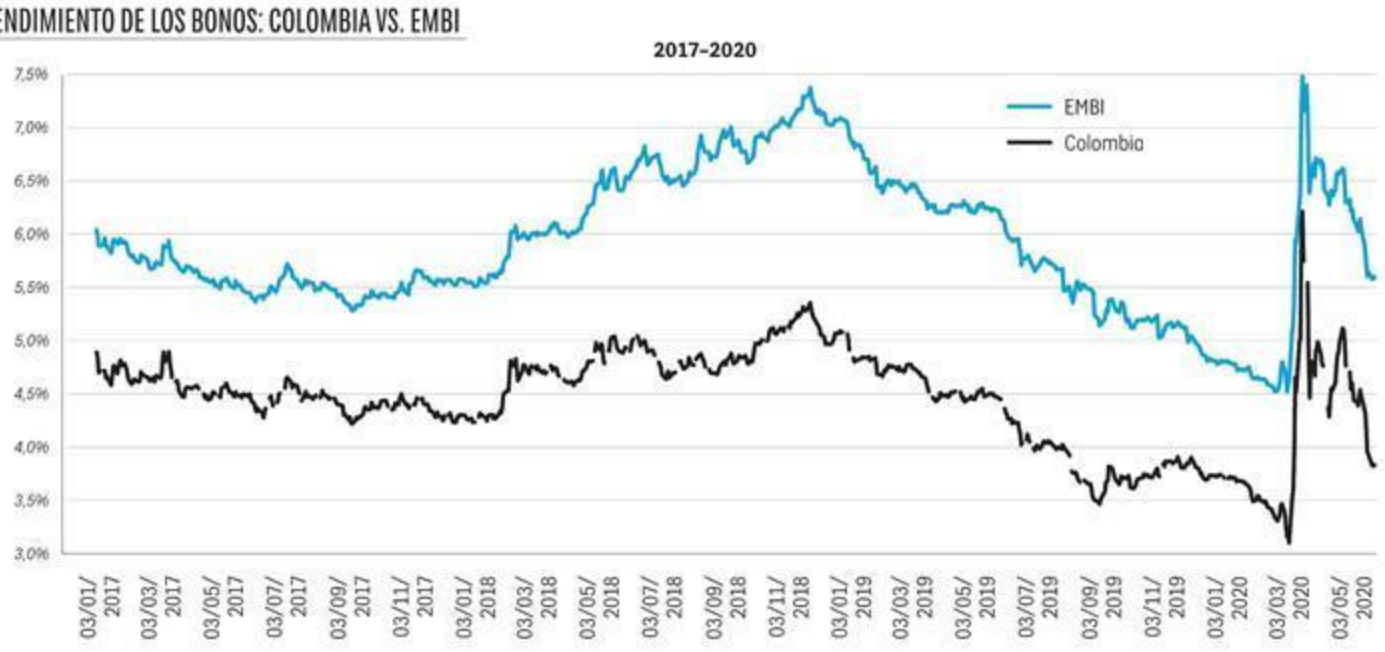
# Una hoja de ruta para el manejo del financiamiento y la deuda de las economías emergentes

No hay un solo camino, se requiere una combinación de soluciones para enfrentar el problema de la deuda y de la financiación externa que el covid-19 generó en los países de A. Latina, explica el exsecretario ejecutivo de Cepal José Antonio Ocampo.

JOSÉ ANTONIO OCAMPO (*)- PARA EL TIEMPO

RENDIMIENTO DE LOS BONOS: COLOMBIA VS. EMBI




Dos de los principales problemas en la gestión económica de la crisis del covid-19 son cómo garantizar el financiamiento para los países emergentes y en desarrollo, y cómo gestionar sus deudas externas. La magnitud del desafío es inmensa: tanto la directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) como la Conferencia de la ONU para el Comercio y Desarrollo (Unctad) han estimado que se necesitan 2,5 billones de dólares de financiamiento para estos países.

Los recursos deben provenir de múltiples fuentes. El financiamiento de los bancos multilaterales de desarrollo y del FMI es, por supuesto, crucial, como lo fue durante la crisis financiera internacional de 2008-09. La asistencia oficial para el desarrollo también desempeña un papel fundamental en el caso de los países de bajos ingresos. En relación con la deuda, ya se ha tomado alguna medida para suspender el servicio de las deudas oficiales de estos países durante 2020 y se ha propuesto que esa política se mantenga en 2021.

Dos temas esenciales para las economías emergentes, como las latinoamericanas, es el acceso al financiamiento del sector privado, que ha sido su principal fuente de recursos en años recientes, y si es conveniente o no reestructurar o suspender temporalmente el servicio de la deuda.




*Aunque al principio todo fue números rojos, ya empiezan a verse señales de esperanza, mucho antes que en la crisis del 2008.* FOTO: GETTY

### 'Fuga de capitales'

Sobre el primero de estos temas, conviene resaltar que, como parte del derrumbe de los mercados financieros que tuvo lugar en la primera fase de la crisis del covid-19, hubo una salida masiva de capitales de portafolio desde las economías emergentes, que el FMI estimó en más de 100.000 millones de dólares, una fuga superior a la que tuvo lugar después del colapso de banco de inversión Lehman Brothers en 2008, que desencadenó la crisis financiera internacional.

Sin embargo, la intervención masiva de la Reserva Federal de los Estados Unidos y otros bancos centrales logró estabilizar los mercados financieros desde fines de marzo e incluso generó una recuperación de las bolsas de valores del mundo. Como parte de este proceso, se ha producido también una recuperación del financiamiento privado hacia economías emergentes, un tema que ha tendido a ser ignorado. El análisis semanal del banco de inversión JPMorgan sobre los flujos de capitales hacia estas economías (incluida la inversión en sus mercados nacionales de bonos) indica que hubo una salida neta de 66.100 millones de dólares en marzo, pero que las salidas netas han sido más pequeñas desde entonces (11.300 millones en abril y 10.000 millones en mayo) y se han concentrado en flujos hacia los mercados accionarios. Por el contrario, los mercados de bonos se han comenzado a recuperar y las economías emergentes tuvieron en mayo un financiamiento neto de bonos en monedas duras (dólares y euros).

### Buena señal

Esto significa que estos mercados se han comenzado a reabrir solo dos meses después de estallada la crisis, en forma mucho más rápida que después de la crisis financiera internacional, cuando tardaron un poco más de doce meses después del colapso de Lehman Brothers.

Como referencia adicional, conviene recordar que tardaron ocho años en abrirse para las economías latinoamericanas después de la crisis de la deuda y más de cinco años después de la crisis asiática. Esto indica que hay de nuevo lo que se ha denominado una 'búsqueda de rendimientos' de diversos fondos de inversiones de países desarrollados, es decir de búsqueda de bonos con rendimientos más altos que los de los gobiernos y empresas de los países desarrollados.

Ocho países latinoamericanos ya se han beneficiado de esta reactivación del mercado privado: Panamá a fines de marzo y Perú, Guatemala, México, Paraguay, Chile, Colombia y Brasil desde mediados de abril, dos empresas públicas colombianas (Ecopetrol y el Grupo de Energía de Bogotá, ambas con participación privada minoritaria), dos chilenas (Codelco y el Metro de Santiago) y una brasileña (Petrobras). A ello se agregan las emisiones del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). A través de los mercados de bonos en monedas duras se han conseguido 27.500 millones de dólares entre mediados de abril y el 3 de junio, mucho más de lo que los países latinoamericanos han obtenido de los bancos multilaterales de desarrollo y el FMI.

Más aún, varias de estas emisiones se han realizado en muy buenas condiciones. La de bonos mexicanos del día 22 de abril, por un total de 6.000 millones de dólares, fue la más grande en su historia, tuvo ofertas casi de cinco veces superiores y obtuvo una tasa de interés efectiva del 5 % para su bono a 10 años. La emisión de bonos chilenos a diez años, del 5 de mayo, obtuvo una tasa más baja, de alrededor del 2,5 %. Y la de Colombia, del 1.º de junio, fue demandada más de cinco veces y obtuvo una tasa de poco menos de 3,2 % para el título de 10 años y de 4,2 % para el de 30 años.

### Ojo a los rendimientos

Esto es consistente con lo que indican los datos sobre rendimientos en los mercados secundarios de estos títulos. Es cierto que los márgenes de riesgo se han incrementado, pero también que se han reducido a niveles muy bajos las tasas de interés de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos que les sirven de referencia. Por eso los rendimiento de los bonos de las economías emergentes se han mantenido bajos y han caído dos puntos porcentuales o más después del alza que tuvo lugar a comienzos de la crisis. Como lo indica el gráfico anexo, el rendimiento de los bonos colombianos a 10 años se elevó a más del 6 % en la tercera semana de abril, pero se redujo a menos del 4 % a fines de mayo. Algo similar aconteció con el promedio de los mercados emergentes, como lo indica el EMBI, el indicador que produce JPMorgan para los rendimientos de bonos de las economías emergentes.

Es interesante resaltar que estos rendimientos se mantuvieron casi siempre por debajo de los alcanzados durante la estampida contra varias economías emergentes en 2018 y comienzos del 2019, que afectó fuertemente a Argentina y Turquía, entre otros países. Y se han mantenido muy por debajo de los alcanzados durante la crisis financiera internacional, cuando superaron el 10 % durante algunos meses, o después de la moratoria rusa de agosto de 1998 (que sucedió a la crisis asiática de 1997), cuando superaron esa tasa durante más de 4 años.

Esto tiene importantes implicaciones para la gestión de las deudas externas de los países latinoamericanos y de economías emergentes en general. Después de la decisión tomada por el G-20 y el Club de París de decretar una suspensión del servicio de la deuda de los países pobres, algunos analistas y organismos internacionales han abogado por un mecanismo similar para las economías emergentes.

> *"Hubo una salida masiva de capitales de portafolio desde las economías emergentes, que el FMI estimó en más de 100.000 millones de dólares, una fuga superior a la que tuvo lugar después del colapso de Lehman Brothers en 2008, que desencadenó la crisis financiera internacional".*

### Deudas disímiles

Sin embargo, las condiciones de la deuda y de acceso al mercado privado son tan marcadamente diferentes para distintos países que no es deseable un camino único para seguir.

De hecho, hay tres casos completamente diferentes. En América Latina, el primero es el de los países que requieren reestructuraciones profundas de sus deudas para garantizar que sean sostenibles. Los dos ejemplos claros son Argentina y Ecuador.

El segundo caso son países que ya se están beneficiando del acceso a los mercados privados de capital y que pueden, por lo tanto, combinar este financiamiento con préstamos de bancos multilaterales de desarrollo y de los mercados nacionales de bonos.

Un tercer grupo son los países que se encuentran entre estos dos extremos, para los cuales puede tener sentido un mecanismo que les permita suspender el servicio de la deuda. La mejor propuesta en este sentido es la que han hecho el profesor Patrick Bolton, de la Universidad de Columbia, y el abogado norteamericano Lee Buchheit, entre otros autores, para un mecanismo supervisado por el Banco Mundial o los bancos multilaterales regionales, como el Banco Interamericano de Desarrollo, al cual acudirían voluntariamente los países que lo requieran.

Según esta propuesta, las amortizaciones de deuda se pospondrían y los pagos de intereses se realizarían a los bancos que administran el programa, pero se volverían a prestar a los países para financiar sus necesidades de gasto durante la pandemia. La deuda quedaría todavía a cargo de los países, para pagarla cuando termine la emergencia.

### Dos refuerzos necesarios

Cabe agregar que la adopción de una propuesta de este tipo debe ir de la mano con dos políticas adicionales, que sorprendentemente han estado ausentes de la agenda internacional durante la crisis actual.

La primera es negociar un mecanismo institucional formal para gestionar la reestructuración de las deudas soberanas, más allá del de negociación con acreedores privados que se acordó en el FMI 2015.

La segunda es una importante capitalización de los bancos multilaterales de desarrollo, similar a la que tuvo lugar en 2009-10 y que fue esencial para estos bancos aumentaran significativamente los préstamos a los países emergentes y en desarrollo en ese momento. Como el Banco Mundial fue capitalizado en 2018, este organismo pudo lanzar un programa de 15 meses por 160.000 millones de dólares.

Sin embargo, los bancos regionales de desarrollo también necesitan capitalizaciones. Esto es particularmente cierto en el caso del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), los dos principales bancos multilaterales que apoyan a América Latina.

Por lo tanto, el camino por seguir debe ser una combinación de soluciones heterogéneas a los problemas de la deuda externa y un aumento importante de la financiación de los bancos multilaterales de desarrollo y, en el caso de los países con acceso al mercado, también con emisiones de bonos en los mercados financieros internacionales.

***(*) Fue ministro*** *de Agricultura, de Hacienda y director de Planeación Nacional en Colombia. También fue secretario ejecutivo de la Cepal y Secretario General Adjunto de Naciones Unidas. Es considerado uno de los economistas más destacados no solo de Colombia, sino de América Latina. Hoy es profesor en la Universidad de Columbia y preside el Comité de Políticas de Desarrollo de la ONU.*