marco común para las reestructuraciones de deuda»¹ constituyen precedentes reseñables de coordinación entre acreedores oficiales. La implicación de China en este acuerdo suscita expectativas de una futura simplificación del marco de renegociación de la deuda soberana, dada su condición de principal acreedor bilateral de muchos países de baja renta. En este artículo se presenta un balance de la DSSI y se explican los motivos de su transformación en un «marco común» para la reestructuración de deuda.

Antecedentes y naturaleza de la moratoria decidida inicialmente

Ante los potenciales daños de la pandemia de COVID-19 sobre la economía de los países más pobres del mundo, en abril de 2020, el G-20, a instancias del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial (BM), acordó poner en marcha una iniciativa destinada a aliviar temporalmente el pago de la deuda externa bilateral de estos países. El objetivo inicial era ampliar de forma rápida su espacio fiscal y reforzar así su capacidad de asistencia social y sanitaria. La iniciativa se dio a conocer como «DSSI», siendo su naturaleza financiera la de una moratoria del servicio de la deuda oficial (amortizaciones, intereses vencidos y atrasos) exigible entre mayo y diciembre de 2020. El diferimiento de los pagos no podía superar los cuatro años (incluido un año de carencia) y la reestructuración resultante debía preservar el valor actual de la deuda para los acreedores².

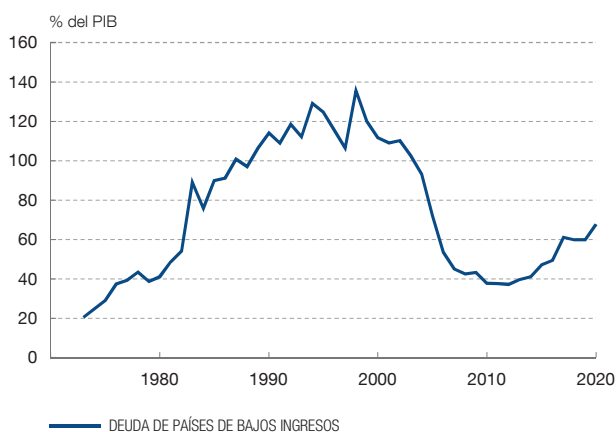
1 O *Common Framework for Debt Treatments* en la terminología inglesa.

2 Fondo Monetario Internacional-Banco Mundial (2020).

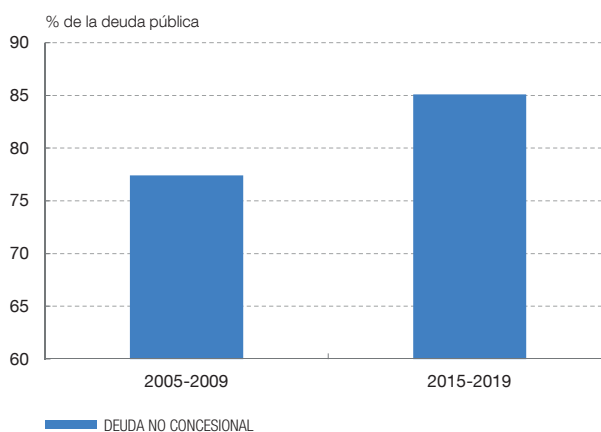
LA DEUDA DE LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS YA VENÍA AUMENTANDO ANTES DE LA PANDEMIA

Desde 2010, el actual proceso de reendeudamiento ha dado lugar a un importante aumento de la deuda, incluida la no concesional, en los países de bajos ingresos, tras las iniciativas de condonación de la deuda emprendidas a principios de la década de los 2000.

1 DEUDA PÚBLICA EN PAÍSES DE BAJOS INGRESOS (a)



2 DEUDA NO CONCESIONAL EN PAÍSES EMERGENTES Y DE BAJOS INGRESOS (b)



FUENTES: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

a Media móvil de tres años.

b La deuda no concesional es aquella que no se otorga en condiciones sustancialmente más generosas que los préstamos de mercado, de acuerdo con los estándares del Comité de Ayuda al Desarrollo de la OCDE. Muestra de hasta 120 países emergentes y de bajos ingresos.



La escasa capacidad y espacio fiscal en muchos países de baja renta era un motivo de preocupación en la comunidad financiera internacional antes de la irrupción del COVID-19. Muchos de estos países se habían beneficiado de un alivio significativo de su deuda a lo largo de la primera década de los 2000 bajo la iniciativa *Highly Indebted Poor Countries* (HIPC)³. No obstante, un rápido proceso de reendeudamiento posterior⁴ (véase gráfico 1), cuyas causas de diversa índole exceden el contenido de este artículo, hizo que encararan la pandemia con perfiles de riesgo de insostenibilidad de la deuda elevados⁵ (véase gráfico 2).

Las condiciones de incertidumbre bajo las que se acordó la moratoria al inicio de la pandemia condujeron a proponer un alivio de liquidez generalizado para todos estos países. La necesidad de contar con mayor información y de diseñar instrumentos precisos para tratar los problemas de solvencia larvados o en gestación determinaron de forma implícita que la DSSI inicial fuera solo la primera fase de un programa evolutivo de asistencia. Además, la imposibilidad de implicar formal y ágilmente a los acreedores privados en el alivio de deuda en un primer momento explica que el perímetro de las deudas susceptibles de beneficiarse de la moratoria se

3 Fondo Monetario Internacional (2019) y Serra Stecher (2018).

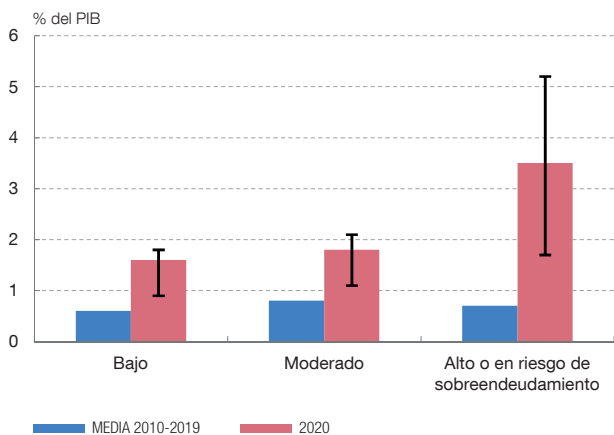
4 Para una revisión reciente de los procesos de reendeudamiento, véase Kose *et al.* (2021).

5 Fondo Monetario Internacional (2020).

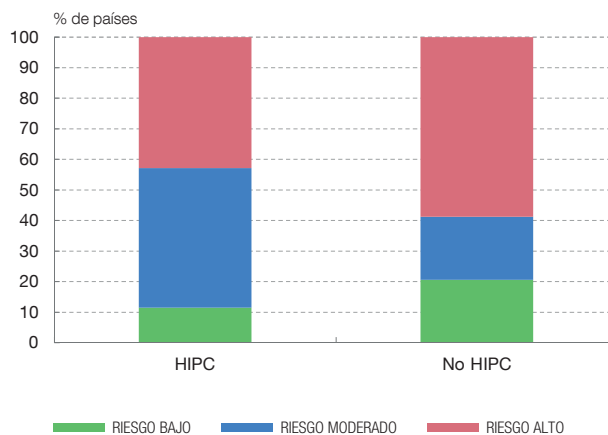
VARIOS INDICADORES OFRECEN SEÑALES DE RIESGO DE SOBREENDEUDAMIENTO

El servicio de la deuda supera promedios históricos y el porcentaje de países en riesgo de sobreendeudamiento es muy relevante.

1 SERVICIO DE LA DEUDA EN PAÍSES DE BAJOS INGRESOS SEGÚN SU NIVEL DE ENDEUDAMIENTO (a)



2 RIESGO DE SOBREENDEUDAMIENTO EN PAÍSES SELECCIONADOS (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

- a Los agregados representan los intereses y el principal de la deuda soberana con vencimiento en 2020 y 2021 como porcentaje del PIB de 2019.
- b HIPC = Países pobres muy endeudados, según la definición del Fondo Monetario Internacional (2020). No HIPC = Países pobres muy endeudados que no participan en la iniciativa HIPC. La lista se puede consultar en <https://data.worldbank.org/country/XE>. El gráfico está basado en la muestra de 69 economías para las que se disponía de datos, a 30 de septiembre de 2020. El riesgo de insostenibilidad se calcula a partir del marco de sostenibilidad de la deuda del BM-FMI para países de baja renta, que supone su clasificación en niveles de riesgo bajo, medio, elevado o en situación de estrés en función de indicadores de carga de la deuda, de escenarios y de proyecciones.

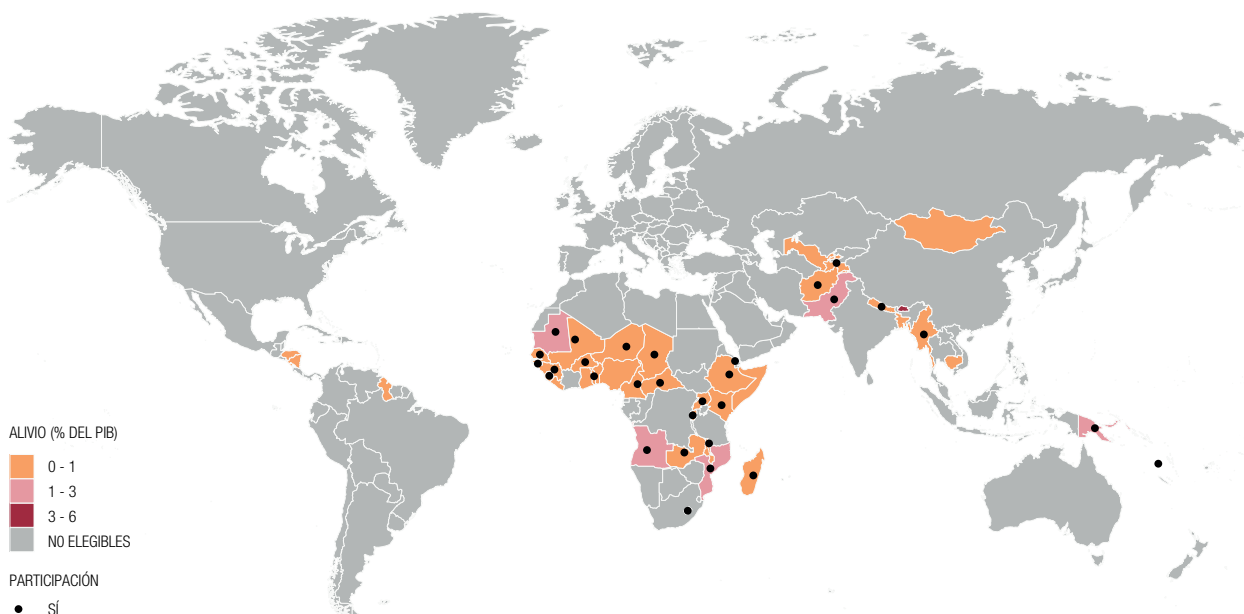


circunscribiera a la deuda con acreedores oficiales. Las repetidas invitaciones a la adhesión voluntaria de los acreedores privados finalmente resultaron infructuosas, lo que ha reforzado los argumentos para mejorar la asistencia inicial. Por su parte, los bancos multilaterales de desarrollo acordaron proporcionar financiación hasta un importe de 75 mm de dólares para los países susceptibles de acogerse a la DSSI. Sin embargo, no participaron en la moratoria, dado que ello pondría en peligro sus calificaciones crediticias y encarecería su financiación⁶. En consecuencia, la deuda afecta a la iniciativa ha sido la deuda bilateral o garantizada de los países del G-20 y del Club de París, principalmente⁷, con los países elegibles.

Así, la selección de los países elegibles para la iniciativa DSSI se concretó en una lista tasada de 73. El criterio de elegibilidad al que respondía esta selección era esencialmente el relativo a su (bajo) nivel de renta, según el umbral establecido por la International Development Agency (IDA). Solo Angola, cuyo nivel de renta supera esta referencia, acabó siendo incluido, por figurar en la categoría de países menos

6 Véase la carta pública de los presidentes de los principales bancos multilaterales: «Protecting the Poorest Countries: Role of the Multilateral Development Banks in Times of Crisis - Explanatory Note», de 7 de julio de 2020.

7 Además de Emiratos Árabes Unidos (EAU) y de Kuwait.

DSSI. ALIVIO TEMPORAL MÁXIMO Y PARTICIPACIÓN (2020)

FUENTE: Banco Mundial.

desarrollados de la ONU⁸. Desde un punto de vista geográfico, la mitad de los países elegibles son africanos (véase gráfico 3)⁹.

En atención a la urgencia de la medida, la participación en la moratoria se concibió como un derecho ejercitable a petición de los países interesados, y sujeta a una condicionalidad limitada. En concreto, entre los principales requisitos para acogerse a la moratoria se incluían: 1) la solicitud (no necesariamente la aprobación) de asistencia de emergencia, sin condicionalidad, al FMI, o estar sujeto previamente a un programa del FMI; 2) el compromiso del país beneficiario de destinar los recursos liberados a cubrir necesidades económicas, sanitarias o sociales derivadas de la pandemia, y 3) el compromiso de publicar datos detallados de la deuda del país para facilitar la reconciliación de cifras entre deudores y acreedores.

Las instituciones financieras internacionales debían desempeñar un importante papel en la supervisión de la moratoria. En concreto, el FMI y el BM debían desplegar un mecanismo de vigilancia para velar por que los fondos liberados se destinaran a

8 La IDA establece un umbral de pobreza equivalente a un producto nacional bruto per cápita de menos de 1.035 dólares al año en el año fiscal 2020. Otros países que también pertenecen a este grupo (como Eritrea, Sudán, Siria y Zimbabue) quedaron fuera de la lista por el retraso en sus pagos al FMI o al BM.

9 La lista completa de los países puede consultarse en Fondo Monetario Internacional-Banco Mundial (2020). Un 40% de los 73 países son Estados frágiles o pequeños según la definición del FMI. En la lista figuran también 8 países centroamericanos e islas del Caribe, 24 asiáticos y 2 países de Oriente Medio y del norte de África.

gasto sanitario. Además, debían controlar también que los países elegibles mantuvieran su compromiso de no asumir deuda no concesional durante la vigencia de la iniciativa, en línea con la política de límites de deuda del FMI y del BM. Finalmente, el FMI complementó el alivio de la deuda con la concesión de asistencia de emergencia a una cincuentena de países de bajos ingresos y con la condonación del servicio de la deuda con el FMI de 28 países de bajos ingresos a través del fondo *Catastrophe Containment and Relief Trust* (CCRT), dotado a partir de aportaciones o donaciones de otros países¹⁰.

Desarrollo y bifurcación del alivio de la deuda

A pesar de que los países beneficiarios de la DSSI no han recibido un tratamiento diferenciado en función de su situación económica, la ejecución de la iniciativa ha evidenciado la relevancia de la heterogeneidad subyacente entre estos países. Así, el balance de beneficios inmediatos y de costes potenciales percibidos en razón del distinto nivel de riesgo soberano, del acceso a los mercados internacionales de financiación y de la composición de los principales acreedores (públicos/privados/multilaterales) ha determinado que solo 44 de los 73 países admitidos hayan decidido adherirse (véase el indicador de participación en el gráfico 3). De esta forma, frente a un potencial «ahorro» (temporal) agregado de alrededor de 12 mm de dólares que ofrecían los acreedores oficiales, según estimaciones del BM, a finales de 2020 tan solo se había materializado un alivio de algo más de 5 mm de dólares. La mayor parte de este ha sido proporcionado por China, en correspondencia con la magnitud relativa de su exposición bilateral a estos países (véase gráfico 4).

El examen de los casos de rechazo a la adhesión revela que una variable estrechamente relacionada con esa decisión ha sido el temor de los países a su estigmatización ante los mercados financieros (como les sucedió en un principio a algunos de los países con mayores emisiones de bonos, como Kenia)¹¹. Para muchos otros, la no participación ha estado vinculada a los reducidos beneficios del alivio debido al modesto importe del servicio de la deuda en el período acordado (en el gráfico 3 se muestra la magnitud del alivio potencial —en torno al 0,1 %-0,3 %— en una treintena de países). La ausencia de condicionalidad significativa para participar en la moratoria parecía minimizar en origen cualquier posible efecto «estigma», elemento disuasorio frecuente en los programas de ajuste del FMI. Además, las agencias de *rating* descartan expresamente la solicitud de alivio a los acreedores oficiales como un criterio negativo para sus calificaciones. Sin embargo, la llamada

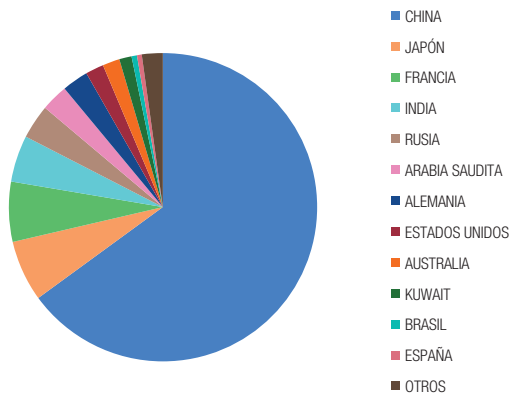
10 <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/04/05/pr2199-imf-executive-board-extends-debt-service-relief-28-eligible-lics-october-15-2021>.

11 Sin embargo, Lang, Mihaly y Presbitero (2020) muestran evidencia preliminar de efectos positivos en los precios de los bonos soberanos de países elegibles para la iniciativa DSSI, frente a los emitidos por países no elegibles, que atribuyen a un canal de liquidez, aunque matizan que el resultado sería incierto si la DSSI se hubiera aplicado también a los acreedores privados.

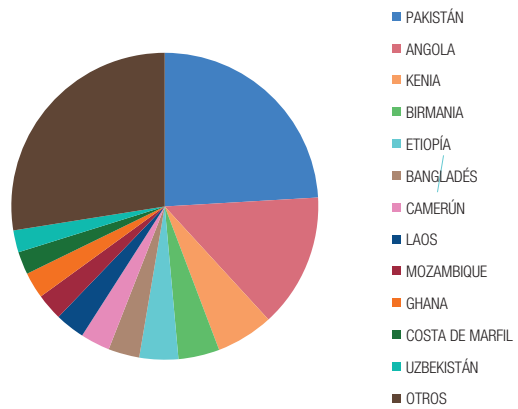
CHINA ES EL PRINCIPAL ACREEDOR OFICIAL DE LOS PAÍSES ELEGIBLES PARA LA DSSI

Los 73 países deudores están más atomizados, aunque destacan por tamaño las deudas de Pakistán y de Angola.

1 PRINCIPALES ACREEDORES OFICIALES (a)



2 PAÍSES DEUDORES ELEGIBLES PARA LA DSSI (b)



FUENTE: Banco Mundial.

- a Exposición relativa de cada país del G-20 y del Club de París respecto a la deuda total de los países elegibles para la DSSI, en miles de millones de dólares.
 b Participación de cada país en el total de la deuda de los países elegibles para la DSSI, en miles de millones de dólares.



del G-20 a que los acreedores privados contribuyan al alivio de la deuda ha podido aumentar los costes potenciales derivados del riesgo de perder el acceso al mercado frente a los relativamente reducidos beneficios efectivos¹².

De forma análoga, el hecho de que el alivio de deuda se diseñara sin costes en valor presente neto para los acreedores parecía propiciar también la implicación voluntaria de estos. Sin embargo, entre los argumentos esgrimidos por los acreedores privados para no adherirse a esta iniciativa destaca la posibilidad de que este apoyo pudiera suponer la asunción implícita de algún tipo de reestructuración futura.

La adaptación de la moratoria del G-20 más allá de finales de 2020 era, por tanto, una premisa implícita en la respuesta inicial a la pandemia. Esta flexibilidad debía permitir abordar los problemas iniciales de falta de información y la heterogeneidad en la situación de los países deudores, bien mediante la extensión del alivio de liquidez temporal a aquellos en mejor situación, o bien mediante un tratamiento más sustantivo de la deuda para aquellos con problemas de solvencia. Dicha adaptación debía permitir también resolver el problema del desigual reparto de la carga del alivio entre acreedores oficiales y privados que se produjo en la primera fase de la DSSI.

¹² Moody's situó en perspectiva negativa a cinco países (Etiopía, Pakistán, Camerún, Senegal y Costa de Marfil) entre mayo y junio de 2020, tras su solicitud de moratoria al G-20.

Los trabajos finales de la presidencia saudí del G-20 se saldaron con una «bifurcación» de la iniciativa DSSI inicial. Este desdoblamiento de la asistencia ha supuesto, por un lado, una extensión de seis meses¹³ del diferimiento del servicio de la deuda oficial de los países que lo han solicitado y, por otro, el despliegue de un «marco común» para la reestructuración de la deuda soberana de los países con problemas de deuda. Al término de las asambleas de primavera del FMI en abril, 37 países habían solicitado la extensión de la DSSI hasta junio. En esas mismas fechas, el G-20 acordó una última extensión de la DSSI hasta diciembre. Por lo que se refiere a la aplicación del «marco común», entre los primeros solicitantes figuran Chad, Etiopía y Zambia.

El «marco común» para las reestructuraciones de deuda

El «marco común» constituye una innovación potencialmente relevante, por dos razones diferentes, aunque muy vinculadas entre sí. El nexo de unión entre ambas es el recurso a los métodos y procedimientos del Club de París. El Club de París es un grupo de países acreedores de la órbita de la OCDE que coordinan sus políticas de alivio de la deuda para tratar los problemas de liquidez o de solvencia (mediante reprogramaciones o quitas, según corresponda). En este grupo se aplican principios como la solidaridad, la condicionalidad, el tratamiento caso a caso o la comparabilidad de trato, que se han revelado fructíferos en los más de cincuenta años de existencia del Club¹⁴. Idealmente, su traslación al contexto del «marco común» debería surtir efectos tanto en la crisis actual para los países elegibles en la iniciativa como de forma más general a largo plazo, si acaban incorporándose a la arquitectura financiera internacional.

Por lo que se refiere a la primera razón, en el contexto actual, la aplicación del principio de comparabilidad de trato del Club de París supondría la implicación de los acreedores privados en la asunción de una parte de la carga del tratamiento de la deuda, cuando menos, equivalente a la asumida por los acreedores oficiales. Aunque su traslación al «marco común» dista de ser automática, la fuerza de los procedimientos que rigen la arquitectura financiera internacional, con el FMI en su cúspide, ofrece idealmente unas garantías de cumplimiento que la iniciativa DSSI no podía ofrecer. En concreto, el tratamiento de la deuda bajo el «marco común» debe estar anclado a un programa del FMI y a un análisis de sostenibilidad de la deuda del que dependen tanto la reestructuración necesaria como la financiación del programa.

La segunda razón de la importancia atribuida al «marco común» es más estructural. Si la aplicación *ad hoc* de los principios del Club de París resulta exitosa, el «marco

13 Previamente se había acordado una ampliación hasta cinco años, con un año de carencia, del diferimiento de la deuda (desde los cuatro años iniciales).

14 Pérez de Eulate (2012).

común» podrá suponer, en la práctica, una ampliación de los países miembros del Club de París. Durante mucho tiempo, la coordinación entre los países miembros y algunos países no miembros —especialmente, China— ha sido un objetivo anhelado para el fortalecimiento del marco internacional de resolución de problemas de deuda. El elevado peso relativo de China como acreedor oficial en muchos países de baja renta siempre puede condicionar la posibilidad de alcanzar un consenso amplio y, en ausencia de este, la aplicación de los métodos del Club de París. De hecho, el propio desarrollo de la primera fase de la DSSI ha puesto de manifiesto el efecto ralentizador de la ausencia de acuerdo en situaciones como, por ejemplo, la caracterización como «oficial» o «comercial» del negocio de un banco de desarrollo a efectos de la obligatoriedad de su participación en el alivio de la deuda.

En definitiva, el «marco común» surge como el instrumento del G-20 para poder dar un tratamiento específico y coordinado a situaciones de deuda delicadas. En contraposición a la moratoria, la aplicación de este instrumento exige un análisis caso a caso, que debe plasmarse en última instancia en un programa del FMI. Las ventajas de esta forma de proceder, frente a la de los alivios indiscriminados propios de la DSSI, han hecho que el G-20 se decante por canalizar cualquier tratamiento de deuda exclusivamente a través del «marco común» a partir de 2022, con independencia de si es de liquidez o de solvencia. El éxito de este marco, en la práctica, dependerá de que los principios generales aplicados se traduzcan en las condiciones de transparencia de deuda y de confianza en la actuación que tradicionalmente han sustentado la resiliencia del Club de París.

En particular, el éxito del «marco común» dependerá de su capacidad para ofrecer sin dilación el alivio de deuda que precise la situación de cada país en dificultades. A este respecto, cabe notar que el acuerdo del G-20 que daba carta de naturaleza a este marco expresaba una preferencia por tratamientos livianos de reprogramación más que por reestructuraciones con quitas apreciables, aunque sin excluirlas. En consecuencia, la implicación de los acreedores privados no solo sería ineludible, sino también más exigente en términos cuantitativos y, con ello, posiblemente más compleja. Las agencias de *rating* se enfrentarán, como es habitual, a la incertidumbre de interpretar cada tratamiento en sus valoraciones privadas¹⁵. En definitiva, la eficacia del «marco común» a corto plazo y su pervivencia futura radicarán en su contribución a la reconciliación de objetivos de alivio y de reparto de la carga sobre la base de mecanismos de liderazgo y confianza.

Un hecho que previsiblemente pondrá a prueba la cohesión de los acreedores es la finalización de la DSSI al término de 2021, tras la cual debe aplicarse el tratamiento caso a caso, lo que tiende a suscitar, en mayor medida, diferencias de criterio entre

15 La mayor parte de los países elegibles para la DSSI no tienen *rating* soberano. Seis de los 23 países que han emitido bonos en el mercado concentran el 70% de las emisiones: Pakistán, Kenia, Nigeria, Angola, Ghana y Costa de Marfil.

acreedores por el reparto de la carga en el caso de que se precisen quitas. La superación de esta prueba de confianza significaría que China acabe siendo, en la práctica, miembro del Club de París. No obstante, un escenario alternativo, en el que no se consolide la cohesión entre los acreedores o en el que los deudores rehúsen recurrir al «marco común», puede suponer su disolución efectiva con el paso del tiempo. Precisamente, la provisión de nuevos recursos financieros en el ámbito internacional, como la asignación de derechos especiales de giro anunciada en las últimas asambleas de primavera del FMI, modulará con alta probabilidad la urgencia al recurso al «marco común» si se utilizan preferentemente para atender el servicio de la deuda.

Conclusiones

Pese a los modestos resultados cuantitativos conseguidos por la iniciativa DSSI y a la incertidumbre sobre el grado de éxito de la iniciativa del «marco común» para las reestructuraciones de deuda, el papel del G-20 en su impulso es incuestionable. De hecho, su actuación en respuesta a la crisis del COVID-19 permite albergar cierta esperanza en la mejora de la coordinación multilateral en materia de resolución de deuda soberana.

El despliegue del «marco común» pondrá a prueba la cohesión entre los acreedores, especialmente a partir de 2022, cuando deje de estar operativa la moratoria DSSI con la que arrancaron las medidas de alivio del G-20. No obstante, este mismo año se esperan las primeras reestructuraciones de deuda de países más vulnerables, aunque la asignación de derechos especiales de giro puede modular el ritmo y el interés por la puesta en práctica de este nuevo instrumento.

La voluntad por lograr consensos en torno al «marco común» está justificada. Sin embargo, también parece esencial que la cohesión del conjunto de los acreedores oficiales, incluida China, no se mantenga a costa de renunciar a principios multilaterales para la resolución de problemas de deuda que han sido claves hasta la fecha. Además, una aplicación coherente de estos principios motivaría la extensión de este marco a países de renta media con problemas de sobreendeudamiento, como abogan los países de la Unión Europea.

16.6.2021.

BIBLIOGRAFÍA

- Fondo Monetario Internacional (2019). *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Reduction Initiative (MDRI) - Statistical Update*, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2020). *The evolution of public debt vulnerabilities in lower income economies*, IMF policy paper, febrero.
- Fondo Monetario Internacional-Banco Mundial (2020). *Implementation and extension of the Debt Service Suspension Initiative*, 28 de septiembre.
- Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge y N. Sugawara (2021). *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Washington, DC, Banco Mundial.
- Lang, V., D. Mihalyi y A. Presbitero (2021). *Borrowing Costs After Sovereign Debt Relief*, CEPR Discussion Paper 15832, febrero.
- Pérez de Eulate, C. (2012). «El Club de París: una visión de largo plazo», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- Serra Stecher, X. (2018). «Situación y perspectivas de la política de préstamo concesional del FMI», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.