

CRISIS DE DEUDA PÚBLICA EN AMÉRICA LATINA Y EUROPA: DOS RELATOS Y EL SÍNDROME DEL TITANIC

Oscar Ugarteche Galarza



Introducción¹

Históricamente, los problemas de deuda soberana se han solucionado a través de ingentes recortes en el monto de la deuda y la emisión de títulos valores a bajas tasas de interés, consolidando la deuda pasada en un único instrumento con un período muy largo de amortización. Distintas modalidades se han utilizado para garantizar los nuevos instrumentos: los ingresos por exportaciones (por ejemplo, México en 1928 y 1995, cuando las exportaciones de petróleo a Estados Unidos se utilizaron como garantía de los nuevos bonos a ser pagados a los tenedores

estadounidenses), los ingresos por concepto de servicios de exportación (por ejemplo, en Egipto, en 1872, donde los ingresos derivados del peaje del Canal de Suez, que eran administrados por el gobierno británico, terminaron pagando el préstamo), o bonos de países solventes (por ejemplo, los bonos Brady en 1989, cuando el Tesoro de Estados Unidos garantizó una tasa de interés baja).

Todos los problemas de deuda se han abordado mediante mecanismos como los enunciados anteriormente. Llegar a esa resolución es el *quid* de la cuestión. Parte del problema para resolver la cuestión es que nunca han existido procedimientos para la declaración de insolvencia de una deuda soberana internacional (Raffer, 1990; Krueger, 2001; Eichengreen, 2003; Acosta y Ugarteche, 2007)². Tenemos mucha experiencia en lo que se refiere al manejo de la deuda en ausencia de dichos procedimientos: en general, los ingresos se reducen en los países deudores a favor de aquellos que son acreedores.

El caso de la América Latina de los años '80 demuestra el impacto adverso que se verifica en términos macroeconómicos por no solucionar los problemas de deuda al inicio de la crisis (Stallings, 1986; Griffith Jones, 1988; French Davies, 1988; Devlin, 1989; Ugarteche, 1988, O'Connell, 1985; Green, 1984). Luego de una década de baja actividad, como consecuencia de las políticas de ajuste del Fondo Monetario Internacional (FMI) —que llevaron a una contracción de los mercados nacionales como resultado de la caída en los salarios y aumento de la recaudación fiscal—, las economías de la región se recuperaron gracias a la puesta en marcha del Plan Brady, en 1989, y a políticas de crecimiento basadas en la exportación. No fueron las reformas por sí solas las que permitieron la recuperación sino la combinación de la reducción de la deuda a niveles sostenibles y la recuperación del sector externo, como habían sugerido Miyazawa (1986) y Bresser-Pereira (2007) a principios de la década.

En Europa, es evidente que los problemas bancarios tuvieron su origen en inversiones y préstamos de baja calidad relacionados con el sector financiero en Estados Unidos. Éstos impactaron en el sector financiero del Reino Unido y de Europa pero sobre todo, en el sector bancario, debiendo ser nacionalizado en varios países: Gran Bretaña (2008), Islandia (2008), Irlanda (2008) y Países Bajos (2009). En Suiza, Alemania, España, Italia, Grecia y Chipre el rescate se llevó delante de otro modo.

El costo fiscal de estas acciones de salvataje condujo a un aumento del déficit fiscal en toda Europa, que fue enfrentado mediante la condicionalidad impuesta por la Troika (FMI, Banco Central Europeo -BCE- y Comisión Europea), orientada a reducir los salarios y a aumentar los impuestos. Estas medidas han provocado una marcada caída del consumo, con el consiguiente efecto negativo en el producto bruto interno (PBI). Como consecuencia del avance de las políticas de ajuste y el aumento del monto de deuda, la relación deuda/PBI aumentó notablemente, lo que ha llevado a que se pongan en marcha nuevas negociaciones para enfrentar el problema. En consecuencia, se ha producido en Europa un aumento en la concentración de los ingresos y un creciente desempleo, tal como sucedió en América Latina en los años '80.

La historia muestra que los acreedores buscan agruparse. En 1868, por ejemplo, los bancos de negocios británicos crearon la Corporación de Tenedores de Bonos Extranjeros (*Corporation of Foreign Bondholders*, CFB); el Departamento de Estado de Estados Unidos creó en 1933 el Consejo de Protección de Tenedores de Bonos Extranjeros (*Foreign Bondholders Protective Council*, FBPC). Entonces, los gobiernos acreedores enviaban consultores financieros

a asesorar a los deudores (Drake, 1989 y 1994). Las negociaciones en el siglo XIX se llevaban luego de dos o más décadas de incumplimiento de pagos y sólo cuando el horizonte parecía promisorio para nuevos préstamos soberanos. Sin un procedimiento de insolvencia, los acreedores se sentaban a la mesa de negociaciones con el deudor soberano, en Londres o Washington, y le presentaban una propuesta de consolidación de la deuda. Para que el acuerdo fuera factible, la reducción en el monto se realizaba mediante la emisión de bonos a muy largo plazo con garantía (Ugarteche, 2007).

Entre la crisis de deuda en los años '30 y los años '80, no existió un verdadero mercado para los bonos soberanos. Asimismo, durante este período, se verifica el ingreso de nuevos actores en escena (Suter y Stamm, 1992). Después de la Segunda Guerra Mundial, el mercado de crédito internacional se volvió más complejo: los bancos comerciales internacionales comenzaron a dar préstamos en el mercado de deuda soberana, los gobiernos más pudientes ampliaron los préstamos bilaterales de ayuda (Pearson, 1969) y las nuevas instituciones multilaterales iniciaron sus operaciones (Bordo y Eichengreen, 1993; Alacevich, 2009). Los bancos comerciales vieron crecer su participación en el mercado de crédito, luego de la creación del mercado de euro-dólares a fines de los años '50 (McKinnon, 1977; Einzig, 1964). Los eurodólares son los dólares surgidos de los déficits estadounidenses con Europa y mantenidos fuera de los Estados Unidos para evitar que su regreso inyectara inflación en ese país. Se utilizaron para los créditos internacionales desde Europa.

Con la crisis de deuda en los años '80 resurgió el mercado de bonos soberanos, especialmente luego de la iniciativa de los bonos Brady. La banca comercial se retiró del mercado de deuda soberana, pasándole la posta a la banca de inversión y al mercado de bonos (Mauro, Sussman y Yafeh, 2006) —que triplicó su tamaño entre 1989 y 1999, pasando de 450 mil millones de dólares a 1,4 billones de dólares (Santiso, 2003). El riesgo de la insolvencia soberana se desplazó, así, desde los bancos comerciales hacia los inversores individuales que operaban a través de los bancos de inversión. Esto produjo un cambio en el escenario internacional, que volvió a la situación vigente antes de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, esta vez, no existe el equivalente al FBPC o al CFB, y, por lo tanto, algunos acreedores —inversores finales— se resisten a ingresar en las negociaciones (Hornbeck, 2010; Hornbeck, 2004; Lopez, Oddone, Von Oertel, 2001) e inician acciones legales contra los países deudores, con el fin de lograr una indemnización por el total de la deuda, una vez finalizadas las negociaciones con las otras partes que sí aceptan negociar y realizados los recortes correspondientes³.

En la segunda mitad de los años '70, luego de que se pusiera fin al sistema de tipos de cambio fijos, se inicia el período que podríamos denominar "Bretton Woods II". Entonces, el FMI asume un nuevo rol como asesor económico de los países que se encuentran en situación de incumplimiento de pagos o cercanos a él (Bird y Rowland, 2002; FMI, 2011). Esta nueva etapa está caracterizada por la idea de asegurar el pago de la deuda soberana (Lichtensztejn, 2010; Lichtensztejn y Baer, 1986; Eichengreen, 1996), así como con los efectos negativos que la condicionalidad pro-cíclica tuvo sobre el crecimiento y el tejido social de las naciones con dificultades económicas (Hayter, 1981; Payer, 1973). Estados Unidos lideró el surgimiento de Bretton Woods II y dispuso sus recursos y poder en función de la consolidación de la renovada institución multilateral. En Europa, más recientemente, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) careció del soporte de un país fuerte y, consecuentemente, proyectó una imagen débil con el resultado de su fracaso inicial. Esto

[...] se ha producido en Europa un aumento en la concentración de los ingresos y un creciente desempleo, tal como sucedió en América Latina en los años '80.

convirtió a la Unión Europea como tal en un sistema bilateral en lugar de garantizar un diseño multilateral.

En términos de crecimiento económico, las políticas de ajuste aplicadas por el FMI en América Latina han sido consideradas como regresivas por algunos (Przeworski y Vreeland, 2000) y neutras por otros (Dreher, 2005). En lo que respecta a lo político, reflejan el vínculo entre el Tesoro de Estados Unidos, el capital financiero internacional (con base en Reino Unido y Estados Unidos, principalmente) y el FMI mismo (Hayter, 1971; Payer, 1973; Ugarteche, 2009; Lichtenstejn, 2010). La persistencia de políticas de ajuste uniformes para todos (*one-size-fits-all*), junto a los errores cometidos (FMI, 2004) en Tailandia en 1997 (Henning, 2009; Weisbrot, 2007) y en Argentina en 2001 (FMI, 2004), condujo a la pérdida de credibilidad de la institución y la consiguiente caída en los recursos disponibles para préstamos: durante la primera década del siglo XXI, éstos se contrajeron en relación al PBI mundial desde el 0,84% al 0,57% (ver Cuadro 1).

Durante este período, comenzaron a surgir como potenciales reemplazantes o, al menos, como complemento de la vieja estructura multilateral, instituciones regionales tales como el Fondo de multilateralización de la iniciativa de Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative Multilateralisation Fund*, CMIM) (Sussangkarn, 2011), el MEEF y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF), que disponen de 110 mil millones y 690 mil millones de euros, respectivamente (Sibert, 2010). Estos programas cuentan con recursos tanto o más cuantiosos que los del FMI; sin embargo, en el caso de Europa, la falta de una institución multilateral sólida en el marco del MEEF ha tenido como consecuencia una gran dependencia de un gobierno único, lo cual significa un revés a la iniciativa multilateral y al espíritu de la UE.

Cuadro 1
Recursos disponibles del FMI en relación al PBI mundial (1995-2010)

	1995	2000	2005	2010
Fondos del FMI en miles de millones de dólares	223,8	272,3	322,4	358,1
Fondos del FMI/PBI mundial	0,7533%	0,8451%	0,7075%	0,5693%

Fuente: Informes anuales del FMI de 1995, 2000, 2005, 2010. Derechos especiales de giro al valor de cambio correspondiente a finales de abril del año siguiente.

El problema de deuda en América Latina y Europa: sus consecuencias

América Latina ha sufrido numerosas crisis de deuda a lo largo de su historia (Marichal, 1989; Eichengreen, 1989; Reinhart y Rogoff, 2009). A principios de los años '80, la deuda pública en América Latina se convirtió nuevamente en un problema internacional. Los niveles de la deuda al momento del incumplimiento se encontraban en el rango del 50% del PBI (Cuadro 2) –coeficiente, por cierto, muy inferior a los que prevalecen en Europa.

El problema de la deuda comenzó como externo y luego impactó sobre la economía interna de los países. El coeficiente de pago de intereses con relación a la exportación de bienes y servicios subió del 20% al 41%, entre 1980 y 1982 (Meller, 1990, Tabla

12.5) En el ámbito interno, la crisis se debió al crecimiento del consumo en base a préstamos foráneos concedidos a muy bajas tasas reales de interés a mediados de los años '70 (Devlin y French Davis, 1995).

El problema de deuda en Europa, por su parte, comenzó en 2007 como resultado del estallido de la burbuja de créditos hipotecarios de alto riesgo que contagió a los bancos europeos con posiciones en derivados norteamericanos vinculados a estos créditos. De la misma manera, en algunos países se había creado una burbuja inmobiliaria similar, como resultado de las muy bajas tasas de interés vigentes en la primera mitad de la década. Esto trajo como resultado una crisis en Estados Unidos que generó la necesidad de rescate de sectores financieros en Europa, lo que, a su vez, creó un enorme déficit fiscal y, en consecuencia, una mayor deuda del gobierno central (ver Cuadro 3).

Al inicio de la crisis, en 2007, la mediana del nivel de deuda de los gobiernos centrales de doce países europeos seleccionados con respecto al PBI era del 41,1%. Tres años después, esta relación había aumentado al 70,7%, y nueve países se hallaban por encima del 60% –es decir, por encima del umbral establecido por el Tratado de Maastricht, y del nivel que tenían Argentina, Brasil y México en el momento en que estos países incurrieron en incumplimiento de pagos en 1982.

Cuadro 2
Coficiente de la deuda e incumplimiento de pagos en América Latina

	Deuda/PBI %	Año de cesación de pagos
Argentina	55,1	1982
Brasil	50,1	1983
Ecuador	68,2	1984
México	46,7	1982
Perú	80,9	1978
Perú	62	1984

Fuente: Reinhart y Rogoff, 2009.

El desencadenante de la crisis de deuda de América Latina y Europa

La crisis de deuda de América Latina tuvo origen en el costo de los intereses que afectó la balanza de pagos. A raíz del aumento repentino de las tasas de interés de Estados Unidos, que pasaron del 6% a más del 20%, entre 1976 y 1981, se produjeron cambios en las carteras de inversión (Gráfico 1), que causaron desequilibrios en la balanza de pagos de la mayoría de los países, debido a la reducción, de manera simultánea, del precio las materias primas (*commodities*)⁴.

La crisis de deuda europea tiene origen en el rescate al sistema bancario que afectó al sector fiscal. Las tasas de interés eran bajas y fueron luego reducidas aún más en un intento por aplicar una política contra-cíclica. El efecto de cartera de este proceso fue el opuesto al de 1981, con tasas de interés en niveles negativos. El precio internacional de las materias primas y de los activos financieros aumentó de manera brusca, lo que provocó mayor inflación, a medida que aumentaban los precios de los alimentos y el petróleo en Europa, y la bolsa de valores se recuperaba en las economías en recesión. El efecto general es el crecimiento de las ventas externas en las economías exportadoras de materias primas, lo que condujo a una crisis de doble velocidad. Así pues, mientras que América Latina tuvo un coeficiente de deuda menor y alcanzó tasas de interés muy altas, en Europa los coeficientes de deuda son mayores y se consigue una tasa de interés básica real negativa desde 2009.

Cuadro 3
Coefficientes de deuda y crisis en Europa

	2003	2007	2008	2009	2010
Francia	51,9	52,1	53,4	61,2	67,4
Alemania	38,5	39,6	39,6	44,2	44,4
Grecia	105,8	105,7	110,6	127,0	147,8
Hungría	56,2	61,6	67,7	72,8	73,9
Islandia	33,3	23,2	44,2	87,5	81,3
Irlanda	26,9	19,8	28,0	47,1	60,7
Italia	96,7	95,6	98,1	106,8	109,0
Portugal	58,3	66,6	68,9	78,7	88,0
Rep. Eslovaca	35,1	28,1	26,3	33,7	39,1
Eslovenia	26,9	23,2	21,2	33,6	36,0
España	40,7	30,0	33,7	46,0	51,7
Reino Unido	38,7	42,7	61,1	75,3	85,5
Promedio	50,7	49,0	54,4	67,8	73,7
Mediana	39,7	41,1	48,8	67,0	70,7

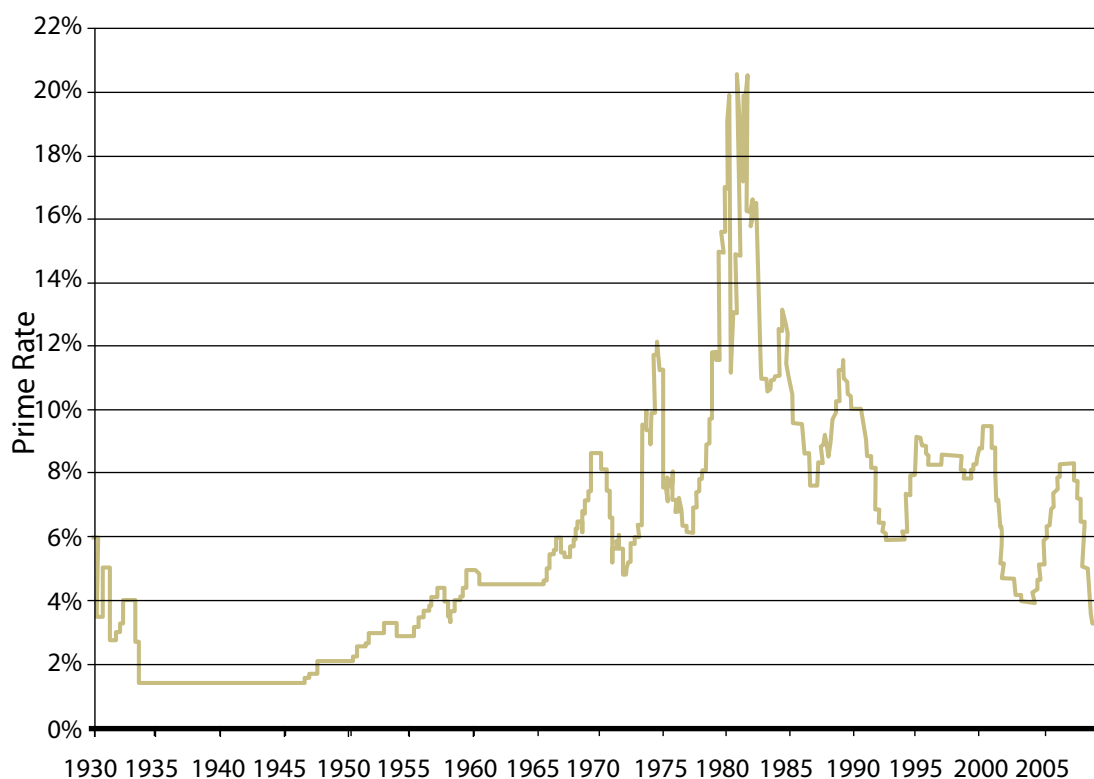
Fuente: OECD, Finanzas e Inversión: Tablas clave, 2011.

FMI y condicionantes de la Troika: sus efectos en América Latina y Europa

El problema del balance de pagos provocado por las altas tasas de interés provocó inicialmente una crisis de liquidez, puesto que los coeficientes de deuda eran bajos. Esta crisis, generada por la combinación de la llamada “norma de Volcker”⁵ y la política de oferta llevada adelante por Estados Unidos entre 1979 y 1981, pudo haber

sido resuelto mediante la consolidación, entre 1981 y 1982, de la deuda externa de cada país a través de la emisión de bonos a muy largo plazo, con un garante internacional, tal como se hiciera luego, en 1989, con el Plan Brady⁶. El problema de liquidez se convirtió en uno de solvencia por el *credit crunch* de 1982, cuando los créditos se cerraron al mismo tiempo que los precios de las exportaciones bajaban y el PBI se contraía fruto de los ajustes económicos. En cambio, el problema de solvencia se trató como un problema de liquidez,

Gráfico 1
Tasa de interés preferencial de Estados Unidos
[1930-2010]



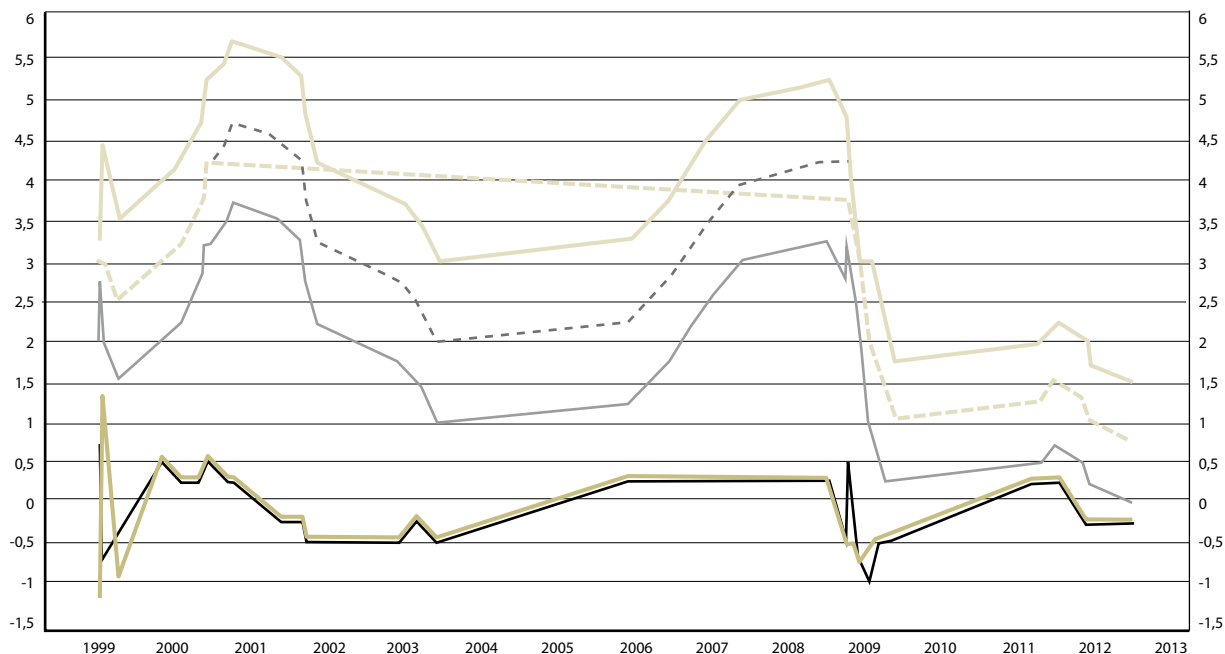
Fuente: <http://www.moneycafe.com/library/primeratehistory.htm>.

mientras se argumentaba que existían problemas de búsqueda de renta (*rent-seeking*) que debían ser resueltos.

El cambio de diagnóstico sobre el problema de deuda, desde un enfoque de liquidez de la balanza de pagos hacia otro basado en la idea de sociedades captadoras de renta y en la naturaleza del estado, corresponde a lo que Ruggie ha dado en llamar “el liberalismo arraigado” (*embedded liberalism*) en las instituciones financieras inter-

nacionales (IFIs). La deuda pública fue reprogramada cada dos años durante los años '80 bajo condiciones cada vez más duras (Griffiths Jones, 1988), lo cual condujo a la plena liberalización de todos los mercados y promovió el cambio hacia un crecimiento basado en las exportaciones y un rol más acotado del estado (Balassa *et al.*, 1989 y Williamson, 1989).

Gráfico 2
Tasas de Interés del BCE 1999-2013



- Facilidad de depósito – fecha de cambios – datos en bruto – Cambios en puntos de porcentaje en comparación con la tasa anterior (Porcentaje)
- Facilidad de depósito – fecha de cambios – datos en bruto, Nivel (Porcentaje por año)
- Facilidad marginal de crédito – fecha de cambios (datos en bruto), Cambios en puntos de porcentaje en comparación con la tasa anterior (Porcentaje)
- Facilidad marginal de crédito – fecha de cambios (datos en bruto), Nivel (Porcentaje por año)
- - - Principales operaciones de refinanciación – subastas a tipo de interés fijo (tasa fija) (fecha de cambios), Nivel (Porcentaje por año)
- - - Principales operaciones de refinanciación – subastas a tipo de interés variable (tasa mínima de subasta) (fecha de cambios), Nivel (Porcentaje por año)

En Europa, de su lado, en la crisis que se inicia en el 2007, los rescates bancarios han tenido un peso enorme en el aspecto fiscal, lo que forzó a la UE a crear un prestamista de última instancia en 2010 aparte del Banco Central Europeo, el MEEF, con el objetivo de financiar un déficit fiscal cada vez mayor a tasas de interés inferiores a las de mercado. El proceso de rescate bancario se inició en Gran Bretaña en 2008 y se difundió a muchos países de Europa a lo largo de cinco años, al costo de 1,6 billones de euros (Boudghene y Maes, 2012). El rescate de los bancos de los principales países europeos tuvo un costo fiscal equivalente al 35% del PBI de Europa (*Ibid.*, Cuadro 1), lo que aumentó la percepción de riesgo soberano en la región. Los organismos de calificación crediticia le han bajado la “nota” a la mayoría de los países europeos, lo que ha aumentado los márgenes de riesgo (*spreads*) para los bonos soberanos (Favero y Misale, 2011). A pesar de que las tasas de interés básicas son

negativas, en términos reales, los bonos soberanos de los países muy endeudados pagan altas tasas de interés, y tienen una creciente necesidad de un prestamista de última instancia que sea mucho más grande que el mecanismo MEEF-FEEF⁷. El Banco Central Europeo ingresó en un programa de rescate fiscal mediante la compra de deuda y la inyección de liquidez al sistema luego de haber avizorado que habría una reducción del crédito en la zona del euro, en septiembre de 2012⁸.

La verdadera solución al problema de deuda de América Latina llegó cuando ésta se redujo a niveles manejables a través del Plan Brady, en 1989⁹, luego de una década de ajuste fiscal, devaluación, inflación, reducción en el consumo, un rápido crecimiento de la deuda, depresión económica y un alto costo social. Antes de la puesta en marcha del plan, los acreedores no estaban dispuestos a cambiar obligaciones con interés variable (*Floating Rate Notes*, FRN) por

La principal diferencia en el impacto de las políticas de condicionalidad en la solución del problema de la deuda es que mientras que América Latina es un exportador de materias primas al resto del mundo, Europa es un mercado industrializado integrado.

un nuevo instrumento que implicaba un gran descuento, tal como sugirió Bresser-Pereira en 1988. Fue sólo cuando el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, en aquel entonces Nicholas Brady, puso la iniciativa sobre la mesa que se pudo alcanzar una solución.

Lo que permitió que el mecanismo funcionara fue la garantía del Tesoro de Estados Unidos sobre los nuevos bonos Brady, que mantuvo bajas las tasas de interés, a niveles de riesgo de Estados Unidos, y no a los altos niveles de los bonos soberanos de América Latina. Así, pues, un gran recorte en el mercado, a través de un programa de recompra de activos pagados con nuevos bonos con garantía de Estados Unidos, a tasas de interés muy bajas, resolvió el problema de insolvencia junto con políticas de fomento a la exportación que aumentaron el ingreso de divisas.

Se definió con precisión la estrategia global para alcanzar este resultado: se combinaría un proceso de ajuste y reforma con un mecanismo financiero para convertir la deuda en nuevos títulos –con un valor inferior al nominal y tasas de interés inferiores a las de mercado– lo que permitiría a los países muy endeudados beneficiarse con descuentos existentes en el mercado secundario. Este proceso de securización se aplicaría globalmente, pero sería implementado caso por caso, según las necesidades específicas de los países deudores¹⁰.

En Europa, los rescates fiscales se encuentran sujetos a los condicionamientos de la Troika, que se asemejan a los que fueron aplicados por el FMI en América Latina. Existen, sin embargo, diferencias entre los dos casos: en primer lugar, el diagnóstico de la crisis es diferente. La crisis europea no es una crisis de balanza de pagos sino una crisis fiscal. En segundo lugar, el FMI está dispuesto a ser menos severo de lo que ha sido en América Latina en lo que respecta al ajuste fiscal, ya que la institución ha reconocido que la elasticidad fiscal es mayor a uno¹¹ (FMI, 2012). En tercer lugar, el objetivo del ajuste estriba en el sector financiero –en su gestión y propiedad. Finalmente, las políticas públicas de bienestar social que se implementaron en Europa luego de la Segunda Guerra Mundial son mucho más difíciles de eliminar que en América Latina, donde nunca terminaron de ponerse en práctica completamente. La similitud entre ambos casos radica en que los impuestos son aumentados para cubrir el cada vez mayor déficit presupuestario, y que los salarios –tanto sociales como nominales– son reducidos para bajar el consumo.

La principal diferencia en el impacto de las políticas de condicionalidad en la solución del problema de la deuda es que mientras que América Latina es un exportador de materias primas al resto del mundo, Europa es un mercado industrializado integrado. A medida que se contrae el consumo en los países más pequeños, la producción de los países más grandes se reduce y, por consiguiente, la tasa de crecimiento se ve afectada negativamente en mayor grado de lo que habían previsto tanto la UE como el FMI.

Dado que lo que necesita Europa no son divisas extranjeras sino un aumento de los ingresos fiscales, los instrumentos utilizados y los aspectos a resaltar deben ser distintos. Hasta hoy, sin embargo, parece que estuviera haciendo lo mismo, siguiendo la lógica de aumentar las exportaciones para salir de la crisis, en lugar de volver a equilibrar el mercado interno europeo.

Condicionalidad y deuda

Los servicios de deuda se dispararon en América Latina como consecuencia de la continua refinanciación. El coeficiente de deuda/PBI se tornó insostenible, en parte, debido al mecanismo de condicionalidad cruzada, que trajo aparejado la reducción del salario y del consumo, forzando un descenso del PBI (Cuadro 4). La condicionalidad cruzada fue el mecanismo de coerción para el cambio de política económica, utilizado tanto por las políticas de estabilización del FMI como, luego, por las políticas de ajuste estructural del Banco Mundial. Ambas contribuyeron a la eliminación de las políticas que estaban vigentes desde los años '50, estableciendo, en su lugar, políticas económicas estructurales dirigidas al crecimiento basado en las exportaciones.

Cualquier negociación de la deuda debía primero pasar por un acuerdo condicionante con el FMI. El préstamo de balanza de pagos por parte del organismo requirió, a partir de 1986, un acuerdo adicional con el Banco Mundial para asegurar el avance del proceso de ajuste estructural para el establecimiento de una economía de mercado. Sólo entonces podía comenzar la negociación de la deuda con los bancos. Este mecanismo forzó tres series de acuerdos con condiciones vinculadas entre sí, que se tornaron aún más complejas cuando se reprogramó la deuda con el Club de París, lo que requirió una cuarta serie de condiciones.

La consecuencia del mecanismo de endeudamiento junto a los condicionamientos impuestos llevó a que la deuda se duplicara durante los años '80. Esto produjo dos efectos: en primer lugar, se registró un aumento del coeficiente deuda/PBI, ya que, debido a la depresión, el denominador se contrajo o permaneció fijo, mientras que el numerador creció, a pesar de que sólo se concedieron préstamos involuntarios. En segundo lugar, se planteó la cuestión de la “ilegitimidad de la deuda”. La diferencia de US\$190 mil millones que resultaba entre la deuda original de US\$126 mil millones y los US\$320 mil millones de deuda al final de la década, no se debieron al ingreso de dinero fresco, sino a la capitalización de los intereses o anatocismo¹².

Dado que la deuda era en dólares estadounidenses, su servicio dependía de dos elementos: un superávit de balanza de pagos y un superávit fiscal primario. Entre 1980 y 1982, como consecuencia del aumento en las tasas de interés, las reservas internacionales cayeron un 40%; las importaciones, por su parte, cayeron un 42%, entre 1981 y 1983, en toda la región. La economía interna comenzó a estancarse como consecuencia de la disminución del consumo y la inflación generada por la devaluación del tipo de cambio. Políticas fiscales restrictivas, en combinación con políticas cambiarias inflacionarias, condujeron a una depresión económica que se denominó, metafóricamente, “la década perdida”.

En cada una de las cinco series de negociaciones de la deuda durante los años '80 (Devlin y French Davis, 1995), las condiciones impuestas por el FMI en la política económica estuvieron dirigidas a controlar la inflación y mejorar el balance de pagos, mientras se liberalizaban todos los mercados. Lichtensztein (2010) sostiene que las negociaciones fracasaban a medida que aumentaba la inflación, como consecuencia de las políticas devaluatorias, y a que no mejoraba la posición del balance de pagos de manera significativa. “Exportar o morir” fue el dilema que tuvo que enfrentar América Latina en aquellos años.

Cuadro 4
Porcentaje del crecimiento del PBI per cápita en las economías de América Latina (1980-2010)

País	Años '80		Años '90		2000 - 2010	
	Promedio	Desvío estándar	Promedio	Desvío estándar	Promedio	Desvío estándar
Argentina	-2,2	5,485	3,2	5,708	3,1	6,881
Bolivia	-2,6	2,7	1,7	1,557	1,9	1,418
Colombia	1,2	1,561	1	2,981	2,5	1,787
Ecuador	-0,3	3,29	-0,1	3,078	2,8	2,215
Honduras	-0,5	2,551	0,2	2,748	2,2	2,449
México	0,2	4,336	1,6	3,533	1	3,432
Panamá	-1,3	6,114	3,5	2,614	4,1	3,646
Perú	-2	8,012	1,4	5,13	4,2	3,323
Venezuela	-2,9	4,71	0,3	4,651	1,6	8,131
Uruguay	0,1	6,465	3	3,757	2,6	5,388
Chile	2,7	6,291	4,7	3,538	2,7	2,082
Brasil	0,8	4,686	0,1	2,943	2,5	2,481
Costa Rica	-0,5	4,332	2,9	2,715	2,1	3,065
Jamaica	0,5	4,502	1,3	3,439	0,8	1,825
Nicaragua	-3,2	4,887	0,8	3,044	1,7	1,914
Paraguay	1,1	5,404	0,1	1,906	1,5	5,176

Fuente: CEPAL, Tabla preparada por Francisco Josué Martínez Cervantes, OBELA, IIEC UNAM

Las políticas de estabilización de los años '80 fueron seguidas por políticas de ajuste estructural en los años '90, con los títulos Brady y las políticas de reforma del Banco Mundial. Se optó por una estrategia de crecimiento basado en las exportaciones para afrontar la necesidad de divisas extranjeras con la finalidad de pagar la deuda en el contexto de un mercado interno cada vez más restringido (Ugarteche, 2000). Para 1989, las *Prime interest rates* (tasas de interés para los clientes de bajo riesgo) habían descendido del 20% al 6%, momento en el cual hubo un acuerdo formal de política económica conocido como "Consenso de Washington"¹³. Este acuerdo consistió en recetas dirigidas a eliminar cualquier elemento de política pública de bienestar social así como también los subsidios. También se liberalizaron los mercados de bienes y servicios, en especial, el mercado bancario, de crédito, financiero, de cambio de divisas y el laboral. Las empresas públicas fueron privatizadas.

Se culpó al proteccionismo por los problemas de balanza de pagos y por la ineficiencia de la producción industrial, lo cual condujo a la eliminación de políticas industriales (A. O. Hirschman, 1992) sin que se verificara un proceso de transición entre la política de sustitución de importaciones y la estrategia exportadora. Ni siquiera se intentó poner en práctica algún tipo de política al estilo asiático, orientada a la sustitución de exportaciones (Wade, 1990; Amsden, 1989).

El propósito de estos ajustes era eliminar las políticas de industrialización presentes en la mayoría de los países de la región desde los años '30. Una década después de "la década perdida" de los años '80, la porción del PBI mundial correspondiente a América Latina se había reducido a la mitad, del 6% al 3% (la caída anual del PBI de la región había sido del 0,4%), la deuda pública había aumentado desde un promedio del 35% del PBI en 1980 a más del 67% en 1986, y se había casi triplicado desde US\$129 mil millones hasta US\$320 mil millones, al valor actual de la deuda en dólares a lo largo de la década.

Bolivia devino en un laboratorio para estas políticas en 1986 (Sachs, 1986), pero fue el presidente de México, Salinas de Gortari (1988 a 1994), quien allanó el camino para las reformas promovidas por las IFIs en toda la región. Se introdujeron durante su presidencia ajustes estructurales de la mano de negociaciones para el Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte (*North American Free Trade Agreement*, NAFTA). Al igual que el resto de los países latinoamericanos, el resultado de estas políticas fue un crecimiento muy bajo, entre 1990 y 2000. Las excepciones a este desempeño fueron Argentina, Panamá, Costa Rica y Chile.

Europa, por su parte, parece estar hundida en una profunda recesión, sin atisbos de que ningún país ejerza el papel de locomotora o sirva como modelo para la recuperación. El crecimiento económico en América Latina arrancó cuando el precio de los productos primarios aumentó —debido a las tasas de interés internacionales negativas— y cuando algunos países abandonaron la lógica exportadora y asumieron un modelo redistributivo para el desarrollo del mercado interno. La condicionalidad cruzada en Europa, cuyo principal objetivo es fijar (*to lock in*) las políticas, involucra al FMI, la UE y el Banco Central Europeo.

La principal diferencia entre ambos casos radica en que en América Latina se trató de negociaciones sucesivas, mientras que en Europa hubo una única negociación en la cual los tres acreedores acordaron las condiciones, y luego negociaron conjuntamente con el deudor. No existe posibilidad de alcanzar un acuerdo con solo uno de los acreedores, dejando afuera al resto.

Más de una década después de la implementación de las reformas estructurales, con posterioridad al año 2000, algunos gobiernos de América del Sur, al darse cuenta de que el crecimiento vía exportaciones no siempre tenía una elasticidad ingreso elevada, ni contribuía

a aumentar el empleo o a mejorar la distribución del ingreso, comenzaron a implementar cambios con el objeto de fortalecer nuevamente el mercado interno (Vidal, Guillen y Deniz, 2010). Esto coincidió con un aumento en el precio internacional de los productos primarios, lo que permitió una recuperación sustancial del mercado interno sin tener que afrontar restricciones en la balanza de pagos. En todos los casos, la deuda pública externa se ha visto reducida en la última década en un rango que va desde el 20% al 30% del PBI, mientras que se ha verificado un cambio de deuda externa por interna¹⁴ (Ugarteche 2008). En consecuencia, los países con políticas redistributivas progresistas tales como Argentina, Brasil, Bolivia, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Uruguay y Venezuela han crecido más que en la década anterior. Excepcionalmente, Perú creció de manera sustancial a pesar de no haber implementado políticas de este tipo, posiblemente debido al auge de la minería del oro y otros minerales preciosos. Por otro lado, Chile, Costa Rica y Jamaica crecieron en menor grado en la última década en comparación con los años '90. México, por su parte, ha tenido un bajo crecimiento sin cambios en sus políticas. Se ha hecho alusión a esta situación como “éxito de la exportación”, haciendo referencia a su efecto sobre la balanza de pagos. Sin embargo, el “éxito” de las exportaciones no ha sido siempre acompañado por un gran crecimiento económico (Ugarteche y Aroche, 2005).

Cuadro 6
Deuda pública de los principales países del G7
(% del PBI)

G7	2000-2005	2006-2010	2010
Japón	163,3	202,1	225,8
Estados Unidos	58,4	74,1	100
Gran Bretaña	39,4	56,9	76,5
Alemania	62,8	70,5	83,2
Francia	61,2	71,5	82,4
Italia	106,3	110,3	118,1
Canadá	77,7	75,1	34
Promedio	81,6	94,4	102,3

Fuente: *CIA Fact Book*. Disponible en: https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/rawdata_2186.txt World Bank, *World Development Index*, 2010. Elaborado por Francisco Josué Martínez Cervantes, OBELA, IIEC UNAM. *New York Times*.

La crisis de deuda del G7, por su parte, está relacionada de manera indirecta con la burbuja inmobiliaria y el crédito al consumo (Cuadro 6). El único país de este grupo que no tiene un problema serio de deuda es Canadá, que ha logrado administrar su política fiscal reduciendo a la mitad la carga de su deuda, de más del 70% al 34% del PBI, entre 2000 y 2010. Niveles muy elevados de deuda precedieron la crisis sistémica desde 2007 en adelante y deben ser vistos como parte de la crisis de acumulación de capital a nivel mundial (Ritschl, 1996). Esta crisis se inició en Estados Unidos y se desplazó luego al Reino Unido y los grandes centros financieros, y de allí a las economías más pequeñas. Pero no se ha limitado a aquellos países. De hecho, la quiebra de los bancos en todos los países europeos deriva del hecho de que la mayoría de las economías ricas vieron crecer su deuda pública y privada durante la primera década del siglo XXI, con excepción de los países escandinavos, Suiza y Austria. Islandia representa un caso extremo ya que su deuda privada aumentó hasta un 600% del PBI entre los años 2000 y 2007¹⁵. Al inicio de la segunda década del siglo, la mayoría de las economías ricas están

Cuadro 7
Porcentaje del PBI de la deuda pública en países europeos en estado crítico

	2009	2010
Bélgica	96,2	98,6
Francia	79	82,4
Grecia	126,8	144
Islandia	113,9	123,8
Irlanda	65,5	94,2
Italia	115,1	119,9
Portugal	76,8	83,2
España	53,2	63,4

Fuente: *CIA Fact Book*. Disponible en: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/>

altamente endeudadas -si tomamos como válido el criterio establecido en el Tratado de Maastricht, que estipula un límite equivalente al 60% de la relación deuda pública/PBI- y tienen niveles muy bajos de reservas internacionales y gran porción del presupuesto nacional destinado al pago de deuda, generando una perspectiva sombría de crecimiento.

El problema de deuda de Europa, en su conjunto, surgió recién en 2007 (Panico, 2010). La mayoría de los países de la Unión Europea tenían un coeficiente de deuda pública de alrededor del 60% del PBI antes de que se iniciara la crisis. El gasto fiscal aumentó de manera significativa a medida que se pusieron en práctica políticas contracíclicas. Contemporáneamente se rescataban bancos, lo que condujo en algunos países a un aumento del coeficiente PBI/deuda a niveles superiores al 100% (Cuadro 7).

La primera ronda de intervenciones para el rescate de la deuda (*debt bailout*), entre 2008 y 2010, tuvo como resultado un aumento de la deuda nacional, mientras que las políticas de ajuste fiscal trajeron como consecuencia una disminución de los salarios, del consumo y del gasto público, lo que se tradujo en un menor crecimiento del PBI. Esto, a su vez, contribuyó al aumento del coeficiente deuda/PBI, de manera semejante a lo que sucedió en América Latina en los años '80 (Tablas 6 y 7).

Dos años después, algunos países -por ejemplo, Irlanda, Portugal, España y Grecia- han iniciado la segunda ronda de negociaciones de la deuda, mientras descubren que los indicadores básicos de sus economías muestran un deterioro con respecto al inicio de la crisis. Islandia pateó el tablero e inició una demanda contra el primer ministro por presunta actuación negligente, mientras que se han realizado dos referéndums para el rechazo de los pagos de la deuda¹⁶. Bélgica¹⁷ y Francia¹⁸ están aplazando el problema mientras introducen ajustes. Italia, a su vez, pareciera estar afrontando el problema fiscal¹⁹ mientras que se ha bajado la calificación de su deuda desde AAA, en 2009, a A/A1 en septiembre del 2011, y a A2 en noviembre del mismo año²⁰. Al observar los indicadores, no hay motivo por el cual España deba ser incluida en la lista de países con situaciones de crisis, y mucho menos que se hayan aplicado tratamientos de choque, al considerar que el nivel de la deuda apenas alcanza el punto crítico del 60% del PBI.

Los datos suministrados anteriormente no hacen referencia a la deuda privada. La deuda privada relativa al consumo agregado creció a mayor velocidad que el consumo y la productividad. Esta fue la raíz del problema de la banca y se enfrentó reduciendo el crédito al consumo en sus distintas formas, lo que provocó el efecto secundario de agravar el problema de los bancos antes de que se iniciara la

Cuadro 8
Tasas de interés básicas

Entidad y Moneda	Tasa	Fecha de inicio
Banco de Japón, YEN	0,10%	19 de diciembre, 2008 se redujo al 1% en 1995 se redujo aún más en un 0,20% en esa oportunidad
BCE, Euro	1,25%	7 de abril, 2011 se incrementó en un 0,25%
Reserva Federal estadounidense, US\$	0,25%	16 de diciembre, 2008 se redujo del 5,25% el 7 de marzo se redujo aún más en un 1% en esa oportunidad
Banco de Inglaterra, Libra esterlina	0.50%	5 de marzo, 2009 se redujo del 5% en septiembre del 2007 se redujo aún más, en un 1% en esa oportunidad

Fuente: <http://www.housepricecrash.co.uk/graphs-base-rate-uk.php> y el banco central de cada país.

recuperación. Esto tuvo como resultado una reducción aún mayor del consumo y del crecimiento del PBI.

Como el problema de Europa no es de deuda externa (en divisa extranjera) sino de deuda interna, todas las políticas se centran en el frente fiscal. Lo que se realizó en América Latina, en términos de ajuste a través de políticas de tipo de cambio y políticas fiscales, se realiza en Europa solamente a través de políticas fiscales, lo que torna el ajuste aún más complicado y más centrado en las prestaciones sociales.

Viejos y nuevos *stakeholders* (actores interesados)

La deuda de América Latina en los años '80, en manos de bancos comerciales internacionales, en moneda extranjera y a tasa variable (*floating rate notes*), involucraba fundamentalmente a cuatro grupos de actores: el Club de Londres, integrado por bancos acreedores; el Club de París, compuesto por gobiernos acreedores; el Tesoro de Estados Unidos; y la dupla FMI/BM. Sin el acuerdo del FMI/BM y la luz verde por parte del primero, no había negociación posible. Sin el apoyo del Tesoro de Estados Unidos no hubiera sido posible la emisión de bonos Brady.

El tema de la deuda europea es más complejo. La deuda está nominada en moneda local aun cuando el tenedor no fuera europeo. El mercado de bonos locales está integrado por inversores, instrumentos de deuda soberana, suscriptores y organismos de calificación crediticia que valúan los bonos. Los principales inversores en los canjes de créditos en mora (*credit default swaps*) suelen ser los suscriptores y las compañías de seguros. Los suscriptores suelen conocer en profundidad al gobierno deudor con el que están tratando, por

lo que cuentan con información que les permite apostar contra aquellas deudas con alta probabilidad de incumplimiento. Un ejemplo de esto es el caso de Goldman Sachs con Grecia²¹.

Estos *stakeholders* no se han organizado y, por consiguiente, no tienen representación. Otros compradores posiblemente sean los bancos comerciales, como ha quedado demostrado en el caso de Grecia (Gulati y Buchheit, 2010). Los deudores son los gobiernos europeos y británico.

Esto significa que cualquier solución al problema de deuda debe basarse en el mercado y no puede sólo alcanzarse mediante negociaciones oficiales, tal como sucedió en los años '80. Esto lleva a que se produzcan compras y recompras agresivas de la deuda. Las primeras se llevan a cabo con pleno conocimiento de las partes involucradas, lo que no es cierto para las recompras agresivas. Chile realizó una recompra en los años '80, mientras que otros países de América Latina lo hicieron en 2006²². Argentina y Ecuador realizaron recompras agresivas en 2005 y 2009, respectivamente. En el caso de Argentina, el precio de los bonos se desplomó por causa del incumplimiento de pagos en 2001 lo que dio un preaviso al mercado²³.

En el año 2005, luego de prolongados, polémicos e infructuosos intentos por alcanzar una solución de mutua aceptación para la reestructuración de la deuda, Argentina abandonó el proceso de negociación e hizo una oferta única y unilateral muy desfavorable para los acreedores. A pesar de que el 76% de ellos aceptaran la oferta, un grupo variado de acreedores la rechazó y optó, en cambio, por litigar judicialmente, con la esperanza de lograr un acuerdo más satisfactorio. Argentina aún debe US\$20 mil millones de deuda impaga a tenedores privados de bonos y US\$10 mil millones de intereses vencidos. Se encuentra también atrasada en el pago de US\$6,2 mil millones en concepto de préstamos realizados por Estados Unidos y

Los suscriptores suelen conocer en profundidad al gobierno deudor con el que están tratando, por lo que cuentan con información que les permite apostar contra aquellas deudas con alta probabilidad de incumplimiento. Un ejemplo de esto es el caso de Goldman Sachs con Grecia.

El sistema ahora depende en mayor medida del mercado y de los organismos de calificación crediticia. Esto significa que el “humor” de los mercados financieros define el progreso de un país en mayor medida que sus indicadores macroeconómicos.

otros gobiernos. Aunque Argentina haya tenido éxito en la reducción de su deuda soberana, sus métodos poco ortodoxos han marginado al país del mercado internacional de crédito por casi una década y han suscitado medidas legislativas y sanciones por parte de Estados Unidos (Hornbeck, 2010).

A pesar de que Argentina también tomó deuda privada con garantía del estado, la oferta de pago única y unilateral causó reclamos judiciales. Como consecuencia, no ha podido ingresar nuevamente en el mercado internacional de créditos y ha tenido que emitir bonos denominados en pesos²⁴. En el caso de Ecuador, a medida que se fue conociendo la noticia de la probabilidad de un incumplimiento en el pago, que derivó de la conclusión de una auditoría de la deuda, los precios se desplomaron²⁵.

En lo que concierne a las recompras agresivas, el tema que sigue pendiente es el de los tenedores de bonos que no aceptan los procesos de reestructuración, es decir, cambiar sus bonos por otros nuevos de menor valor. En el caso de Argentina, esos tenedores de bonos terminaron en los tribunales de justicia, en un litigio que aún está en proceso y que impide la normalización del crédito. El mecanismo nuevo que surge de este caso es la introducción de cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clause*, CAC) que obligan al grupo minoritario de tenedores a seguir los pasos acordados por la mayoría. Este mecanismo adoptado en la emisión de nuevos bonos ha eliminado la posibilidad de acción de los fondos “buitres”, como ha ocurrido en América Latina luego del Plan Brady²⁶.

Mientras que los bonos soberanos de América Latina emitidos en Nueva York tienen cláusulas de acción colectiva –luego de la recompra de Argentina en 2005 y los problemas con el grupo minoritario de tenedores–, no queda claro si los bonos europeos emitidos en Londres tendrán las mismas cláusulas. Hasta el momento Europa no ha optado por la recompra o la recompra agresiva, y ha activado el MEEF, que compra bonos a países con dificultades, a precio de mercado, de manera de poder asegurar que la curva de rendimiento de los bonos permanezca dentro de márgenes razonables.

Conclusión

En este artículo se ha hecho un repaso de los elementos de condujeron a la crisis de deuda en América Latina. Se ha puesto atención en la estrangulación del balance de pagos que surgió del aumento de las tasas de interés internacionales y de la caída en los precios de los productos primarios, junto a un coeficiente relativamente bajo de deuda/PBI. El aspecto fundamental fue la vulnerabilidad externa con origen en el “pecado original” y el desajuste monetario (*currency mismatch*) en la deuda pública.

La crisis de deuda en Europa, por el contrario, surgió a partir de los altos coeficientes de deuda/PBI, más como consecuencia del volumen de la deuda que de su costo. Las tasas de interés básicas se encuentran en niveles muy bajos, mientras que las primas de riesgo determinadas por el mercado han aumentado considerablemente con la crisis.

El problema de deuda en América Latina evolucionó en el marco de instituciones financieras internacionales de considerable poder que han adherido a los principios del liberalismo económico. La crisis europea emergió en un contexto regional aparentemente nuevo que parecía indicar que habría cambios sustanciales en el régimen

internacional. A medida que se desarrollaba la crisis, el marco regional mostró su estructura bilateral y terminó allanando el camino al nuevo rol que asumieron las IFIs y los mercados financieros.

La cuestión acerca de si la reestructuración de la deuda es demasiado dura y complicada debe ser vista a la luz del aumento en la condicionalidad a los cambios de política económica, que estaría enfocada en satisfacer los deseos de los acreedores. Estos cambios no estarían orientados a resolver el problema de deuda, propiamente dicho, sino a asegurar el cumplimiento de las condiciones impuestas. Aquí se vuelve evidente el renovado rol que cumplen el multilateralismo, el regionalismo y el bilateralismo. Las IFIs han recobrado la importancia que tuvieron en los años '80 y han impuesto condiciones que, de no ser cumplidas, hacen muy difícil las reestructuraciones. Mientras tanto, los gobiernos de los países acreedores tienen una presencia importante, lo que muestra un cierto grado de transferencia de gobernanza financiera desde el sector público y multilateral al sector privado y bilateral.

La deuda de América Latina se contrajo en moneda extranjera, lo que hizo necesario un ajuste fiscal y de la balanza de pagos, para poder hacer operativos los acuerdos alcanzados. En Europa, el problema es fiscal y los préstamos se contrajeron en moneda local, aunque los titulares de la deuda puede que sean, o no, extranjeros. Esto ha vuelto muy complejas las negociaciones de la deuda con los titulares extranjeros (no europeos) de la deuda.

El sistema financiero internacional se ha transformado desde los años '80 con la aparición de nuevos *stakeholders* e instituciones. El sistema ahora depende en mayor medida del mercado y de los organismos de calificación crediticia. Esto significa que el “humor” de los mercados financieros define el progreso de un país en mayor medida que sus indicadores macroeconómicos. Desde el punto de vista institucional, esto implica que se ha visto reducido el papel de los ministros de los tesoros. A la vez, ha aumentado la importancia del papel de los bancos centrales y su relación con los inversores institucionales. El costado político de las negociaciones se ha visto reducido, a la vez que ha aumentado el financiero.

En el caso de América Latina, los beneficios fueron apropiados por la comunidad internacional de bancos gracias a la estrategia adoptada en la cuestión de la deuda. Esto fue la conclusión, en primer lugar, del aumento del total de la deuda que resultó del préstamo involuntario surgido de cada una de las renegociaciones de la deuda y las disposiciones relacionadas con las pérdidas fiscales que surgieron de esto. Sólo después de 1987 se pudieron contabilizar las pérdidas con fines fiscales, motivo por el cual no se concedieron a los deudores reducciones de la deuda antes de esa fecha (Griffiths Jones, 1988).

En segundo lugar, el beneficio financiero de la privatización y la eliminación de políticas públicas de bienestar social sirvieron a la comunidad financiera internacional. En tercer lugar, estas políticas transfirieron gran parte del ahorro interno a las instituciones financieras privadas internacionales de tres maneras: en primer lugar, a través de la desregulación de las bolsas de valores que tomó impulso en los años '90. En segundo lugar, la transnacionalización de la banca y las finanzas. Finalmente, a través de la privatización de las pensiones.

En Europa aún existen sistemas de pensión estatales. El sistema bancario regional está regulado y excluye a los capitales internacionales en algunas actividades, tales como las Cajas, en España, y los

grupos bancarios regionales, en general. En Europa tampoco se han definido de manera plena las provisiones para insolvencias.

La lección que se puede sacar de la experiencia de América Latina es que no es posible reavivar el crecimiento hasta tanto no se haya reducido el nivel de deuda a niveles normales, por debajo del 40% del PBI. El ingreso fiscal mejora con el crecimiento económico, lo que puede ayudar a cerrar la brecha fiscal si se aplican políticas fiscales y de gasto público adecuadas.

Como ha demostrado la historia a lo largo de los últimos doscientos años, tarde o temprano surgen soluciones para la deuda. De haber voluntad, las políticas necesarias pueden ser implementadas, tal como demostró el Plan Brady. Si el objetivo de los condicionamientos y la reestructuración de la deuda, como sucedió en América Latina, fuera un cambio general de política económica, esto no será posible en el corto plazo. Si, en cambio, el objetivo fuera el de reavivar el crecimiento, esto es de absoluta importancia²⁷. Para terminar, el costo del ajuste no debe recaer exclusivamente sobre los trabajadores, sino que debe incluir el esfuerzo de los acreedores.

Notas

¹ Los temas desarrollados en el presente artículo fueron expuestos por primera vez en la Conferencia del Eurodad-CADTM *Deuda y Austeridad: Del Sur Globalizado a Europa*, Universidad de Atenas, Grecia, 6-8 de mayo de 2011 y una primera versión se publicó con el título de “Research on Money and Finance”, Working Paper 32, SOAS, Londres, agosto de 2011. Esta versión fue originariamente discutida y escrita durante una visita al Instituto de Estudios Latinoamericanos, Freie Universität de Berlin, en el segundo semestre de 2011, bajo el auspicio de UNAM PASPA. El autor desea agradecer a Leslie Armijo y a Barbara Fritz por sus muy útiles comentarios.

² Nota del Coordinador Editorial (N.C.E.): en el presente artículo se adoptará un sistema de citas mixto según el cual las notas a pie de página representan un desarrollo o especificación del texto, mientras que las notas entre paréntesis son referencias bibliográficas, cuyo listado se reproduce en orden alfabético al final de estas notas.

³ Felix Salmon, “In defense of vulture funds”, blog disponible en: <http://www.felixsalmon.com/2007/02/in-defense-of-vulture-funds>.

⁴ Oscar Ugarteche, “Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional”, Capítulo V, disertación de doctorado, Universidad de Bergen, 2007; Robert Devlin y Ricardo Ffrench-Davis, “The great Latin America debt crisis: a decade of asymmetric adjustment”, en *Revista de Economía Política*, vol. 15, n. 3, julio-septiembre, 2005, pp. 117-142.

⁵ La llamada Volcker Rule de 1979 es que el manejo de las expectativas inflacionarias es esencial para el manejo de la inflación en sí misma. Hay una segunda acepción en la ley Dodd Frank de 2011 referida a evitar que los bancos hagan inversiones de riesgo (o “especulativas”) con los depósitos de los clientes - básicamente, separando la banca comercial y de inversión.

⁶ <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>.

⁷ Mecanismos Europeos de Estabilización Financiera y Facilidad Europea de Estabilización Financiera creados en 2010 por 16 países miembros del euro en Luxemburgo con el propósito de ayudar a los países enormemente endeudados con hasta 700 mil millones de euros, disponible en <http://www.oecd.org/daf/fin/48887542.pdf>.

⁸ <http://www.timesofmalta.com/articles/view/20120909/business-news/ECB-announces-asset-purchase-programme.436204>.

⁹ Ver Ian Vásquez, “The Brady plan and market-based solutions to debt crises”, en *Cato Journal*, vol. 16, n. 2, 1996, pp. 233-244. El primer plan Brady con México allanó el camino. Según Vásquez, “Un comité de consulta conformado por el gobierno de México y representado por más de 500 bancos negoció una serie de condiciones de las cuales los bancos podían optar con el propósito de reducir o aumentar su exposición. Hubo 3 opciones en el menú. Los préstamos existentes pudieron ser cambiados por bonos a 30 años con una

reducción de la deuda y un descuento del 35% del valor nominal (los bonos obtendrían un interés superior a la tasa ofrecida por London Interbank, LIBOR, de 13/16 puntos porcentaje). Los préstamos existentes también podrían ser cambiados por bonos a 30 años que reducirían efectivamente el servicio de la deuda de México en aquellos préstamos a través de tasas de interés, por debajo del valor de mercado, del 6,25%. Los bancos también estarían habilitados para otorgar nuevos préstamos a tasas de interés de mercado por un período de cuatro años y hasta el 25% de la exposición al crédito del año 1989 luego de haber contabilizado los descuentos y bonos obtenidos a valor nominal. Las tres opciones permitieron a los bancos acreedores extender su exposición crediticia a niveles de entre el 65% y el 125% con respecto al nivel previo al plan Brady; véase Unal, Haluk, Asli Demirgüç-Kunt y Kwok-Wai, “The Brady Plan, the 1989 Mexican Debt Reduction Agreement, and Bank Stock Returns in the United States and Japan”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, n. 3, Part. 1, august 1993, pp. 410-429.

¹⁰ Luiz Carlos Bresser-Pereira, Jeffrey Sachs, “A Concerted Solution For The Debt Crisis”, mimeo, 1988; disponible en: <http://www.bresserpereira.org.br/Works/PrefacesReviews/88.ConcertedSolutionFor-DebtCrisis.pdf>.

¹¹ Esto quiere decir que por cada 1% de reducción del gasto público, el PBI se contrae más de 1%.

¹² Anatocismo es un término utilizado en el derecho civil. Se trata de un tipo de “usura, que consiste en cobrar interés sobre los intereses o recibir intereses compuestos”; *cit.* en *Online Law Dictionary*, 2013; disponible en <http://www.law-dictionary.org/ANATOCISM,+civil+law.asp?q=ANATOCISM%2C+civil+law>.

¹³ John Williamson, “What Washington Means by Policy Reform”, en Bela Balassa *et al.* (eds.), *Latin American Readjustment: How Much has Happened*, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, 1989.

¹⁴ Esto se refiere a que en lugar de emitir bonos en dólares o euros en el mercado internacional, los gobiernos emiten bonos en moneda nacional dentro del país, que son comprados en parte por inversionistas internacionales y en parte por nacionales.

¹⁵ *CIA Facts Book*, disponible en <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.

¹⁶ Ann Pettifor, “Iceland’s Referendum. At last the people can choose”, en *Huffington Post*, 5 de marzo de 2010; disponible en: http://www.huffingtonpost.com/ann-pettifor/icelands-referendum---at_b_488157.html.

¹⁷ OECD, “Belgium: Action Needed on Green Growth, Fiscal Consolidation and Jobs Creation”, Paris, OECD. 12 de Julio de 2011; disponible en: http://www.oecd.org/document/54/0,3746,en_21571361_44315115_48368310_1_1_1_1,00.html.

¹⁸ Jean-Christophe Caffet *et al.*, “France Fiscal Consolidation. Second Act”, en *Nataxis, Flash Economics, Economic Research*, n. 730, 3 de octubre de 2011; disponible en: <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=60201>.

¹⁹ FMI, “Italy 2011 Article IV Concluding Statement of the Mission”; disponible en: <http://www.imf.org/external/np/ms/2011/051111.htm>.

²⁰ “Berlusconi Furious at Debt Downgrade”, en *Der Spiegel*, 20 de septiembre de 2011; disponible en: <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,787324,00.html>.

²¹ “Banks Bet Greece Defaults on Debt They Helped Hide”, *New York Times*, 24 de febrero de 2010 <http://www.nytimes.com/2010/02/25/business/global/25swaps.html>.

²² *IMF Western Hemisphere Regional Economic Outlook: 2006 Midyear Update*. “Brazil, Colombia, Ecuador, Mexico, Panama, and Venezuela announced buy-backs or exchanges of their foreign currency bonds”, p. 15; disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2006/eng/01/wreo0406.pdf>.

²³ John F. Hornbeck, “Argentina’s Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the ‘Holdouts’”, Congressional Research Service, 6 de febrero de 2013, 7-5700; disponible en: <http://www.fas.org/spp/crs/>

row/R41029.pdf.

²⁴ Carola Sandy, "Argentina" in *Emerging Markets Economic Daily*, Credit Suisse, 23 de septiembre de 2008, p.2; disponible en: http://www.emta.org/uploadedFiles/New_Developments/Documents/ND_Int_Fin_Arch/CreditSuisseCommen tary.pdf.

²⁵ Anthony Faiola, "Calling Foreign Debt 'Immoral,' Leader Allows Ecuador to Default", *Washington Post*, 13 de diciembre de 2008; disponible en: <http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2008/12/12/AR2008121204105.html>.

²⁶ Congreso del Perú, Comisión Investigadora de la Corrupción, Caso Elliot, <http://www.congreso.gob.pe/historico/ciccor/inf FINAL/ deudaexterna.pdf>.

²⁷ "Greece could cut 20 billion by buying back its own bonds. According to the German finance minister, this was the scenario that was most likely to win consensus in Europe", *Der Spiegel*, 18 de julio de 2011; disponible en: <http://www.jornada.unam.mx/ultimas/2011/07/16/1329763-grecia-ahorraria-20-mil-millones-de-euros-si-comprara-sus-propios-bonos-ministro-aleman>.

Referencias bibliográficas

Acosta, Alberto y Oscar Ugarteche, "Global Economy Issues and the International Board of Arbitration for Sovereign Debt", en *El Norte. Finnish Journal on Latin American Studies*, vol. 2, n. 2, diciembre 2007, pp. 1-19.

Aggarwal, Vinod K., "Exorcising Asian Debt: Lessons from Latin American Rollovers, Workouts and Writedowns," en Deepak Dasgupta, Uri Dadush y Marc Uzan (eds.), *Private Capital Flows in the Age of Globalization. The Aftermath of the Asian Crisis*, Northampton, MA, Edward Elgar Publishing, 2000, pp. 105-139.

Alacevich, Michele, *The Political Economy of the World Bank, the early years*, Stanford, Stanford University Press, 2009.

Amsden, Alice H., *Asia's next giant. South Korea and late industrialization*, New York, Oxford University Press, 1989.

Aroche, Fidel y O. Ugarteche, "Integración regional e integración continental. Notas para un análisis de la integración entre la Comunidad Andina y el MERCOSUR", en Theotonio Dos Santos *et al.* (eds.), *Globalização e integração das Américas*, Sao Paulo, Ed. Loyola, 2005.

Asami, Tadairo, "The Chiang Mai Initiative as the Foundation of Financial Stability in East Asia", *ILMA*, marzo de 2005; disponible en: <http://www.asean.org/17905.pdf>.

Balassa, Bela, Gerardo Bueno, Pedro Pablo Kuczynski y Mario Simonsen, *Hacia una renovación del crecimiento económico en América Latina*, México, Colegio de México; Río de Janeiro, Fundac a o Getulio Vargas; Washington, D.C., Institute for International Economics, 1986.

Bird, Graham y Dane Rowland, "Catalysis or Direct borrowing. The Role of the IMF in mobilizing Private Capital", en *The World Economy*, vol. 24, n. 1, 2001, pp. 81-98.

Bank for International Settlements (BIS), "Regional Financial Integration in Asia", BIS Papers, n. 42, octubre 2008; disponible en: http://www.bis.org/arp/conf_0801.pdf.

Bordo, Michael y Barry Eichengreen, *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago, University of Chicago Press, 1993.

Boudghene, Yassine y Stan Maes, "Relieving banks from toxic or impaired assets. The EU State policy framework", en *The Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 3, n. 6, 2012, pp. 562-577.

Cantor, Richard y Frank Packer, "Sovereign Credit Ratings", en *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, vol. 1, n. 3, junio 1995, pp. 1-6.

Devlin, Robert y Ricardo Ffrench-Davis, "The great Latin America debt crisis: a decade of asymmetric adjustment", en *Revista de Economía Política*, vol. 15, n. 3, julio-septiembre 2005, pp. 117-142.

Drake, Paul W., *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Durham, Duke University Press, 1989.

Drake, P. W., *Money Doctors, Foreign Debts, and Economic Reforms in Latin America from the 1890s to the Present*, Jaguar Books on Latin America n. 3, Wilmington, Del, SR Books, 1994.

Dreher, Axel, "The IMF and Economic Growth. The Effects of Programs, Loans and the compliance with Conditionality" [Proceedings of the German Development Economics Conference, Kiel, 2005] en *World Development*, vol. 34, n. 5, mayo 2006, pp. 769-788.

Eichengreen, B., "Restructuring Sovereign Debt", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n. 4, 2003, pp. 75-98.

Eichengreen, B., *Globalizing Capital. A history of the international monetary system*, Princeton, Princeton University Press, 1996.

Eichengreen, B., Peter H. Lindert (eds.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1992.

Einzig, Paul, *The Eurodollar System. Practice and Theory of International Interest Rates*, New York, Saint Martin's Press, 1964.

Favero, Carlo y Alessandro Missale, "Sovereign Spreads in the Euro Area: which prospects for a Eurobond", en *Economic Policy*, vol. 27, n. 70, abril 2012, pp. 231-273.

Fondo Monetario Internacional (FMI), "Lending by the IMF", sección del sitio del FMI; disponible en: <http://www.imf.org/external/about/lending.htm#changing>.

Goodenough, Frederick C., "Inter-Allied Debts and Reparation Payments as International Securities", en *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 102, n. 1, julio 1922, pp. 100-108.

Griffiths-Jones, Stephany, *Managing World Debt*, New York, St. Martin's Press, 1988.

Griffiths-Jones, S., "Condicionalidad cruzada o la expansión del ajuste obligatorio", en *Pensamiento Iberoamericano*, n. 13, enero-junio 1988, pp. 67-90.

Gulati, Mitu y Lee C. Buchheit, "How to Restructure Greek Debt", Duke University, School of Law Working Paper n. 47, 2010; disponible en: http://scholarship.law.duke.edu/working_papers/47.

Hayter, Teresa, *Aid as Imperialism*, Harmondsworth, Pelican, 1971.

Henning, C. Randall, "The Future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund?", en *Policy Brief*, n. PB09-5, Washington, D.C., Peterson Institute of International Economics, 2009.

- Hirschman, Albert O., "Industrialization and its manifold discontents: West, East and South", en *World Development*, vol. 20, n. 9, septiembre 1992, pp. 1225-1232.
- Hornbeck, John F., "Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"", en *Congressional Research Service*, R41029, 2010; disponible en: <http://fpc.state.gov/documents/organization/145568.pdf>.
- Hornbeck, J. F., Argentina's Sovereign Debt Restructuring, *Congressional Research Service*, RL32637, 19 de octubre de 2004; disponible en: <http://fpc.state.gov/documents/organization/39301.pdf>.
- Keynes, John M., *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt, Brace and Howe, 1920.
- Keynes, J. M., *The Treatise on Money*, New York, Harcourt, Brace and Co., 1930.
- Krueger, Anne O., *A new approach to sovereign debt restructuring*, Washington, D.C., IMF, 2002; disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>.
- Krueger, A. O. "The Political Economy of the Rent-Seeking Society", en *The American Economic Review*, vol. 64, n. 3, junio 1974, pp. 291-303.
- Lichtensztejn, Samuel, *Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Instrumentos de poder financiero*, Xalapa, Universidad Veracruzana, 2010.
- Lichtensztejn, S. y Mónica Baer, *El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Estrategias y Políticas del Poder Financiero*, México, Cultura Popular, 1986.
- López, Rodolfo, Nahuel Oddone y Carolina Von Oertel, "Crisis financieras internacionales y mercados emergentes", en *Contribuciones a la Economía*, Santiago, noviembre 2003; disponible en: <http://www.eumed.net/ce/>.
- McKinnon, Robert, "The Euro currency market. Essays", en *International Finance*, Princeton University, International Finance Section, n. 125, 1977, pp. 5-10.
- Marichal, Carlos, *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton University Press, 1989.
- Marichal, C., *Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras: una perspectiva global: 1873-2008*. Buenos Aires, Debate, 2010.
- Mauro, Paolo, Nathan Sussman y Yishay Yafeh, *Emerging Markets and Financial Globalization. Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford, Oxford University Press, 2006.
- Meller, Patricio, "The International External Debt Problem, and the International Monetary Fund and World Bank Conditionalities", en Manfred Borchert, Rolf Schinke (eds.), *International indebtedness, Contributions presented to the Workshop on Economics of the Münster Congress on Latin America and Europe in Dialogue*, London, Routledge, 1990, pp. 202-238.
- Mendes Pereira y Joao Márcio, *O Banco Mundial como ator político, intelectual e financeiro 1944-2008*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2010.
- Ohmae, Ken'ichi. *The Borderless World. Power and Strategy in the Interlinked Economy*, New York, Harper Business, 1990.
- Panico, Carlo, "Las causas de la crisis de deuda en Europa y el papel de la integración regional", en *Investigación Económica*, v. 69, n. 274, 2010, pp. 43-62.
- Payer, Cheryl, *The Debt Trap. The IMF and the Third World*, Harmondsworth, Penguin, 1974.
- Pearson, Lester, *Partners in development: report of the commission on international development*, New York, Praeger Publishers, 1969.
- Perez Sánchez, Alfredo, "Deuda externa de América Latina. Balance de una década (1980-1990)", en *Cuadernos de Estudios Empresariales*, n. 5, Universidad Complutense de Madrid, 1995, pp. 243-269.
- Przeworski, Adam, James Raymond Vreeland, "The Effects of IMF Programs on Economic Growth", en *Journal of Development Economics*, vol. 62, 2000, pp. 385-421.
- Raffer, Kunibert, "Applying Chapter 9: Insolvency procedures to international debt. An economically efficient solution with a human face", en *World Development*, vol. 18, n. 2, 1990, pp. 301-311.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano, "Debt Intolerance", en William Brainerd, George Perry (eds.), *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C., Brookings Institute, primavera, 2003.
- Reinhart, C. M. y K. S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009.
- Ruggie, John Gerard, "International Regimes, Transactions and Change. Imbedded Liberalism in the Post War Economic order", en *International Organization*, vol. 36, n. 2, primavera de 1982, pp. 379-415.
- Sachs, Jeffrey, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", NBER Working Paper Series, n. 2073, noviembre 1986; disponible en: <http://ssrn.com/abstract=227263>.
- Santiso, Javier, *The Political Economy of Emerging Markets: actors, institutions, and financial crises in Latin America*, New York, Palgrave MacMillan, 2003.
- Sibert, Anne, "The EFSM and the EFSF: now and what follows", European Parliament, Policy Department A: Economic and scientific policies, Economic and Monetary Affairs, Note IP/A/ECON/FWC/2009_040/C7, 8 septiembre de 2010; disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201009/20100908ATT81666/20100908ATT81666EN.pdf>.
- Sussangkarn, Chalongsob, "Chiang Mai Initiative Multilateralization. Origin, Development, and Outlook", en *Asian Economic Policy Review*, vol. 6, n. 2, diciembre 2011, pp. 203-220.
- Suter, Christian, *Debt Cycles in the World-Economy. Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990*, Boulder, Westview Press, 1994.
- Suter, C., "Las fluctuaciones cíclicas en las inversiones extranjeras en 1850-1930: el debate histórico y el caso latinoamericano", en Carlos Marichal (coord.), *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930. Nuevos debates y problemas en historia económica comparada*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica, 1995.

Suter, C. y Hanspeter Stamm, "Coping with Global Debt Crises: Debt Settlements, 1820 to 1986", en *Comparative Studies in Society and History*, vol. 34, n. 4, 1992, pp. 645-678.

Takagi, Shinji (dir.), *Informe sobre la Evaluación del papel del FMI en la Argentina 1991-2001*, Oficina de Evaluación Independiente, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., 30 de junio de 2004; disponible en: <http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/07292004espanol.pdf>.

Teivainen, Teivo, *Enter Economism, Exit Politics. Exports, Economic Policy and Damage to Democracy*, New York, ZedBooks, 2002.

Ugarteche, O., *El Estado Deudor - Economía política de la deuda: Perú y Bolivia 1968-1984*, Lima, Instituto de Estudios Peruanos, 1986.

Ugarteche, O., *El falso dilema. América Latina en la economía global*, Caracas, Nueva Sociedad, 2000.

Ugarteche, O., *Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional, 1850-2000*, Tesis doctoral Facultad de Filosofía e Historia, Universidad de Bergen, 2007; disponible en: https://bora.uib.no/bitstream/handle/1956/2319/PhD_Thesis_Oscar_Ugarteche.pdf;jsessionid=BA1AE9DC694E908C806426A6ED06F165.bora-uib_worker?sequence=1.

Ugarteche, O., "Fuentes de financiamiento públicos e indicadores internacionales. La evidencia latinoamericana reciente", en *Economía UNAM*, vol. 5, n. 13, enero-abril 2008, pp.128-140; disponible en: <http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econunam/pdfs/13/07oscar.pdf>.

Unal, Haluk, Asli Demirgüç-Kunt y Kwok-Wai, "The Brady Plan, the 1989 Mexican Debt Reduction Agreement, and Bank Stock Returns in the United States and Japan", en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, n. 3, Part. 1, agosto 1993, pp. 410-429.

Vidal, Gregorio, Arturo Guillen y José Deniz, *Desarrollo y Transformación. Opciones para América Latina*, Madrid, Fondo de Cultura Económica, 2010.

Wade, Robert, *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton, Princeton University Press, 1990 [trad. al castellano: *El mercado dirigido: la teoría económica y la función del gobierno en la industrialización del este de Asia*, México, Fondo de Cultura Económica, 1999].

Wadsworth, Eliot, "The Inter-Allied Debt Problem and a Stable Monetary System Abroad", en *Proceedings of the Academy of Political Science in the City of New York*, vol. 10, n. 2, 1923, pp. 151-161.

Weisbrot, Mark, "Ten Years After. The lasting impact of the Asian Financial Crisis", Washington, D.C., Center for Economic and Policy Research, 2007; disponible en: http://www.issuelab.org/resource/ten_years_after_the_lasting_impact_of_the_asian_financial_crisis

Williamson, John, "What Washington Means by Policy Reform", en *Id.* (ed.), *Latin American Adjustment, How much has happened*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1990.

Young-jun, Park, Yonghyup O, "East Asian Financial and Economic Cooperation and its Prospect. Beyond CMI", Korean Institute for Economic Policy, Working Paper 10-04, 2010; disponible en: http://www.kiep.go.kr/eng/publications/pub02_view.jsp?page=3&no=185399&sCate=013002&sSubCate=005&field=&text=