
MERCADO FINANCIERO

La economía política del Quantitative Easing y su impacto en las economías emergentes*

Rodrigo Fernández**, Pablo Bortz*** y
Nicolás Hernán Zeolla****

* Una versión más extensa de este trabajo fue publicada como documento de trabajo por SOMO en The politics of QE: A critical assesment of the harmful impact of European monetary policy on developing countries, disponible en: <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2018/06/Report-Quantitative-Easing-web.pdf>. Agradecemos los comentarios de Daniela Gabor, Ewa Karwowsky y Myriam Van der Stichele a la versión previa como así también a los asistentes al foro People20/Pueblo20 que se realizó en el Centro Cultural de la Cooperación en Buenos Aires el 16 y 17 de julio de 2018. Los errores restantes y las opiniones aquí expresadas son exclusiva opinión de los autores y no de SOMO ni de las otras instituciones asociadas.

** Doctor en Economía de la Universidad de Ámsterdam. Investigador del Centre for Research on Multinational Corporations (SOMO), Sarphatistraat 30, 1018 GL, Ámsterdam, Países Bajos. r.fernandez@somo.nl

*** Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigador del Centro de Estudios Económicos del Desarrollo del Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín (CEED/IDAES-UNSAM y CONICET), Av. Roque Sáenz Peña 832, 2º, C1035AAQ, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. pbortz@unsam.edu.ar

**** Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigador Centro de Estudios Económicos del Desarrollo del Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín (CEED/IDAES-UNSAM y CONICET), Av. Roque Sáenz Peña 832, 2º, C1035AAQ, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. nicolaszeolla@gmail.com

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: diciembre de 2018

ACEPTACIÓN: octubre de 2019



Resumen

La política de Quantitative Easing (QE) fue la respuesta de los países desarrollados al estallido de la crisis financiera de 2007 y 2008. En los países centrales, esta política profundizó la desigualdad del ingreso, inició una retracción de los flujos bancarios del mercado internacional y sostuvo un modelo de crecimiento basado en deuda. En los países periféricos, las bajas tasas de interés fomentaron la salida de capitales. Luego de 2009, se destaca el crecimiento del stock de deuda en divisas en los países emergentes (EME). En este contexto, se establecieron mecanismos de defensa frente a los riesgos de los flujos financieros de corto plazo, en especial la re-regulación a los capitales financieros, de derivados y de mercados de dinero (América Latina y África) y se relajaron restricciones a flujos comerciales (Asia y Pacífico). Sin embargo, tanto la expansión de deuda como la mayor regulación de la cuenta capital no implicaron un cambio en el patrón de inserción internacional financiera ni comercial.

Palabras clave: Control de capitales - Quantitative Easing - Países Emergentes

Abstract

The political economy of the QE: the rise and fall of cheap money and its impact on the Emerging Market Economies

The Quantitative Easing (QE) monetary policy was the response from developed economies to the sub-prime financial crises in 2007/2008. In central economies, the adoption of this policy worsened inequality, started a bank flow retraction and deepened a debt-led growth model. In the periphery, the low interest rates fueled the capital inflows. After 2009, there was a growth of foreign dollar nominated debt in EME. In this context, capital control measures were established, in order to regulate the derivative and money market inflows, specially in Latin America and Africa. But this doesn't change the low regulatory level or pattern. In the context of a normalization of the FED monetary policy, the Quantitative Tightening (QT) will produce the re-flow of capital to central economies.

Keywords: Capital controls - Quantitative easing - Emerging Market Economies

Introducción

Transcurridos diez años desde la crisis financiera global, es posible observar con mayor claridad el set de consecuencias y efectos que produjo sobre el funcionamiento de la economía mundial. Entre las estrategias para contener el derrumbe del sistema financiero en los países centrales se implementó el Quantitative Easing (QE): un programa monetario sin precedentes de compra de títulos de deuda del gobierno y otros pasivos, con el objetivo de proveer liquidez a las instituciones financieras –bajando fuertemente las tasas de interés– para, así, hacer frente a la crisis. Esta política fue llevada adelante inicialmente por la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y luego se expandió a otras regiones, incluyendo Japón, la Eurozona, Suecia, Suiza y el Reino Unido¹.

Como resultado de las bajas tasas de interés que impuso el QE a nivel internacional, se registró una serie de efectos que van desde el incremento de la correlación entre el precio de las materias primas y los *spread* soberanos, hasta un fuerte flujo de capitales desde el centro hacia las periferias (Bastourre y Zeolla, 2017; Bastourre et al., 2012).

En cuanto a la deuda en particular, de acuerdo a estadísticas del Banco Internacional de Compensaciones (BIS), el stock total de bonos de América Latina y el Caribe creció de US\$371.000 millones, en 2009, a US\$921.000 millones, en 2017. En la región de Asia y el Pacífico, el stock de deuda total creció de US\$360.000 millones, en 2009, a US\$1.326.000 millones, en 2017. En ambas regiones, el sector privado fue el más dinámico en este proceso. Y en el caso de América Latina, el stock total de deuda en moneda extranjera de las empresas privadas no financieras fue el de mayor crecimiento durante el periodo.

¹ Japón había sido pionero con este tipo de políticas, ya que llevó adelante programas de QE entre 2001 y 2006.

La interpretación convencional sobre este proceso en los países periféricos se relaciona con el inicio de un periodo de dinero barato, vinculado con una fuerte expansión de la emisión de bonos en los mercados de capital internacionales que fomentaría el crecimiento y la inversión en la región. Sin embargo, esto no sucedió. El formato, el volumen, el sector y la denominación de las emisiones de deuda podrían implicar la emergencia de nuevas vulnerabilidades financieras y otra serie de efectos distributivos y productivos que deberán ser estudiadas con más profundidad. La mayor volatilidad de los flujos de capitales respecto del financiamiento bancario, el descalce de monedas que implica el crecimiento del pasivo en moneda extranjera, y la elevada correlación que existe entre los flujos financieros y los precios de materias primas amplifican los riesgos frente a la reversión del ciclo financiero global.

Si bien el Fondo Monetario Internacional (FMI) tuvo una posición más amigable sobre el uso de controles para moderar el impacto del ingreso de capitales desde el exterior, los controles solo debían usarse en casos excepcionales y acompañados por otras medidas macro-prudenciales. De modo que el abordaje conceptual siguió siendo el estándar: dar primacía a lo fiscal como mecanismo de ajuste de desequilibrio de balance de pagos².

Este trabajo busca estudiar los espacios disponibles (y ausentes) en el arreglo institucional de la arquitectura financiera internacional para que los países periféricos puedan administrar las tensiones frente a la reversión de flujos de capital que implica el cambio hacia una política de Quantitative Tightening (QT) en los países centrales. Asimismo, este trabajo buscará poner en valor el rol de los controles de capitales como mecanismos de estabilización, y estudiar los mecanismos de reestructuración de deudas públicas y corporativas.

Para ello, dividiremos el artículo en cuatro partes, incluyendo esta introducción. En primer lugar, analizaremos los aspectos básicos de la política de QE y sus efectos sobre la dinámica de emisión de deuda de los países emergentes. En segundo tér-

² Para mayor detalle, ver Gabor D. (2012). Managing Capital Accounts in Emerging Markets: Lessons from the Global Financial Crisis. *The Journal of Development Studies*, 48(6), 714-731. Recuperado de: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00220388.2011.649257>.

mino, consideraremos la dinámica reciente de los flujos de capitales y el endeudamiento en los países emergentes. En tercer lugar, revisaremos el arreglo institucional vigente, sus limitantes y alternativas para lidiar con los efectos perjudiciales del QE sobre los países emergentes. Allí incluiremos dos secciones, en las cuales se analizará el rol los controles de capitales en la experiencia reciente y los mecanismos de reestructuración de deuda soberana. Por último, elaboraremos algunas conclusiones.

¿Qué es el QE y cómo funciona?

La política de QE puede ser descripta como la compra de bonos y otros instrumentos de deuda por parte de los bancos centrales cuya contrapartida es la emisión de dinero. No se trata solo de “impresión”, sino del intercambio de activos financieros de distinta liquidez, especialmente entre el banco central, instituciones financieras e inversores institucionales. La política de QE que llevó adelante la FED fue no convencional y no tuvo precedentes en la mayoría de los países, a excepción de Japón. La intención manifiesta del QE en Japón era incentivar la economía mediante la sustitución de activos en propiedad de las instituciones financieras (como deuda pública, bonos corporativos o hipotecas) por efectivo (emitido para esta finalidad)³. Como resultado de este programa de compra, los activos financieros en propiedad de las instituciones financieras se transfirieron a la hoja de balance del banco central a cambio de dinero.

Los defensores del QE sostienen que las instituciones financieras –ya sean bancos o fondos de pensión– actúan como mecanismos de transmisión de liquidez mediante la oferta de dinero que potencialmente será gastado. El mecanismo que opera sería el rebalanceo de portafolios: las instituciones que reciben efectivo a cambio de bonos utilizan la liquidez para comprar otros activos financieros. Este rebalanceo de portafolios baja la curva de tasas y le da así mayor atractivo a los activos más riesgosos que pagan una tasa más alta que los adquiridos por el banco central. Eventualmente, esto implicaría un acceso más fluido para el financiamiento

³ El programa de compra de deuda corporativa del BCE también incluye la deuda de corporaciones no financieras.

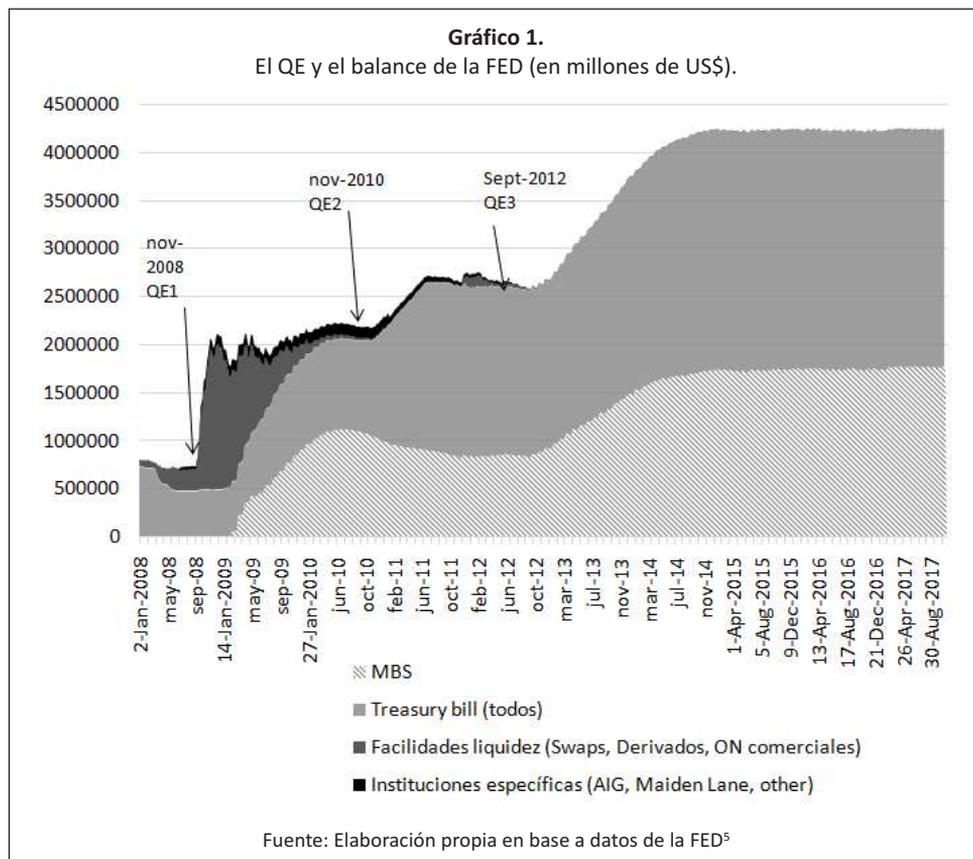
de la inversión de las firmas y el consumo de los hogares y, por ende, estimularía la economía.

Sin embargo, no todas las entidades apoyan el QE. El Banco Internacional de Pagos (BIS), la Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD) – como representantes en el banco central de los Países Bajos y Alemania– marcaron su preocupación respecto de cómo la economía global metaboliza la liquidez: comprimiendo riesgos y acentuando la volatilidad del sistema (burbujas financieras) y la fragilidad de los países en desarrollo (BIS, 2017)⁴.

Como dijimos, la política de QE fue inicialmente implementada en Japón en 2001, luego de trece años de fracasos en los intentos de recuperar la economía de una crisis que incluyó un fuerte crecimiento en las deudas y desplomó los precios de las propiedades. La nueva generación de QE apareció en los Estados Unidos durante la crisis financiera de 2007 y 2008, en un contexto mucho más grave. El colapso de activos financieros, la bancarrota de bancos sistemáticamente riesgosos como Lehman Brothers, e incontables interconexiones entre mercados reforzaron la incertidumbre de los inversores sobre cuáles eran el origen y la magnitud de los riesgos. Esto produjo intervenciones de los bancos centrales que incluyeron la compra de activos directamente de bancos e inversores, en particular derivados de hipotecas (MBS, *mortgage backed securities*), como forma de prevenir un mayor colapso. Esta compra desesperada, enfocada en la administración de la crisis, fue lo que sentó las bases para lo que terminaron siendo los programas de (QE) en los Estados Unidos.

Tres programas de QE tuvieron lugar en los Estados Unidos entre 2008 y 2015, los cuales incrementaron la hoja de balance de la FED de US\$1.000 billones a US\$4.500 billones (ver **gráfico 1**). Mientras que el interés inicial estuvo puesto en la compra de MBS, la política de QE tuvo programas ampliados que incluyeron *swaps* con bancos centrales de otros países, ayuda a instituciones específicas y bonos del gobierno.

⁴ BIS. (2017). The problem with QE is that it works in practice, but it doesn't work in theory. p.2.



El resto de los bancos centrales también hizo lo propio. El Banco de Inglaterra se puso el traje en 2009, comprando bonos soberanos y corporativos de alta calidad por un valor mayor a £200.000 millones, a lo que siguió otro programa de compra de activos y en conjunto alcanzaron los £375.000 millones, en 2012.

⁵ Federal Reserve. (23 de enero de 2018). Credit and Liquidity Programs and the Balance sheet. Recuperado de: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends_accessible.htm.

En Europa, la hoja de balances de Banco Central Europeo (ECB) comenzó a crecer al momento que empezaron los programas de QE, en 2015. Al igual que en Estados Unidos, en el Viejo Continente las compras de activos iniciaron antes de tener un marco institucional de largo plazo, lo que no ocurrió hasta enero de 2015. La política de QE del ECB consistió en la adquisición mensual de activos en el rango de los €60.000 millones, que se incrementaron a € 80.000 millones, a mediados de 2016, en cuatro programas de compra separados: bonos de cobertura, derivados (ABS), bonos soberanos y bonos corporativos. En total, el programa de recompra de activos superó los € 35 billones, enfocado mayoritariamente en el sector público (80%) y los bonos de cobertura (15%), aunque también incluyó derivados (1%) y bonos corporativos (3%).

La política QE en Estados Unidos y Europa generó una enorme cantidad de flujos financieros en los centros, que tuvo diversos efectos sobre la economía internacional. El primero de ellos, y el más reconocible, fue la disminución de las tasas de interés de referencia a niveles históricamente bajos⁶. La tasa de referencia de los bonos de la tesorería a tres meses pasó de 4,82%, en julio de 2007, a 0,19%, en noviembre de 2008, y permaneció en esos niveles durante casi nueve años.

Por otro lado, apareció un abanico de elementos que suelen subrayarse como los efectos indirectos de la política de QE, tanto para los países centrales como en las periferias. Para los primeros, mencionaremos los tres principales: la aplicación de la inequidad, la promoción del riesgo sistémico, y el fomento de un modelo de crecimiento basado en el endeudamiento. Solo por mencionar algunos datos, según el McKinsey Global Institute, los mayores beneficiarios fueron los gobiernos seguidos de las empresas no financieras, y los más perjudicados fueron los hogares, especialmente los de menores ingresos (Dobbs, Lund, Koller, & Shwayder, 2013). El mismo resultado se registró en Europa. Según información del ECB, entre 2014 y 2016, el 20% más rico de los hogares incrementó su riqueza neta –como porcentaje de su ingreso total– en 30%; en tanto que el 40% más pobre solo la incrementó en un 4% (ECB, 2017, p.48).

⁶ Igualmente, es necesario aclarar que las tasas de interés venían disminuyendo desde su pico en la década del 80.

A continuación, analizaremos los efectos en los países periféricos.

¿Cuáles fueron los impactos del QE en los países emergentes?

Las economías emergentes son más frágiles en el contexto de la globalización financiera.

Por el lado de las economías emergentes, suele mencionarse que las bajas tasas de interés tras la crisis internacional dieron inicio a un periodo de dinero barato sumamente beneficioso para la región. Sin embargo, además de los aspectos positivos del mayor acceso al financiamiento externo, este ciclo tuvo un conjunto de efectos indirectos negativos que vale la pena analizar con mayor detalle.

Desde los años 70, hubo tres etapas de expansión del ciclo financiero global. Dos de ellas desembocaron en crisis en los países periféricos: la primera en los 80, que culminó en 1982, con la crisis de deuda de América Latina y África; y la segunda a mediados de los 90, que terminó con las crisis de 1994, en México, 1997, en el Sudeste asiático, y 1999, en Rusia. Actualmente, estamos viviendo la contracción de esta tercera fase iniciada en los 2000, que se profundizó en 2009. Todas ellas tuvieron como característica la expansión de grandes flujos de capital internacionales. Y aunque la naturaleza de los flujos fue diferente cada vez –bancarios, en 1982, y de portafolio, en 1997–, estos tuvieron el mismo impacto negativo en los países emergentes.

A nivel conceptual, existen diversas explicaciones para esta fragilidad latente de las economías emergentes. En primer lugar se encuentran las consecuencias negativas de los ciclos financieros. Por las mayores tasas de interés y el menor desarrollo de sus mercados, las empresas en los países emergentes tienen un incentivo natural a financiarse en el exterior en dólares. Por ende, ingresan capitales del extranjero, la moneda nacional sufre presiones apreciadoras, y se comprime la percepción del riesgo doméstico e internacional. Sin embargo, la dinámica de estos flujos de capital es muy volátil. Cuando el ciclo internacional se revierte, la cadena de liquidez se interrumpe, lo que ocasiona una crisis financiera desde el balance de pagos (Frenkel, 1983, 2003; Kregel, 1998).

En segundo lugar está la cuestión del endeudamiento en divisas. Tomar deuda en moneda extranjera implica una expansión de la vulnerabilidad externa ya que el desajuste entre moneda de pago del préstamo y flujo de fondos, frente a una corrida contra la moneda nacional, amplifica la crisis ya que la devaluación afecta la hoja de balances de las empresas al incrementar los pagos de deuda en moneda extranjera, lo que deprime la inversión y el crecimiento (Caldentey, Favreau-Negront, & Méndez Lobos, 2018). Para el sector público, el problema es aún mayor. Esto puede entenderse mediante lo que Keynes llamó “el problema de la transferencia” (Keynes, 1929). A diferencia de los países centrales, donde una devaluación licúa las deudas en moneda local, en las economías emergentes no solo debe generarse el saldo de ingresos para el repago en moneda nacional, sino que el esfuerzo recesivo debe ser mayor. La clave está en la generación de las divisas suficientes, tal que garantice el repago en moneda internacional. Y esto solo puede producirse expandiendo el saldo exportable mediante una fuerte recesión.

A esto se suman los efectos adicionales a la crisis. En el caso de que ésta afecte a todos los emergentes, la dinámica doméstica se verá reforzada por el contexto internacional adverso a financiar el desequilibrio, cuando más necesario es el financiamiento (Calvo, 1998).

Y la historia no termina ahí: las recomendaciones ortodoxas suelen venir acompañadas de la exigencia de una política de “consolidación fiscal”, en especial si se ingresa en un programa de asistencia del FMI. La caída del gasto público producto de la austeridad, lejos de fomentar la recuperación, agrava aún más la crisis al profundizar la baja de la demanda. Destruye así capacidades productivas y amplía la brecha en la distribución del ingreso (Gabor, 2015; Bortz & Zeolla, 2017).

Sustitución del financiamiento bancario por el de los mercados de capitales.

Está generalmente aceptado que el QE tuvo un impacto sumamente relevante en los flujos financieros hacia la periferia. Siguiendo a Morgan (2011), es posible afirmar que hasta un 20% del total de crecimiento de todos los flujos de capital (incluyendo inversión extranjera directa [IED]) se debió a los efectos inobservables del QE en la etapa 2009-2013. La misma visión es compartida por el Banco Asiático de Desarrollo (ADB) y la Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

Esto se debió especialmente a la expansión del ingreso de capitales en los mercados financieros de deuda. Según información del BIS, el tamaño total del mercado internacional de bonos (tanto público como privado) creció de US\$ 500.000 millones de emisiones brutas, en los 2000, a US\$1,2 billones, en 2015. Este proceso de expansión, sobre todo a partir de 2009, se dio mayormente en el mercado de bonos de los países emergentes, debido a que la emisión internacional de deuda de los países desarrollados nunca llegó a recuperarse del impacto de la crisis. Mientras que en los países centrales las emisiones brutas de deuda eran de 2 billones en 2008, hacia 2015 eran menos de la mitad.

Esto significa que el QE no acentuó un incremento de deuda internacional de los países desarrollados, por el contrario: las economías emergentes fueron las más dinámicas en la emisión de deuda en este periodo. Como se observa en el **cuadro 1**, a continuación, el stock total de bonos de Asia y América Latina creció un 500% entre 2000 y 2017. En el caso de América Latina, pasó de US\$297.000 millones, en 2009, a US\$757.000 millones. En el de Asia, de US\$253.000 millones, en 2009, a US\$637.000 millones, en 2017. Al desagregar por sector, se observa una diferencia dramática en la participación del público dentro del financiamiento total en relación al privado. Mientras que el sector público representaba cerca del 57% de los bonos emitidos en 2000, solo alcanzó el 27% en 2017. Esto es el reflejo de un cambio hacia el financiamiento a bonos privados. Asimismo, al analizar por región, se observa una dinámica especial dependiendo de cuál se trate. En el caso de América Latina y el Caribe, este proceso vino dado mayoritariamente por las empresas no financieras. Mientras las emisiones de bonos del sector público crecieron de US\$ 220.000 millones, en 2007, a US\$349.000 millones, en 2017 (un 37% mayores), los bonos emitidos por el sector privado no financiero pasaron de US\$54.000 millones, en 2007, a US\$295.000 millones, en 2017 (crecieron un 540%).

Cuadro 1.
Stock total de bonos. Años 2000 a 2016.

		2000	2009	2017	2017/ 2000	2017/ 2009
		mill USD	mill USD	mill USD	var %	var %
América Latina y Caribe	Todos	309.936	371.416	921.803	197%	148%
	NFC	61.308	108.774	438.494	580%	303%
	Gobierno	220.723	213.473	352.903	44%	65%
	Inst Financieras	27.905	49.169	130.406	365%	165%
Asia y Pacífico	Todos	145.717	360.300	1.326.796	700%	268%
	NFC	67.173	149.928	572.164	678%	282%
	Gobierno	26.876	59.010	149.231	423%	153%
	Inst Financieras	51.669	151.362	605.401	873%	300%
África y Europa	Todos	114.128	498.957	1.065.471	745%	114%
	NFC	15.593	133.346	281.309	1576%	111%
	Gobierno	79.197	204.485	438.239	364%	114%
	Inst Financieras	19.337	161.126	345.925	1637%	115%
EME	Todos	569.781	1.230.672	3.314.070	482%	169%
	NFC	144.074	392.048	1.291.966	797%	230%
	Gobierno	326.796	476.967	940.373	188%	97%
	Inst Financieras	98.911	361.658	1.081.732	994%	199%

Fuente: BIS.

Políticas de defensa en los EME

Introducción

Cuando pensamos los mecanismos de defensa para las economías emergentes tenemos que tener en mente, como primera aproximación, si los flujos de financiamiento que ingresan responden a las condiciones y necesidades de la economía receptora.

En primer lugar, y a partir del debate reciente sobre la naturaleza del ciclo financiero global, se ha acentuado la visión de que son los factores determinantes del contexto de liquidez internacional –muy relacionados a las condiciones monetarias de los países centrales– los que mayoritariamente definen las condiciones de ingreso de los capitales a las economías emergentes. Esto transforma la visión

en torno al tradicional trilema de la política monetaria y lo convierte en un dilema: la selección del nivel de integración resulta ser el elemento clave (Rey, 2013).

En segundo lugar, también está en cuestionamiento el hecho de que la dinámica de extraordinario financiamiento de la década pasada haya implicado alguna transformación significativa en la estructura financiera.

En tercer lugar, los ciclos de endeudamiento de las firmas suelen ser pro-cíclicos. Además, a pesar de que el volumen de emisiones ha crecido, la cantidad de firmas que emiten deuda en el exterior permaneció relativamente estable (IMF, 2015).

En cuarto lugar, al observar el uso del flujo de fondos de las empresas se destaca una llamativa reticencia inversora en pos de la acumulación de activos financieros. Diversos trabajos demuestran que esta práctica parece estar relacionada con una tendencia general hacia la financiarización en la región, además de un contexto favorable para la valorización financiera, en especial en México y Brasil (Bruno & Shin, 2017; Caldentey, Favreau-Negront, & Méndez Lobos, 2018)

En este sentido, los gobiernos están al tanto de los efectos negativos asociados a la reversión de los flujos de capitales y han implementado un conjunto de medidas para administrar estas tensiones. Estos elementos estarán presentados en las próximas dos secciones.

El rol de los controles de capital

El principal resultado del QE de Estados Unidos y Europa en los EME fue el incremento del ingreso en los flujos de capitales atraídos por los intereses de corto plazo y las oportunidades en inversiones en portafolio. Esto ha llevado a apreciaciones no deseadas en los tipos de cambio, riesgo de burbujas en los activos financieros y excesivo crecimiento del crédito, particularmente canalizado mediante el sector inmobiliario.

Para lidiar con esto, los EME implementaron un amplio rango de controles de capitales con el objetivo de moderar los impactos macroeconómicos e incrementar

su autonomía monetaria. Esta política de re-regulación ha conducido en gran medida a soluciones pragmáticas, sin que ello implicase un cambio en el patrón de inserción financiera ni comercial de estos países.

La efectividad de estas medidas generó que el FMI reconsiderase su oposición a los controles de capital. En una serie de documentos oficiales, la institución reconoció la efectividad de los controles de capital como medidas efectivas para cambiar la composición del flujo de ingresos hacia otros menos volátiles. Esto implica que los controles son efectivos para desincentivar las inversiones especulativas como operaciones de *carry trade* (Ostry, 2010).

Técnicamente, los controles de capitales suelen ser referidos como Medidas de Administración de Capitales (MAC), las cuales incluyen dos tipos de regulaciones que algunas veces se superponen: controles de capital y regulaciones macroprudenciales. La principal diferencia entre ambos tipos se relaciona con la residencia de los agentes involucrados. Estos suelen ser definidos a través de una variedad de instrumentos que tienden a administrar el volumen, la composición o la asignación de los flujos de capital internacionales mediante la consideración explícita de si la transacción fue hecha por residentes o no residentes. Suele distinguirse entre ingreso o egreso de capitales, como así también entre medidas precio (impuestos, requerimientos de permanencia mínima) o cantidad (autorización especial para el ingreso de IED, restricciones a la compra de moneda extranjera por residentes). Las medidas macroprudenciales, por otro lado, consisten en regulaciones a posiciones domésticas financieramente riesgosas, ya sea para residentes nacionales o extranjeros (por ejemplo, techos máximos al apalancamiento, límites a la exposición en moneda extranjera, etc.) (Stiglitz & Ocampo, 2008).

Asimismo, además de para evitar la fragilidad financiera, los gobiernos implementan MAC con distintos objetivos de política económica. Estos pueden ser: incrementar la autonomía de la política monetaria (fijar tasas de interés domésticas); evitar sobrevaluación de divisas, devaluaciones excesivas y descalce de monedas; contrarrestar la prociclicidad de los flujos de capital y prevenir burbujas de activos; desincentivar el ingreso de capitales en el “boom” y reducir la salida de capitales en la “depresión”, entre otros.

Técnicas de administración de los flujos de capitales en los EME durante la crisis financiera: experiencias nacionales.

En esta sección, analizaremos las diferentes medidas de capital llevadas adelante por las economías EME más representativas. Los países que se considerarán serán Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Perú, Filipinas, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Daremos cuenta de los cambios en la regulación usando la base de datos de cambios en los controles compilados por Fernández et al. (2015)⁷ y contruidos sobre el Reporte Anual de Acuerdos y Restricciones Cambiarias (AREAER) del FMI⁸.

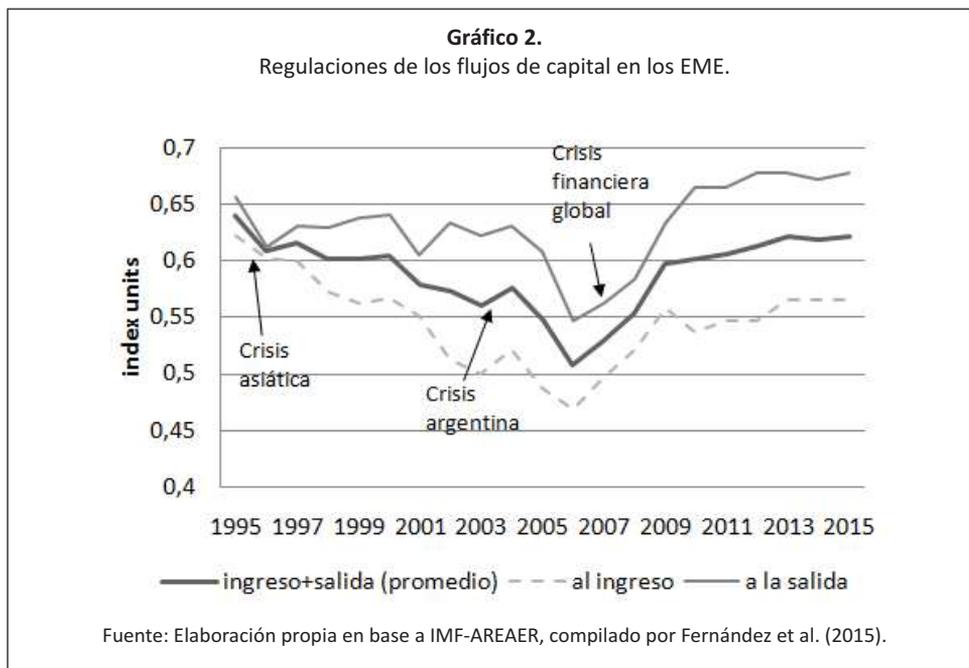
Considerando los últimos veinte años para los EME, es posible diferenciar dos periodos de regulación. Como puede observarse en el **gráfico 2**, a continuación, entre 1990 y mediados de los 2000 los EME han experimentado un periodo de desregulación. Este proceso fue brevemente interrumpido durante las crisis asiáticas de 1997, y luego de la crisis argentina de 2001 y 2002. Y fue revertido en 2007, después de la crisis financiera global, lo que dio inicio a un periodo de re-regulación con diferentes características.

Por entonces, casi todos los EME implementaron una variedad de medidas regulatorias con el objetivo de suavizar el impacto del fuerte ingreso de capitales de los países centrales. Entre 2007 y 2015, los EME incrementaron su regulación de un 54 a un 67% sobre todas las posiciones del balance de pagos susceptibles de ser reguladas, con mayor intensidad en la salida de capitales que en el ingreso.

Sin embargo, el patrón re-regulatorio no fue homogéneo entre regiones. El **cuadro 2**, a continuación, refleja estas diferencias. En la parte superior se reporta la

⁷ Fernández, A., Klein, M., Rebucci, A., Schindler, M., y Uribe, M. (2015). Capital Control Measures: A New Dataset. IMF Working Paper: Capital Control Measures-A New Dataset, 15(80).

⁸ A diferencia de otras bases de datos sobre control de capitales, ésta considera una distinción granular diferenciando cada posición del balance de pagos pasible de ser regulada más restricciones al mercado inmobiliario, a la Inversión Externa Directa (IED), y dependiendo de si éstas son aplicadas a los ingresos o a las salidas de capitales.



intensidad de la regulación: mayor oscuridad implica una mayor regulación. En tanto que en la parte inferior se presentan los cambios: valores positivos significan que la regulación en 2015 creció respecto de 2006.

Lo primero que destaca es que Asia y el Pacífico es la región que, en lugar de regular, desreguló. Asimismo, y a pesar de ello, también es la que mayor nivel regulatorio posee. Entre 2006 y 2015 el paisaje regulatorio no cambió significativamente. Luego de la crisis financiera de 2008, las mayores regulaciones fueron aplicadas a los mercados de crédito (fondos de inversión, créditos comerciales, créditos financieros y garantías) y a los instrumentos de cobertura (derivados). Sin embargo, luego del boom de ingreso de capitales, la mayoría de estas regulaciones fueron eliminadas⁹.

⁹ Cerutti E., Claessens S., y Laeven L. (2015). The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence. *Journal of Financial Stability*.

Cuadro 2.
Cambio en el patrón regulatorio por región. Promedios anuales del índice.

Promedio índice	2006	2015	2006	2015	2006	2015	2006	2015
	Todos		America Latina y Caribe		Otros Países		Asia y Pacífico	
Todos	0,51	0,62	0,31	0,55	0,33	0,55	0,75	0,71
Garantías y otros	0,38	0,41	0,17	0,33	0,17	0,17	0,64	0,57
FDI	0,56	0,69	0,33	0,67	0,50	0,50	0,79	0,79
Credito comercial	0,44	0,41	0,08	0,25	0,50	0,50	0,71	0,50
Credito financiero	0,59	0,75	0,50	0,67	0,33	0,67	0,79	0,86
Derivados	0,59	0,75	0,38	0,67	0,42	0,83	0,86	0,79
Bonos	0,56	0,69	0,42	0,63	0,42	0,67	0,75	0,75
Inv Colectiva (FCI)	0,45	0,58	0,38	0,58	0,17	0,58	0,64	0,57
Money Market Instr.	0,50	0,67	0,29	0,63	0,33	0,58	0,75	0,75
S. Inmobiliario	0,45	0,56	0,13	0,46	0,25	0,33	0,82	0,75
Acciones	0,55	0,72	0,46	0,63	0,25	0,67	0,75	0,82

Todos	0,11	0,24	0,22	0,04
Garantías y otros	0,03	0,17	-	0,07
FDI	0,13	0,33	-	-
Credito comercial	0,03	0,17	-	0,21
Credito financiero	0,16	0,17	0,33	0,37
Derivados	0,16	0,29	0,42	0,07
Bonos	0,13	0,21	0,25	-
Inv Colectiva (FCI)	0,13	0,21	0,42	0,07
Money Market Instr.	0,17	0,33	0,25	-
S. Inmobiliario	0,11	0,33	0,08	0,07
Acciones	0,17	0,17	0,42	0,07

Fuente: Elaboración propia en base a IMF-AREAER, compilado por Fernández et al. (2015).

Nota: América Latina y el Caribe: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Sudeste asiático y el Pacífico: China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. Otros países: Sudáfrica, Egipto y Turquía.

En 2009, Indonesia impuso la obligación de estadía mínima de un mes para inversores en bonos del banco central, regulación que fue eliminada en 2012. En términos de la regulación macroprudencial, en marzo de 2011 el gobierno puso un límite a los préstamos bancarios de corto plazo en moneda extranjera del 30% de su capital.

En el caso de Corea, en 2010 las autoridades implementaron regulaciones macroprudenciales que prohibieron a los bancos tener más de 50% de su capital en contratos de derivados de moneda extranjera (el porcentaje para bancos extranjeros era del 250%).

Tailandia, por su parte, en 2006 impuso (antes de la crisis financiera) un encaje no remunerado (ENR) del 30% a un año para todos los ingresos de capitales. Los retiros anticipados estaban sujetos a aprobación por la autoridad monetaria y eran penalizados con un impuesto del 10% por el valor de la transacción original. Este control produjo una devaluación del baht, y marcó el valor mínimo del tipo de cambio frente al dólar en nueve años. Luego, los flujos de deuda quedaron exceptuados del ENR y, en marzo de 2008, fue eliminado para todos los ingresos de capitales. En 2010, se restauró el 15% de impuesto para no residentes sobre las ganancias de intereses y capital para nuevas compras en bonos del gobierno, lo que equiparó el impuesto con individuos residentes.

Ni China, ni Malasia, ni India implementaron controles significativos adicionales sobre los ingresos o egresos en los años posteriores a la crisis. Para estos países ya existían restricciones a los movimientos de capital y operaciones con bancos extranjeros. Igualmente, los dos primeros experimentaron cierto relajamiento de las regulaciones. En el caso de China, desde 2013 facilitó el egreso e ingreso de requisitos para créditos comerciales y garantías.

En América Latina, se expandieron las regulaciones de la cuenta de capital, pero el patrón regulatorio no se modificó. Argentina fue el país que experimentó mayor crecimiento en la regulación, incluyendo un control estricto a las operaciones del mercado spot de divisas con impuestos y techos cuantitativos a la compra de moneda extranjera tanto para residentes como para no residentes. De modo que es posible tratar a Argentina como un *outlier*, especialmente luego de 2011. Esto básicamente se debió a la disputa con los fondos buitre y la existencia de tasas de interés reales negativas (una vez descontado el riesgo país y las expectativas de devaluación) que aislaron al país de los masivos montos de capital que ingresaron a la región. Para el resto de América Latina, los controles de capital se implementaron con el objetivo de moderar las presiones apreciatorias que producían estos ingresos (Bastourre y Zeolla, 2017).

En términos agregados, entre 2006 y 2015 casi todos los países incrementaron el número de regulaciones. En Brasil, entre marzo y octubre de 2008 el gobierno puso un impuesto a las transacciones financieras (*Imposto sobre Operações Finan-*

ceiras, IOF en portugués) con una tasa fija a los ingresos del 1,5% para desincentivar las operaciones de *carry trade*¹⁰. Con el crecimiento de los ingresos de capital tras la crisis, el gobierno reestableció el IOF con un 2% y lo extendió a todo ingreso de portafolio. Para operaciones de renta fija lo fue aumentando secuencialmente hasta octubre de 2010, cuando llegó al 6%. Junto con el último incremento, el IOF fue extendido a recibos de depósitos para inversiones en acciones, préstamos de corto plazo y derivados, incluyendo futuros de tipo de cambio. En paralelo, en 2011, el banco central estableció un ENR del 60% para depósitos de corto plazo en moneda extranjera mayores a US\$3.000 millones. Ambas medidas fueron significativas para desincentivar los movimientos de capital de corto plazo, especialmente las emisiones *offshore* de bonos que tenían como correlato las operaciones de *carry trade*. En cuanto a las tasas de interés, éstas cayeron (casi 10 puntos porcentuales en un año) y las presiones expansionistas del ciclo financiero global se relajaron. Para 2013 la mayoría de los controles habían sido eliminados.

En Colombia, en tanto, en mayo de 2007 el gobierno impuso un 40% de ENR para la mayoría de los tipos de ingresos de portafolio. En diciembre de 2007, el ENR se incrementó al 50%, y el país estableció un mínimo de permanencia de dos años para nueva IED. Adicionalmente, implementó otras medidas macroprudenciales sobre el descalce de plazos y las posiciones abiertas en moneda extranjera en bancos y fondos de inversión. En octubre de 2008, los ENR se eliminaron.

En Chile, las autoridades establecieron un número de restricciones a la salida de capitales focalizado en las compañías de seguro y los fondos de pensión: limitaron las compras de instrumentos de mercado de dinero, de renta fija, acciones y otros títulos en el exterior¹¹. Perú implementó en el último trimestre de 2008 un conjunto de regulaciones macroprudenciales sobre la liquidez. A los emisores de deuda en moneda extranjera con una madurez menor a dos años se les impuso un requisito de reserva no remunerada del 30%. Unos pocos meses después, este re-

¹⁰ El IOF fue originalmente establecido en 1993 e implementado intermitentemente desde ese momento.

¹¹ El gobierno no dispuso controles de capital más severos porque, en palabras de José de Gregorio, presidente del Banco Central de Chile, “no fueron necesarios en el marco macroeconómico” de entonces, ya que la relativa apreciación del tipo de cambio en Chile no era tan fuerte como en Brasil.

quisito fue incrementado al 50%. Hacia finales de 2008, fue nuevamente llevado al 30% y para 2011 ya había sido reducido a los valores pre-crisis. En 2010, además, el país impuso un impuesto del 30% a las empresas y del 5% a los individuos sobre las ganancias en los mercados de derivados con una madurez menor a 60 días en el mercado doméstico. México no estableció ninguna medida significativa excepto los acuerdos regulatorios de Basilea II y III. Se debe tener en cuenta que muchas EME relajaron sus regulaciones luego de verse negativamente afectados por el fin del ciclo alcista de los *commodities*.

Finalmente, para el grupo heterogéneo de “otros países” la experiencia regulatoria fue muy distinta. Por un lado, desde 2010, Sudáfrica flexibilizó los egresos de capitales y la compra de activos *offshore* por parte de los residentes¹². Además, registró un importante crecimiento en las emisiones de bonos soberanos (enfrentando ciertas dudas sobre su capacidad de repago futura). Por el otro lado, Egipto y Turquía incrementaron el número de regulaciones. En el caso del primero, desde 2009 los fondos de pensión no tuvieron permitido invertir en el exterior. Igualmente, en el contexto de inestabilidad política de 2011 el gobierno implementó techos a la compra de divisas para residentes como un esfuerzo por limitar la salida de capital, incluyendo instrumentos de mercado de dinero, renta fija, acciones e instrumentos de inversión colectiva. En Turquía, después de las presiones financieras y la pérdida de reservas experimentadas entre el último trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010, el gobierno impuso una serie de controles de capitales sobre residentes para la compra de moneda extranjera y otros activos denominados en ella con el fin de moderar la salida de capitales. Sin embargo, cuando estas presiones se redujeron, eliminó la prohibición de préstamos domésticos denominados en moneda extranjera para empresas turcas sin cobertura, lo que motivó el cambio de la toma de crédito externo al mercado doméstico.

El diverso rango de medidas establecidas por diferentes países en diferentes periodos tiende a reforzar la siguiente conclusión: “No existe un único tipo de me-

¹² IMF. (11 de marzo de 2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Policy paper. Strategy, Policy, and Review Department. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Recent-Experiences-in-Managing-Capital-Inflows-Cross-Cutting-Themes-and-Possible-Policy-PP4543>.

dida de administración de capitales que funcione bien para todos los países en desarrollo. En nuestro caso, se demuestra la efectividad de un rango bastante amplio de técnicas” (Epstein; Grabel & Jomo, 2003, p.2).

Implementación de controles de capital: barreras legales y prácticas.

Más allá de estas experiencias recientes, en el mundo actual donde no existe un arreglo monetario internacional favorable a la regulación de los flujos de capital, el ámbito para adoptar técnicas de administración de capitales (y ganar autonomía monetaria) es limitado. En el **cuadro 3**, a continuación, se citan las principales normas, sus instituciones implementadoras, los mecanismos de compromiso, la dificultad para transgredirlas y los países. Más allá de estas regulaciones explícitas, existen otro conjunto de normas implícitas basadas en el funcionamiento actual del sistema financiero internacional, quizá más importantes que las primeras, que traen consigo grandes costos para desvíos individuales.

Las normas más generales que limitan este tipo de regulaciones son los “Acuerdos de Entendimiento del FMI” que alcanzan a los 189 países miembro, donde las sanciones por la implementación de controles sobre las transferencias de capitales pueden conducir a la cesación del derecho a requerir asistencia financiera y, en casos extremos, suspender al país como miembro¹³.

Para los países que integran la Unión Europea, existen acuerdos de libre movimiento de capitales tanto para los adherentes a la moneda comunitaria como para los Estados miembro.

En el caso de la Organización Mundial del Comercio, todos los países que la integran suscriptores de acuerdos de libre acceso a los servicios financieros (residentes tomando posiciones en derivados en mercados extranjeros) y o comercio transnacional de servicios financieros (tomadores de créditos comerciales con no residentes) deben liberalizar su cuenta de capital para cumplir con estas operativas (Gallagher, 2011).

¹³ IMF. (2016,abril). Controls of capital transfers. Articles of Agreement. Article VI: Capital Transfers. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/>.

Cuadro 3.
Acuerdos sobre restricciones legales a los controles de capital.

Normativa	Alcance	Mecanismo de sanción	Flexibilidad	Nro. de países
Convenio constitutivo del FMI	Miembros del FMI	Supervisión del FMI – Junta Ejecutiva	Medio. Permiso especial bajo autorización de la Junta Ejecutiva del FMI. Sin autorización, mecanismos de obligatoriedad implican la exclusión del financiamiento. Disputa FMI-Estado.	189
Miembros de la Unión Europea (UE)	Solo para miembros de la UE. Prohibición para imponer restricciones a los movimientos de capital entre fronteras	UE Council	Alto. Existen salvaguardas que solo pueden ser determinados por el UE Council. Resolución de disputa UE-Estado. Caso extremo, retirarse de la UE.	28
Acuerdos de la Organización Mundial de Comercio sobre el comercio de bienes y servicios (GATS/OMC)	Países suscriptores a los acuerdos. Compañías financieras listadas en los acuerdos de GATS como proveedoras servicios financieros desde el exterior	Panel de disputa en la OMC	Medio (solo para países suscriptores). Rondas periódicas de negociación y sanciones. Existencia de cláusulas de salvaguarda que habilitan el uso de controles para circunstancias extraordinarias. Ámbito de disputa Estado-Estado.	164
Suscriptores de acuerdos de Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) sobre libre comercio	Provee protección legal a inversores internacionales en la economía doméstica imponiendo tribunales internacionales en los cuales mediar los conflictos.	Cortes de TBI	Bajo. Acuerdos en los que participa EEUU no permite la implementación de controles. Con otros países pueden existir mecanismos de salvaguarda. Disputa Inversor-Estado. Existen más de 2.300 acuerdos TBI.	58 (acuerdos de EEUU)
				69 (otros acuerdos)
Código OECD de liberalización de la cuenta de capital	Solo para miembros OECD	Sanciones OECD	Bajo. El código admite la implementación de controles bajo “desarreglos económicos de gravedad”	35
Legislación doméstica	Legislación nacional	Cortes nacionales de Justicia	Bajo. El Congreso puede derogar la legislación existente.	-

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, los Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) y los acuerdos de libre comercio (FTA), aunque no todos,¹⁴ incluyen restricciones en la capacidad de implementar controles de capital, en especial sobre los límites a la compra de moneda extranjera para la remisión de utilidades al exterior. Cuando surge una disputa, la controversia debe ser resuelta mediante los sistemas de acuerdos diseñados mediante el TBI o los FTA, involucrando una disputa oficial entre el inversor y Estado.

El resto de la normativa internacional involucra a los países miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Aquí las restricciones a los controles de capital son más reputacionales que legales.

En definitiva, existen presiones implícitas en el sistema financiero internacional que buscan prevenir la implantación de controles de capital. En primer lugar, está la cuestión de la estructuración de la organización mundial de la producción: la deslocalización productiva hace que las empresas multinacionales sean más permeables a eludir los controles de capital mediante préstamos intra-firma. En segundo lugar, las desviaciones de las prácticas de política “deseables” traen consigo penalidades asociadas a sobre costos para la emisión de deuda en los mercados de capital internacionales.

Mecanismos de reestructuración de deuda soberana

La necesidad de un mecanismo internacional de reestructuración de deuda soberana

La última década ha demostrado que las reestructuraciones de deuda y el establecimiento de condiciones de crecimiento son un proceso de disputa plagado de costos y contiendas fiscales duraderas entre los Estados y sus acreedores. El resul-

¹⁴ “La mayoría de los TBI y TLC llevados a cabo por Japón, la Unión Europea y Canadá tienen una medida de salvaguarda mediante la cual una nación puede cumplir con sus regulaciones nacionales relacionadas con las regulaciones de la cuenta de capital, o una medida de salvaguarda para prevenir y mitigar las crisis financieras. Por ejemplo, los acuerdos UE-Chile y Canadá-Chile tienen anexos que le permiten a Chile desplegar sus infames requisitos de reservas no remuneradas (URRs), mientras que el acuerdo Estados Unidos-Chile no los tiene” (Gallagher, Griffith-Jones y Ocampo, 2012).

tado de estas pujas podría derivar, con alguna excepción, en la reducción de las obligaciones de deuda que son condición necesaria para impulsar la actividad económica. O podría, injustamente, recompensar a inversores oportunistas como los fondos buitres, que intencionalmente buscan hacer fracasar los procesos de reestructuración para incrementar en muchas veces su inversión, sin importar el resto de los múltiples aspectos que esto implica.

El hecho de que los Estados no puedan declararse en bancarrota y desaparecer lleva a la necesidad de considerar un enfoque especial para el tratamiento de la deuda soberana. Un problema es que los estatutos en el marco de los cuales se emite esta deuda están bajo la ley de los Estados Unidos, del Reino Unido o de otros países que actúan como “garantía de seguridad jurídica” para los inversores. Sin embargo, el tema continúa sin resolverse debido a que no existe acuerdo sobre los mecanismos globales de gestión de la cesación de pagos de la deuda pública.

Existen muchas razones por las cuales debería cambiarse el actual sistema (o no-sistema) de reestructuración de deuda soberana (RDS). Los acreedores han generado más daño que el que sus reclamos pueden implicar. Como demuestran Schumacher, Trebesch y Enderlein (2014), en años recientes casi el 50% de la deuda involucró litigios. En 1980, esa cifra era menos del 10%. Asimismo, las demandas bajo disputa han crecido del 0% al 4% del total de la deuda bajo reestructuración. Los fondos administrados ahora dan cuenta del 75% de los casos y con frecuencia utilizan tácticas legales que dificultan el comercio y los flujos de capitales del país deudor, con la intención de forzarlo a un acuerdo por fuera de los tribunales. Este estudio también muestra que las externalidades generadas por estos acreedores son mayores que el monto en litigio¹⁵.

En segundo lugar, el resultado de los procesos de RDS no coordinados suelen ser ineficientes. Estos suelen adoptarse muy tarde, debido a que los incentivos de los gobiernos y los de los acreedores no son iguales. Asonuma y Trebesch (2015) encuentran que las reestructuraciones preventivas están asociadas con menores quitas respecto de aquellos procesos de reestructuración *post-default* (18% versus

¹⁵ A la República del Congo los acreedores le bloquearon las exportaciones de petróleo por años.

48%), la duración del plazo de renegociación es mucho menor (1 versus 5 años), los costos sobre el producto son significativamente más chicos (eventos post-*default* registran una persistente caída del PBI cuando se inicia la crisis mientras que los casos preventivos, no), y existe un acceso más rápido a nuevas colocaciones en los mercados de capitales. En este sentido, no parecen existir ganancias netas en una solución coordinada.

Iniciativas globales para el establecimiento de mecanismos de RDS.

De manera general, puede decirse que ha habido tres enfoques en torno a las RDS: el “no sistema”, el enfoque legal blando y el mecanismo coordinador obligatorio de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés).

En primer lugar, el actual “no-sistema” es un enfoque basado en el mercado, sustentado en las cláusulas de los contratos más la jurisdicción donde se emitió la deuda. Un avance en este enfoque ha sido la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) que era una de las propuestas del FMI en 2003. Las CACs –que han estado presentes desde el debate de reestructuración de deuda en la Liga de las Naciones, en 1930– fueron adoptadas luego de las disputas del *default* argentino, en 2001. La reestructuración de la deuda argentina (entre 2005 y 2010) fue aceptada por el 90% del total de los tenedores, pero unos pocos permanecieron como *holdouts* en búsqueda de litigios legales (y victorias) en los tribunales de Nueva York.

El diseño de las CACs ha ido mejorando y acomodándose a los diferentes desarrollos¹⁶. A pesar de estas mejoras, el enfoque basado en el mercado aún necesita de un alto porcentaje de consenso y participación de los acreedores (aunque menor al 100%). Sin embargo, continúan sin tener nada para aportar respecto de la polí-

¹⁶ Gelpern, A., Heller B., y Setser B. (2016). Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Debt Contracts. En Guzmán M., Ocampo J.A., y Stiglitz J. (Eds). Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises. Nueva York: Columbia University Press. Recuperado de: <http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2807&context=facpub>.

tica sobre prevención de los *default*, financiamiento durante las crisis, o sustentabilidad de la deuda, y tienen severos problemas de conexión intra-acreedores¹⁷.

En 2015, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) adoptó un set de principios básicos para las RDS, una serie de guías internacionalmente aceptadas basadas en la legislación internacional. Este segundo enfoque, conocido como “enfoque legal blando”, define líneas de acción para coordinar mecanismos RDS en relación al comportamiento de los participantes, aceptados por la legislación doméstica y aplicables al interior de la legislación internacional. Los principios básicos adoptados por la ONU tienen que ver con: i) respeto a la soberanía; ii) transparencia en el intercambio de la información; iii) imparcialidad; iv) tratamiento igualitario; v) inmunidad soberana; vi) legitimidad; vii) sustentabilidad de la deuda y viii) respeto a las decisiones de la mayoría. La mayor limitación del enfoque legal blando es que es de naturaleza no-obligatoria. Es decir que no existen garantías de que los participantes se comprometerán a estos principios.

En este marco de dificultades, la UNCTAD ha avanzado en el diseño de un esquema global obligatorio para los mecanismos de RDS¹⁸. El esquema incluye el establecimiento de una Institución de Trabajo en Deuda Soberana (DWI, por sus siglas en inglés) cuya función es coordinar la relación entre el deudor y los acreedores. Los países deudores, por su parte, deben procurar la estabilidad financiera durante la duración de las negociaciones, particularmente orientadas a las necesidades de financiamiento de las importaciones y las transacciones de cuenta corriente. También pueden implementar control de capitales u otro tipo de controles, si así lo consideran necesario. La evaluación de la sustentabilidad de la deuda queda a cargo de una institución imparcial acordada por deudores y acreedores. Por otro

¹⁷ Brooks S., Guzmán M., Lombardi D., y Stiglitz J. (2015). Identifying and resolving inter-creditor and debtor-creditor equity issues in sovereign debt restructuring. Policy Brief. Centre for International Governance Innovation. (53). Recuperado de: <https://www.cigionline.org/publications/identifying-and-resolving-inter-creditor-and-debtor-creditor-equity-issues-sovereign>.

¹⁸ La Resolución 68/304 de la Asamblea General de las Naciones Unidas, adoptada el 9 de septiembre de 2014, describe los mecanismos de trabajo con RDS presentados en esta sección. Recuperado de: http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/ares68d304_en.pdf.

lado, junto con la propuesta de reestructuración de la deuda, el gobierno deudor debe anunciar un programa de recuperación económico y social. El acuerdo puede alcanzarse directamente con una mayoría calificada de acreedores, o a instancias de la DWI, también puede efectuarse por el panel de arbitraje si las negociaciones no prosperan. Si los principios guía fueron respetados durante el trabajo del grupo, los acuerdos deberán estar validados por los tribunales. En tanto los reclamos hechos por acreedores no cooperativos (por ejemplo, los fondos buitres) no deben ser reconocidos en las cortes, porque violan la buena fe.

Conclusiones

Este trabajo revisó las principales características de la política de QE en los países centrales y dio cuenta de los efectos sobre los países periféricos. El aspecto central que buscamos comprender está relacionado con la construcción de nuevas vulnerabilidades en la etapa expansiva del ciclo financiero global, y cómo su reversión podría afectar la dinámica económica del crecimiento y la distribución del ingreso en las periferias.

En términos generales, se destaca que la naturaleza de la asimetría centro-periferia produce en el ejercicio de la política monetaria –al igual que en otros ámbitos de la política económica– una falta de consideración de los efectos dañinos sobre los países periféricos asociados a ciclos financieros de deuda externa y crisis.

La política de QE de los países centrales y la baja de tasas de interés ha producido un conjunto de consecuencias, pero no todas ellas positivas. El ingreso masivo de flujo de capitales implicó la expansión de deuda pública y corporativa en los mercados de capitales mediante la emisión de bonos.

Desde la crisis financiera internacional, los países emergentes expandieron su stock de deuda en un 170%, mientras el sector corporativo no financiero lo hizo en un 230%. América Latina no estuvo al margen y participó activamente en este proceso: en el mismo periodo, la deuda en los mercados de capitales creció un 150% y la corporativa no financiera, un 300%.

Dada la historia de crisis de deuda en los países periféricos –con profundas y duraderas consecuencias sobre los entornos económico, social y político–, es necesario alertar sobre los signos de una posible crisis de deuda en el futuro. Y, para peor y a diferencia del pasado, los principales tenedores de bonos son inversores institucionales como fondos de pensión y fondos de inversión, en contraste con el sector bancario en la década de los 80. Este tipo de instituciones son mucho más agresivas al momento de litigar para el cobro efectivo de sus activos, ya que se involucran en demandas aun cuando no fueran los tenedores originales de los títulos.

Si bien última crisis internacional ha traído cambios en la visión del FMI respecto de los controles de capital y el reconocimiento de que un no-sistema de reestructuración de deuda es más dañino que la existencia de un sistema, falta un largo camino por recorrer. La arquitectura financiera internacional debe transformarse y establecer una dirección hacia mayores restricciones a los movimientos de capitales y mecanismos que moderen los impactos negativos de los procesos de reestructuración de deuda soberana.

La ausencia de una revisión de esta arquitectura en los diversos ámbitos internacionales ha llevado a eventos inaceptables desde la óptica democrática en las últimas cuatro décadas. La crisis griega reciente resulta un recordatorio permanente de los daños que produce el sistema financiero internacional sin mecanismos guía ni obligaciones de respeto hacia los derechos humanos y la democracia.

Referencias

- Bastourre, D., y Zeolla, N. (2017). *Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo: evolución reciente y perspectivas en América Latina*. Buenos Aires: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., y Sardi, M. (2012). Common Drivers in Emerging Market Spreads and Commodity Prices. *Central Bank of Argentina, Economic Research Department*, (201257).
- BIS. (2017, abril). QE experiences and some lessons for monetary policy: defending the important role central banks have played. *The Eurofi High Level Seminar 2017* (pp.

- 5-7). Malta: Bank for International Settlements. Recuperado de: <http://www.bis.org/speeches/sp170407.pdf>.
- Bortz, P., y Zeolla, N. (2017). El rol de la política fiscal en episodios de crisis cambiarias. Un estudio para los países emergentes. En Medici F. (Ed.). *Discusiones sobre el tipo de cambio: el eterno retorno de lo mismo* (p. 309). Moreno: UNM.
- Bruno, V., y Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703-749.
- Caldentey, E. P. (2017). Quantitative Easing (QE), Changes in Global Liquidity, and Financial Instability. *International Journal of Political Economy*, 46(2-3), 91-112.
- Caldentey, E. P., Favreau-Negront, N., y Méndez Lobos, L. (2018). Corporate Debt in Latin America and its Macroeconomic Implications. *Working Papers Series* (904).
- Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 35-54.
- Dobbs, R., Lund, S., Koller, T., y Shwayder, A. (2013). *QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks*. McKinsey Global Institute.
- European Central Bank (ECB). (2017, abril). *Annual report 2016*, 48. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.en.html#IDofChapter1_2_1_Box5.
- Fender, I., y Lewrick, U. (2013). Mind the gap? Sources and implications of supply demand imbalances in collateral asset markets. *BIS Quarterly Review*.
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A. S., y Uribe, M. (2015). Capital control measures: A new dataset. *National Bureau of Economic Research*, (w20970).
- Frenkel, R. (1983). Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital. *El trimestre económico*, 50, 2041-2076.
- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*.
- Gabor, D. (2015). The IMF's rethink of global banks: critical in theory, orthodox in practice. *Governance*, 28(2), 199-218.

- Gallagher, K. (2011). Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements. *Development Policy Review*, 29(4), 387-413.
- Gallagher, K., Griffith-Jones, S., y Ocampo, J. A. (2012). Regulating global capital flows for long-run development. *Pardee Center Task Force Report*.
- IMF. (2015). Corporate Leverage in Emerging Markets—A Concern? *IMF Global Financial Stability Report*, 83-114.
- Keynes, J. M. (1929). The German transfer problem. *The Economic Journal*, 39(153), 1-7.
- Kregel, J. (1998). Yes, "it" did happen again: A Minsky crisis happened in Asia. *Jerome Levy Economics Institute*.
- Morgan, P. J. (2011). Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia. *East Asian Bureau of Economic Research*, (23215).
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S., y Reinhart, D. (2010). Capital inflows: The role of controls. *Revista de Economía Institucional*, 135-164.
- Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *Jackson Hole Economic Symposium*.
- Stiglitz, J. E., y Ocampo, J. A. (2008). *Capital market liberalization and development*. Oxford University Press.