

Prevención y resolución de crisis deudas soberanas: no más rescates de prestamistas imprudentes

1. Introducción

En las crisis de deuda de las décadas de 1980 y 1990 la respuesta estándar de las instituciones internacionales, lideradas normalmente por el FMI, fue prestar más dinero a los prestamistas. Esto no detuvo la crisis de la deuda y creó, además, un peligro moral cuando se eliminaron o redujeron drásticamente los riesgos para los prestamistas, lo que los alentó a actuar de manera imprudente. Al final, se usó el dinero público a través del alivio de la deuda para terminar con la crisis, en lugar de hacer pagar a los prestamistas originales. Desafortunadamente, la actual ronda de crisis de deuda está recibiendo las mismas respuestas.

La solución definitiva es la creación de un organismo multilateral de resolución de la deuda, idealmente bajo el auspicio de Naciones Unidas, que garantice un trato justo e igualitario en respuesta a las crisis de deuda soberana. Sin embargo, mientras el organismo no exista, el FMI debería aclarar las políticas relacionadas con sus propios préstamos durante las crisis de deuda.

El FMI tiene una política de no prestar a un gobierno con una situación de deuda insostenible, a menos que se lleve a cabo una reestructuración de la deuda durante el programa del FMI o que se otorguen subvenciones o préstamos a bajo interés de tal manera de hacer sostenible la deudaⁱ. Sin embargo, no define adecuadamente cuál es una situación de deuda insostenible, por lo que los prestamistas asumen que serán rescatados. Mientras el FMI proporcione nuevos préstamos para hacer frente a los pagos de la deuda evita el incumplimiento, lo que no significa que la deuda sea sostenible. Incluso cuando se exigen reestructuraciones de deuda como parte de un programa del FMI, se hace lo mínimo imprescindible para reducir la deuda al nivel en que el FMI dice que es “sostenible”. Estas fallas del FMI llevan a que las reestructuraciones de la deuda se lleven adelante demasiado tarde, y cuando sucede, sean insuficientes. Es decir que las personas de los países que sufren crisis de deuda deben sufrir años de recortes adicionales del gasto público innecesarios y de estancamiento económico.

Recientes investigaciones¹ del FMI han constatado que sus programas en países muy endeudados tienen mucho más éxito, en términos del FMI, si hay una reestructuración de la deuda al principio. En los países con deuda alta donde hubo una reestructuración como parte del programa del FMI, el 45% tuvo éxito, el 40% fue parcialmente exitoso y el 15% no tuvo éxito. Por el contrario, en los programas de los países con deuda elevada sin una reestructuración, sólo el 5% tuvo éxito, el 45% fue parcialmente exitoso y el 50% no tuvo éxito.

En este documento identificamos 18 casos en los últimos años² en los que el FMI ha otorgado préstamos a países con deudas muy altas sin una reestructuración de la deuda que reduzca el análisis del riesgo, desde incumplimiento de la deuda a moderado o equivalente. Estos son efectivamente casos en los que los préstamos del FMI están ayudando a rescatar a los prestamistas anteriores. En estos 18 países, el monto total de los préstamos del FMI comprometido es de USD 93.000 millones.

ⁱ La política del FMI se cita en su totalidad en la Sección 2. En el resto de documento nos referimos de manera sucinta a esta política como la imposibilidad de prestar en situaciones de deuda insostenibles sin una reestructuración de la deuda.

Cuando surgen deudas externas soberanas insostenibles, se debe lograr que los prestamistas reestructuren las deudas, en lugar de rescatarlos. Una manera³ de alentar que tal cosa suceda es que el FMI sólo preste a los países en crisis de deuda si:

- hay una reestructuración durante un programa de préstamos, que reduzca la deuda a un nivel sostenible.
- un gobierno deja de pagar las deudas o hay un estancamiento en los pagos de la deuda, por lo que el dinero del FMI no se utiliza para pagar a los prestamistas anteriores.

Los préstamos en una situación de deuda elevada sin una reestructuración de la deuda rompen el principio de préstamo responsable de Naciones Unidas de que los prestamistas no deben dar préstamos más allá de la capacidad razonable de pago de un prestatario⁴.

Recomendaciones (más detalles sobre estas en la Sección 4):

Como parte de la revisión de la política de límites de deuda y del Marco de Sostenibilidad de la Deuda para los países con acceso a los mercados, el FMI debería:

1. Establecer directrices claras sobre lo que constituye una deuda insostenible. Esto guiará a todos los prestamistas, desde el sector privado hasta los prestamistas oficiales como China, sobre cuándo no serán rescatados por el FMI.
2. Comprometerse a prestar a los gobiernos con deudas insostenibles por programas de préstamos que no sean de emergencia únicamente si hay una reestructuración de la deuda durante el programa, o si un gobierno incumple.
3. Las reestructuraciones de la deuda sólo deben considerarse suficiente si reducen la calificación de riesgo de la deuda del FMI de un país a, al menos, moderado con un espacio sustancial para absorber los shocks.
4. Debería reformarse el Marco de Sostenibilidad de la Deuda para incluir sistemáticamente los resultados de las evaluaciones de impacto de las cargas de la deuda sobre los derechos humanos, incluido el impacto de la deuda sobre el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.
5. Para los países de la Cuenta de Recursos Generales (CRG), el FMI debería crear un marco para evaluar adecuadamente el riesgo de la deuda.

La introducción de estas políticas aumentaría la presión sobre los prestamistas para que acepten las reestructuraciones necesarias de deuda (liberando así dinero para financiar el desarrollo), los obligaría a actuar más responsablemente en el futuro, los haría compartir los costos de las crisis de manera más equitativa con la población del país en crisis y protegería los fondos públicos de la obligación de aliviar la deuda.

2. La eficacia de las reestructuraciones de la deuda en los programas del FMI

El FMI tiene una política de no prestar en situaciones de deuda insostenibles a menos que se lleve a cabo una reestructuración de la deuda durante el programa del FMI, o que se otorguen subvenciones o préstamos a bajo interés de manera que la deuda se vuelva sostenible. Como se explica en un documento reciente del FMI: “El Fondo sólo puede prestar si se evalúa que la deuda es sostenible a mediano plazo en el marco de la CRG⁵ y el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP)⁶. Si la deuda no es sostenible, el Fondo no puede prestar a menos que el miembro tome medidas para restablecer la sostenibilidad de la deuda, incluso mediante la reestructuración de la deuda o la provisión de financiamiento concesional”⁷.

El FMI tiene esta política porque, de lo contrario, si presta en situaciones de deuda insostenible:

- se presionará a un país para que reduzca aún más el gasto y aumente los impuestos con el fin de bajar la deuda. Esto es, a menudo, contraproducente porque el daño causado a la economía reduce los ingresos con los que se paga la deuda, al tiempo que afecta negativamente la capacidad de cubrir las necesidades básicas y de cumplir con los derechos humanos.
- los programas del FMI serán mucho menos propensos a restablecer la balanza de pagos y la estabilidad macroeconómica si no hay una reestructuración.
- los recursos del FMI se utilizarán efectivamente para pagar a los prestamistas anteriores, lo que será un incentivo para seguir actuando imprudentemente en el futuro.
- el propio FMI podría necesitar ofrecer alivio de la deuda en el futuro para restaurar su sostenibilidad, lo que significa que los países miembros del FMI tienen que pagar por la crisis de la deuda, en lugar de los prestamistas originales.

Sin embargo, debido a que el FMI no define adecuadamente lo que es una situación de deuda insostenible, en realidad, presta de una manera que rescata a los prestamistas anteriores, fuerza a una austeridad injusta y sin éxito a las personas en el país prestatario, alarga el período de la crisis de la deuda y pone en riesgo el dinero público ante la necesidad de aliviar la deuda, en lugar de hacer que paguen los prestamistas originales.

El FMI ha argumentado que “las reestructuraciones de la deuda a menudo han sido insuficientes y tardías, por lo que no han logrado restablecer la sostenibilidad de la deuda ni el acceso a los mercados de manera duradera”⁸. Sin embargo, los programas de préstamos del FMI son una de las razones para que así sea.

Los préstamos del FMI permiten a los gobiernos seguir pagando intereses y capital a los prestamistas anteriores, dejando las necesarias reestructuraciones de la deuda para después, al tiempo que ponen la carga de las crisis económicas enteramente sobre la población local a través de la austeridad, en lugar de que los prestamistas compartan los costos. Esta es una razón clave para que las reestructuraciones de la deuda lleguen “demasiado tarde”.

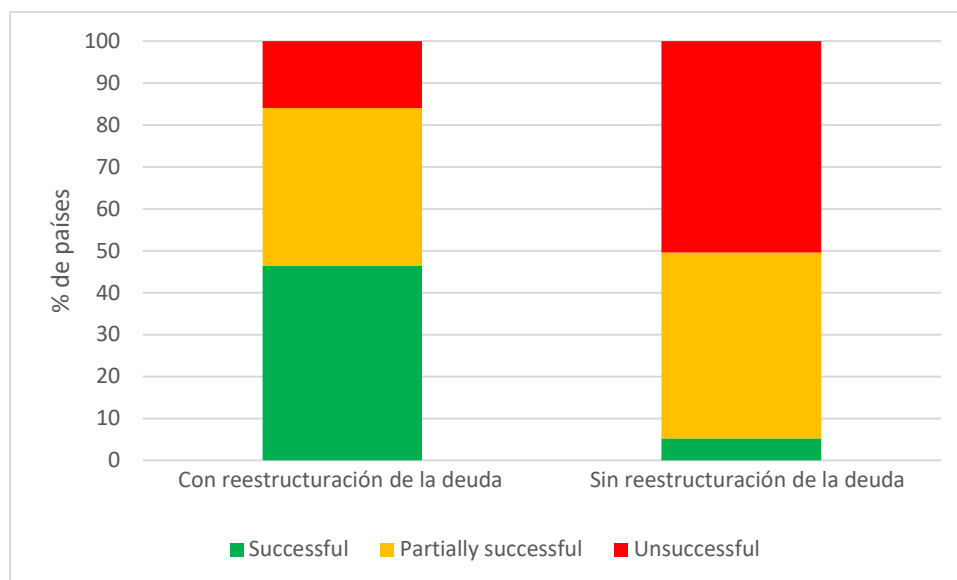
Además, incluso cuando el FMI dice que se requiere una reestructuración de la deuda para hacer sostenible la deuda como parte de sus programas de préstamos, por lo general, se realiza la mínima reestructuración imprescindible. Mientras se evita la cesación de pagos, el FMI dice que una reestructuración hace que la deuda sea sostenible, en lugar de ver la sostenibilidad como un concepto más amplio que incluye la capacidad de cumplir con las obligaciones en materia de derechos humanos y las prioridades de desarrollo, así como la capacidad de un país para soportar nuevas perturbaciones económicas sin caer nuevamente en incumplimiento. Cualquier evaluación de la sostenibilidad futura de la deuda se basa en un conjunto de suposiciones sobre lo desconocido. Por lo tanto, si se produce una reestructuración, debe construirse en un colchón suficiente para que los posibles shocks puedan gestionarse sin reestructuraciones ni rescates posteriores.

El propio FMI ha llegado a la conclusión de que sus programas de préstamos en países altamente endeudados tienen más éxito si hay una reestructuración de la deuda al principio. La revisión de la condicionalidad del FMI de 2018 concluyó que de 33 programas del FMI en países con altas vulnerabilidades de deuda⁹, sólo en el 40% de ellos se llevó a cabo algún tipo de remodelación o reestructuración de la deuda. Sin embargo, en los países con deuda alta donde hubo una reestructuración como parte del programa del FMI, el 45% tuvo éxito, el 40% fue parcialmente

ⁱ El FMI no aclara de qué 33 países se trata.

exitoso y el 15% no tuvo éxito. En cambio, en los programas de los países con deuda elevada sin reestructuración, sólo el 5% tuvo éxito, el 45% fue parcialmente exitoso y el 50% no tuvo éxito (véase el Gráfico 1)ⁱ.

Gráfico 1. Evaluación del FMI del éxito de sus programas en países con alta deuda, con y sin reestructuración de la deuda¹⁰



TRANSLATION OF REFERENCES:

[GREEN] Exitoso

[YELLOW] Parcialmente exitoso

[RED] No exitoso

El examen del FMI constata que una de las razones por las que no se producen reestructuraciones de la deuda en los países de alta deuda es porque “el juicio sobre la sostenibilidad de la deuda parece haberse inclinado a favor de los grandes ajustes fiscales y los macromarcos optimistas”.¹¹

En los casos de deuda elevada en los que las reestructuraciones no forman parte de un programa del FMI, el FMI intenta que los números cierren exigiendo más austeridad. Se utiliza un mayor “ajuste fiscal” (recortes de gastos y aumentos de impuestos) para intentar volver sostenible la deuda. Peter Doyle, ex jefe de misión del FMI, ha criticado “hasta donde llegará el FMI para evitar las condonaciones de deuda necesarias y suficientes para asegurar la sostenibilidad macro”¹². Esto significa, de acuerdo a Doyle, el FMI ha sido capturado por los acreedores, que lo han convertido en un “salvaje oficial cobrador de deudas”¹³.

El foco de los programas del FMI en los países altamente endeudados sobre la austeridad fiscal solamente contribuye con el fracaso de esos programas porque, a menudo, ha subestimado el

ⁱ Para los países de la Cuenta de Recursos Generales, el FMI define el éxito como poner fin a la necesidad de apoyo a la balanza de pagos y reducir las vulnerabilidades macroeconómicas a mediano plazo. Para el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza, el FMI define el éxito como reducir las vulnerabilidades de la deuda externa y avanzar en el aumento del gasto social, aumentar los ingresos fiscales y lograr una inflación estable y un crecimiento real del PIB. Más información en: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx> Supplement Section III: Assessing Program Success.

impacto de la austeridad sobre la economía nacional. Los grandes recortes y el aumento de impuestos hacen que las crisis económicas continúen o empeoren. El resultado es que los programas del FMI pueden terminar aumentando las posibilidades de riesgos de incumplimiento: la investigación académica ha demostrado que las reformas de políticas asociadas a los préstamos del FMI han aumentado la desigualdad de ingresos en los países del programa, al tiempo que la evidencia sugiere que la desigualdad termina volviendo más probable los incumplimientos en los países endeudados¹⁴.

Además de no tener éxito, es injusto poner toda la presión del “ajuste” en respuesta a una crisis sobre la población del país deudor. Los programas de préstamos del FMI pueden permitir que los prestamistas que prestaban a un alto interés continúen siendo reembolsados, incluso después de un shock económico, mientras que todos los impactos de la conmoción recaen en la población local. Las reestructuraciones de deuda comparten el costo de la crisis de manera más equitativa entre los acreedores y el país en crisis. Los costos que debe asumir el país en cuestión deben ser cubiertos por las personas más ricas a través de aumentos de impuestos y recortes en cualquier gasto público dirigido sólo a los ricos.

Es posible que los países con deuda alta escapen de una trampa de la deuda sin reestructuración de la deuda. Sin embargo, en un examen de los países del FFCLP, el FMI constató que en los últimos veinte años sólo ha habido siete casos en los que se logró una reducción sustancial y sostenida de la deuda sin alivio de la deuda ni reestructuración. En estos casos, se logró gracias en gran medida a la buena suerte de shocks económicos positivos¹⁵.

Por último, las reestructuraciones también pueden ser buenas para los acreedores a medio plazo. Un documento de trabajo reciente para el FMI¹⁶ constató que, para 32 casos de reestructuraciones de bonos en el Sur global, el rendimiento a largo plazo de los acreedores fue “aproximadamente el mismo” que para los bonos del Sur global no reestructurados. Esto se debe a que los ingresos por intereses antes y después de la reestructuración cubrieron más que el recorte de los bonos. Quiere decir, además, que los tenedores de bonos reestructurados a largo plazo del Sur global recibieron más que los tenedores de bonos “libres de riesgo” del Norte global, como es el caso de la deuda pública estadounidense o alemana.

3. Reestructuraciones de deuda en programas recientes del FMI

El FMI divide los países en dos grupos. En primer lugar, los que pueden pedir prestado al FFCLP, 68 países compuestos por todos los de bajo ingreso y algunos de ingreso medio alto y medio bajo¹⁷. En segundo lugar, todos los demás países, que se endeudan a tasas de interés más altas a través de la Cuenta de Recursos Generales.

Los países del FFCLP tienen evaluaciones de sostenibilidad de la deuda realizadas por el FMI y el Banco Mundial que producen calificaciones del riesgo de incumplimiento de la deuda externa pública. Los países de la Cuenta de Recursos Generales también tienen evaluaciones de sostenibilidad de la deuda realizadas por el FMI, pero estas no producen una calificación de riesgo y proporcionan mucha menos información sobre la situación de la deuda del país en cuestión.

3.1 La deuda en los países del FFCLP

La reciente revisión de la condicionalidad del FMI dice que: “Generalmente se entiende que los países con dificultades de deuda o en alto riesgo de dificultades de deuda deben reestructurar su deuda u obtener alivio de la deuda con el fin de restaurar la sostenibilidad de la deuda mejorando la calificación de la deuda a, por lo menos, moderada”¹⁸.

Esta sería una política útil del FMI para incentivar las reestructuraciones de la deuda que se llevarían a cabo cuando sea necesario y para mejorar la probabilidad de que la deuda se reduzca a un nivel adecuadamente sostenible, solucionando así el problema de “muy poco, muy tarde”. Sin embargo, esto no es lo que sucede en la práctica y, según otras fuentes en el FMI, tampoco es la política del FMI.

Desde 2015 ha habido ocho programas de préstamos del FMI en los países del FFCLP evaluados por el FMI y el Banco Mundial como en alto riesgo o en dificultades de deuda. En cinco de ellos no ha habido ninguna reestructuración ni alivio de la deuda (Afganistán, Camerún, Ghana, Mauritania y Sierra Leona). En los tres, en los que ha habido reestructuración o alivio de la deuda, ninguno ha reducido la calificación de riesgo a moderado o menos. República Centroafricana ha seguido en alto riesgo, Santo Tomé y Príncipe ha empeorado a en dificultad de deuda. Chad es el único país con alguna mejora tras la reestructuración con Glencore (véase el Cuadro 1), pero sólo ha pasado de estar en dificultades de deuda a en alto riesgo.

Tabla 1. Programas de préstamos recientes del FMI en países del FFCLP considerados en alto riesgo o en incumplimiento de deuda

| País | Fechas de los préstamos del FMI | Calificación de riesgo al inicio de los préstamos del FMI | ¿Algún cambio en la calificación durante los préstamos del FMI? | ¿Hubo reestructuración de la deuda? | Calificación de riesgo tras la reestructuración de la deuda / calificación de riesgo actual | Tamaño de los préstamos del FMI (en millones de dólares) |
|--------------------------|---------------------------------|---|---|-------------------------------------|---|--|
| Afganistán | Jul 2016 – Dic 2019 | Alto | No | No | Alto | 44 |
| Camerún | Jun 2017 – Jun 2020 | Alto | No | No ¹⁹ | Alto | 667 |
| República Centroafricana | Jul 2016 – Jul 2019 | Alto | No | Sí | Alto | 116 |
| Chad | Jun 2017 – Jun 2020 | En dificultades de deuda | Cambio a alto | Sí | Alto | 309 |
| Ghana | Abr 2015 – Abr 2019 | Alto | No | No | Alto | 916 |
| Mauritania | Dic 2017 – Dic 2020 | Alto | No | No | Alto | 160 |
| Santo Tomé y Príncipe | Jul 2015 – Dic 2018 | Alto | Cambio a en dificultades de deuda | Sí | En dificultades de deuda | 6 |

| | | | | | | |
|--------------|---------------------------|------|----|----|------|-----|
| Sierra Leona | Nov 2018 – Jun 2022 | Alto | No | No | Alto | 171 |
|--------------|---------------------------|------|----|----|------|-----|

Tras la revisión de 2017 del marco de sostenibilidad de la deuda del FFCLP, una nota orientativa sobre el marco publicada en febrero de 2018 permite al FMI y al Banco Mundial definir la deuda como insostenible incluso si todavía se está pagando. Esto, aclara, puede ser una cuestión de juicio “cuando uno o más indicadores de carga de la deuda estén subiendo continuamente y por encima de los umbrales a medida que avanza el horizonte de previsión”. Los factores que deben considerarse como parte de este juicio son cuánto ajuste fiscal es “políticamente factible” y “socialmente aceptable”, preservando al mismo tiempo el crecimiento a un nivel satisfactorio y haciendo “avances adecuados” hacia los objetivos de desarrollo²⁰.

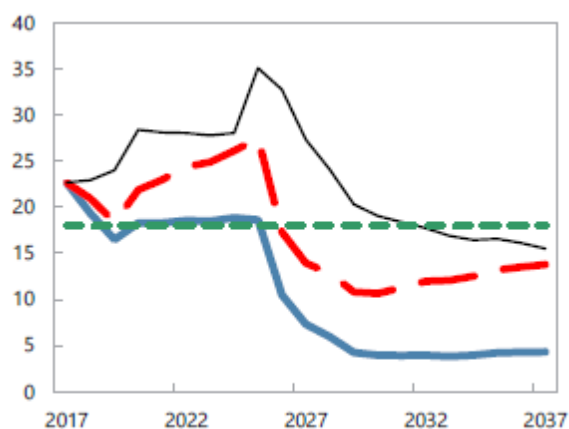
Se trata, nuevamente, de un pequeño paso en la dirección correcta. Pero el alto nivel de discrecionalidad y la ausencia de un enfoque sistemático para considerar los marcos legales de derechos humanos y las prioridades de desarrollo, revela que el FMI todavía prefiere un enfoque que haga todo lo posible para evitar una necesaria reestructuración en casos de deuda alta, imponiendo austeridad junto con los préstamos de rescate del FMI disponibles para pagar a los acreedores. Esto, en lugar de reconocer la eficacia y justicia de una mayor reestructuración de la deuda por adelantado.

Cuadro 1. Reestructuración de la deuda de Chad

En 2018, como parte de su programa del FMI, Chad completó su reestructuración de la deuda con Glencore, que alargó los vencimientos de la deuda y bajó las tasas de interés. Sin embargo, tras la reestructuración, el FMI sigue calificando a Chad como en alto riesgo de dificultades la deuda²¹.

En virtud del nuevo calendario de pagos de la deuda, el FMI proyectó que el servicio de deuda externa del Chad se mantuviera en el umbral del FMI del 18% de los ingresos públicos hasta 2025 (véase el gráfico). En efecto, la reestructuración de la deuda fue diseñada para proporcionar el alivio mínimo de la deuda necesario para permitir al FMI decir que las deudas de Chad son sostenibles. Sin embargo, un shock económico podría conducir rápidamente a un nuevo incumplimiento, con pagos de deuda que aumentaron a más del 25% de los ingresos del Estado.

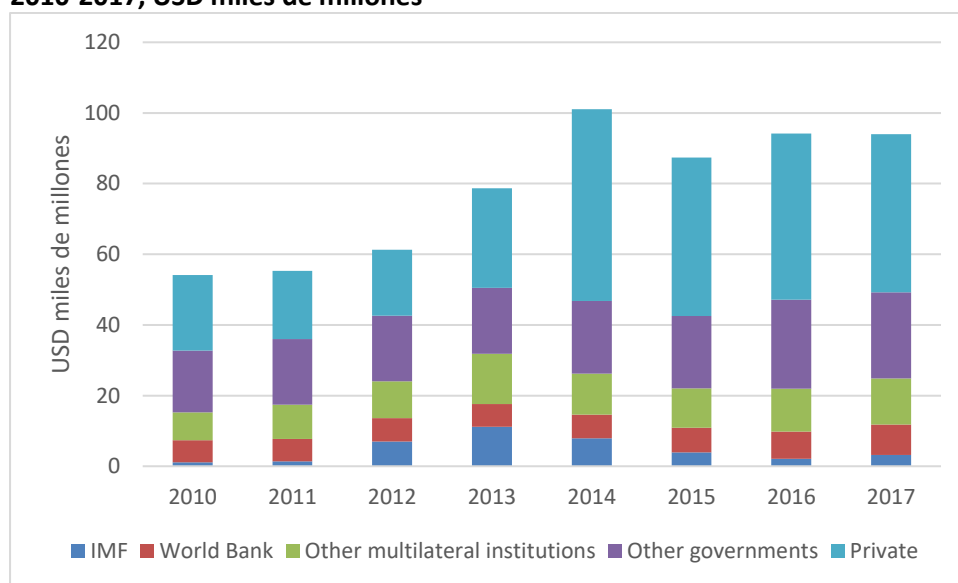
Gráfico. Predicción del FMI sobre el servicio de la deuda pública externa de Chad como proporción de los ingresos (azul = línea de referencia, rojo = escenario histórico, negro = shock económico, - - - - = umbral histórico del FMI para cuando comienza a producirse un incumplimiento)²²



A pesar de la reestructuración, en realidad Chad sigue en una crisis de deuda. Se prevé que, entre 2015 y 2022, el gasto público corriente per cápita²³ se reduzca un 37 % en términos reales, de EUR 123 per cápita en 2015 a EUR 78 per cápita para 2022²⁴.

En el caso de los países de bajo ingreso e ingreso medio bajo, en los últimos años, el 44% de los pagos de la deuda externa (capital e intereses) ha sido al sector privado, el 26% a otros Estados y el 29% a instituciones multilaterales (véase el Gráfico 2).

Gráfico 2. Pagos de deuda externa de países de bajo ingreso e ingresos medio bajo por acreedor, 2010-2017, USD miles de millones²⁵



REFERENCES:

[BLUE] FMI

[RED] Banco Mundial

[GREEN] Otras instituciones multilaterales

[VIOLET] Otros Estados

[SKY-BLUE] Privados

3.2 Países de la Cuenta de Recursos Generales

Para los países que no son del FFCLP no hay una forma clara de que el FMI evalúe los riesgos de sostenibilidad de la deuda. Se realizan evaluaciones de sostenibilidad de la deuda, pero no producen una calificación de riesgo. En su lugar, el personal del FMI simplemente utiliza su propio juicio, en lugar de guiarse por umbrales estadísticos, para decidir si considera que la deuda es sostenible. Este marco vagamente definido podría cambiarse mediante “la revisión en curso del marco de análisis de sostenibilidad de la deuda de los países con acceso al mercado” que “está explorando mejoras en las herramientas de análisis para informar el juicio final del personal sobre la sostenibilidad de la deuda”²⁶.

Las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda para los países de la Cuenta de Recursos Generales contienen además mucha menos información que para los países del FFCLP. Por ejemplo, no hay cifras para el servicio de la deuda, ya sea actual o proyectada a futuro (normalmente tienen que ser calculadas por el lector en otra parte del documento del FMI). La cifra principal utilizada en la evaluación es la deuda externa como porcentaje del PIB, pero esta es una guía deficiente para el tamaño de la carga de la deuda, ya que no tiene en cuenta:

- La tasa de interés sobre la deuda
- El vencimiento de la deuda
- El porcentaje del PIB que el Estado recauda en ingresos para cumplir con los pagos de la deuda
- Los activos de Estado (como recursos naturales o industrias nacionales)

Las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda han comenzado a utilizar el concepto de necesidad de financiamiento bruto, que cubre algunos de estos aspectos de la carga de la deuda. Sin embargo, todavía es necesario un análisis más exhaustivo en la línea de las evaluaciones para los países del FFCLP.

En la Tabla 2 examinamos los programas de préstamos actuales del FMI en países que no tienen una evaluación de la sostenibilidad de la deuda del FFCLP. Esto incluye el análisis del servicio de la deuda externa del Estado como proporción de los ingresos y las exportaciones. Debido a que el FMI no tiene umbrales para los países que no son del FFCLP, no hay una cifra con la que se puedan comparar para guiar la sostenibilidad. Sin embargo, para los países del FFCLP los umbrales son:

- Hasta el 23% para el servicio de la deuda externa del Estado como porcentaje de los ingresos
- Hasta el 21% para el servicio de la deuda externa del Estado como porcentaje de las exportaciones

Esto no quiere decir que los umbrales deban ser los mismos para evaluar el riesgo de la deuda en países no pertenecientes al FFCLP, pero estos umbrales son los únicos que tiene actualmente el FMI.

De los programas en países no pertenecientes al FFCLP constatamos:

- Sólo en Barbados el FMI juzgó que la deuda era insostenible sin una reestructuración. La reestructuración de la deuda externa aún no se ha completado, por lo que aún no se sabe cuánta carga de servicio de la deuda se habrá reducido como resultado.
- En Ucrania se produjo una reestructuración de la deuda como parte del anterior programa del FMI. Sin embargo, el servicio de la deuda externa pública todavía está en el entorno de los umbrales del FFCLP, lo que indica que todavía puede haber un alto riesgo de incumplimiento.
- En seis países (Angola, Argentina, Ecuador, Egipto, Pakistán y Sri Lanka) el FMI presta sin una reestructuración, a pesar de que el servicio de la deuda externa pública como proporción de los ingresos y las exportaciones está muy por encima de los umbrales de los países del FFCLP.
- En otros tres países (Jordania, Mongolia y Túnez) el FMI presta sin una reestructuración a pesar de que uno de los servicios de deuda externa pública como proporción de ingresos o exportaciones está por encima del umbral y otro está cerca de él²⁷.

Tabla 2. Programas actuales del FMI en los países de la Cuenta de Recursos Generales donde se han desembolsado préstamos

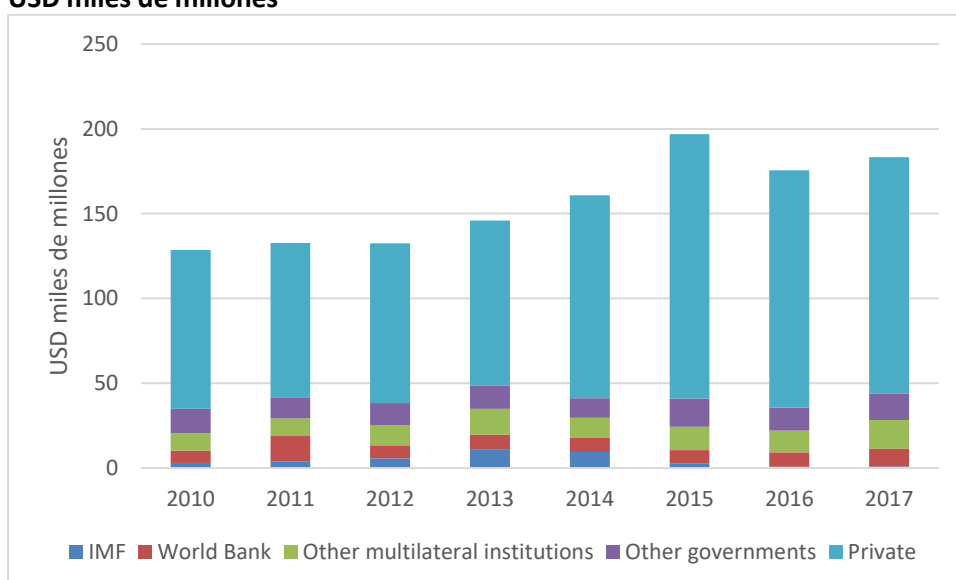
| País | Fechas de los préstamos del FMI | Evaluación actual de la deuda del FMI | Servicio de la deuda externa pública como proporción de los ingresos | Servicio de la deuda externa pública como proporción de las exportaciones | ¿Reestructuración exigida? | Tamaño de los préstamos del FMI (en millones de dólares) |
|--------|---------------------------------|---------------------------------------|--|---|----------------------------|--|
| Angola | Dic 2018 – | Sostenible | 51% (2019) ²⁸ | 28% (2019) ²⁹ | No | 3.689 |

| | | | | | | |
|--------------------|---------------------|--|---|---|---|--------|
| | Dic 2021 | | | | | |
| Argentina | Jun 2018 – Jun 2020 | Sostenible, no con alta probabilidad | 25% (2019) ³⁰ | 47% (2019) ³¹ | No | 56.185 |
| Barbados | Oct 2018 – Sep 2022 | No declarada | No está clara dada la reestructuración en curso | No está clara dada la reestructuración en curso | Sí (deuda interna incluida, externa en curso) | 287 |
| Bosnia-Herzegovina | Sep 2016 – Sep 2020 | No declarada pero, presumiblemente, sostenible | 6% (2019) ³² | 7% (2019) ³³ | No | 611 |
| Ecuador | Mar 2019 – Mar 2022 | Sostenible “si se hacen fuertes mejores fiscales” | 42% (2019) ³⁴ | 62% (2019) ³⁵ | No | 4.188 |
| Egipto | Nov 2016 – Nov 2019 | Sostenible, sujeto a riesgos importantes | 26% (2019) ³⁶ | 27% (2019) ³⁷ | No | 11.864 |
| Gabón | Jun 2017 – Jun 2020 | Sostenible | 22% (2020) ³⁸ | 11% (2020) ³⁹ | No | 640 |
| Georgia | Abr 2017 – Abr 2020 | Sostenible pero vulnerable frente a grandes shocks | 10% (2020) ⁴⁰ | 5% (2020) ⁴¹ | No | 290 |
| Jordania | Ago 2016 – Mar 2020 | Sostenible | 21% (2020) ⁴² | 30% (2020) ⁴³ | No | 711 |
| Mongolia | May 2017 – May 2020 | Sostenible | 35% (2022) ⁴⁴ | 20% (2022) ⁴⁵ | No | 435 |
| Pakistán | Jul 2019 – Oct 2022 | “Límite de sostenibilidad y sujeto a una alta | 37% (2020) ⁴⁶ | 54% (2020) ⁴⁷ | No | 5.890 |

| | | incertidumbre” | | | | |
|-----------|---------------------|--|--------------------------|--------------------------|--|-------|
| Sri Lanka | Jun 2016 – Jun 2020 | Sostenible pero con altos riesgos cambiarios | 40% (2020) ⁴⁸ | 44% (2020) ⁴⁹ | No | 1.478 |
| Túnez | May 2016 – May 2020 | Sostenible | 24% (2019) ⁵⁰ | 14% (2019) ⁵¹ | No | 2.694 |
| Ucrania | Dic 2018 – Feb 2020 | Sostenible | 16% (2020) ⁵² | 20% (2020) ⁵³ | No (hubo reestructuración en el marco del programa anterior, pero esto ha dejado el servicio de la deuda en niveles todavía altos) | 3.944 |

En el caso de los gobiernos de los países de ingreso medio alto, en los últimos años, el 74% de los pagos de la deuda externa (capital e intereses) han sido al sector privado, el 9% a otros Estados y el 17% a instituciones multilaterales (véase el Gráfico 3).

Gráfico 3. Pagos de la deuda externa de países de ingreso medio alto por acreedor, 2010-2017, USD miles de millones⁵⁴



REFERENCES:

[BLUE] FMI

[RED] Banco Mundial

[GREEN] Otras instituciones multilaterales

[VIOLET] Otros Estados

[SKY-BLUE] Privados

3.3 Recursos totales del FMI utilizados para rescatar a los prestamistas

En las dos secciones anteriores hemos identificado 18 casos⁵⁵ en los que los préstamos del FMI en los últimos años han ido a países con deuda muy alta, sin una reestructuración de la deuda que rebaje el riesgo de incumplimiento de la deuda a moderado o equivalente. Estos son efectivamente casos en los que los préstamos del FMI están ayudando a rescatar a los prestamistas anteriores.

4. Conclusiones

En última instancia, se necesita un mecanismo multilateral de resolución de deuda, idealmente bajo los auspicios de Naciones Unidas, para garantizar un trato oportuno, duradero, justo e igualitario en respuesta a las crisis de deuda soberana. Un mecanismo de resolución de deuda debe estar alojado en una institución que no sea un acreedor, como Naciones Unidas en lugar del FMI, que sea capaz, además, de operar independientemente de las presiones políticas. Sin embargo, hasta su creación, el FMI debería aclarar sus políticas sobre los préstamos durante las crisis de deuda.

El FMI es la institución multilateral liderada por Occidente que toma la iniciativa en la evaluación de las situaciones de deuda. Sin embargo, sus préstamos de rescate a menudo son respaldados por otros préstamos de apoyo al presupuesto general por parte de instituciones como el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo. Por lo tanto, estos prestamistas también deben seguir las mismas políticas para los préstamos de apoyo presupuestario (a diferencia de los préstamos para proyectos) que el FMI.

4.1 Propuestas de política

El FMI ya tiene la política clave de no prestar en situaciones de deuda insostenible. El primer problema es que no define qué es una deuda insostenible, por lo que está dispuesto a prestar en crisis de deuda con demasiada facilidad. En general, contar con una mayor claridad sobre la sostenibilidad de la deuda significaría también que se puedan tomar mayores medidas por parte de prestamistas y prestatarios para subsanar oportunamente la situación.

El segundo es que no exige reestructuraciones de deuda lo suficientemente grandes cuando se producen. A continuación, exponemos qué debería cambiarse en la política del FMI.

1. El FMI debe adoptar directrices claras sobre cómo define si las deudas son sostenibles, tal como se establece a continuación en 4.2 y 4.3.

2. Los préstamos del FMI a gobiernos con deudas insostenibles procedentes de programas de préstamos que no sean de emergencia sólo deben concederse si hay una reestructuración de la deuda durante el programa, si un gobierno incumple o si hay un estancamiento en los pagos de la deuda.

3. Las reestructuraciones de la deuda sólo deben considerarse suficientes si reducen la calificación de riesgo de deuda de un país a, al menos, moderada con espacio sustancial para absorber los shocks.

4 Detalle para los países del FFCLP

Para los países del FFCLP, el reciente examen de la condicionalidad establece cuál podría ser una política: “Generalmente se entiende que los países con dificultades de deuda o en alto riesgo de dificultades de deuda deben reestructurar su deuda u obtener alivio de la deuda con el fin de restaurar la sostenibilidad de la deuda mejorando la calificación de la deuda a, por lo menos, moderada”⁵⁶. El principal problema con esto es que no es lo que hace el FMI. Esto debería convertirse en política y práctica del FMI.

Se necesitan tres aclaraciones adicionales a esta política. En primer lugar, el Marco de Sostenibilidad de la Deuda del FFCLP no tiene suficientemente en cuenta dónde los pagos de la deuda impiden el cumplimiento de las obligaciones en materia de derechos humanos y las prioridades de desarrollo en un país. La sostenibilidad de la deuda se evalúa únicamente sobre la base del riesgo de incumplimiento de la deuda. Por lo tanto, el **Marco de Sostenibilidad de la Deuda debería reformarse para incluir de forma sistemática las conclusiones de las evaluaciones de impacto de las cargas de la deuda sobre los derechos humanos, incluyendo el impacto de la deuda en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.**

En segundo lugar, en el marco de sostenibilidad de la deuda hay dos franjas de riesgo moderado de incumplimiento de la deuda: “Espacio limitado para absorber los shocks” y “Espacio sustancial para absorber los shocks”⁵⁷. Para garantizar que un país no tenga que reestructurar su deuda de nuevo poco después de la primera reestructuración (el problema de “muy poco”, **una reestructuración debería reducir el riesgo de la deuda a, al menos, moderada con un espacio sustancial para absorber los shocks.**

En tercer lugar, el país deudor no tiene el poder para reestructurar la deuda u obtener alivio de la deuda si los acreedores no están dispuestos a hacerlo. Además, lo que más impulsará a los acreedores a aceptar una reestructuración de la deuda es la amenaza de impago por parte del deudor. Por eso, **el FMI debería poder prestar si el país deudor incumple, de modo que los acreedores no cooperantes no puedan bloquear los préstamos del FMI**, y ejercer más presión sobre los acreedores para que negocien de buena fe. Esto ya se refleja en la política del FMI: puede prestar a los países en cesación de pagos a los acreedores privados y bilaterales, siempre y cuando el deudor esté negociando la reestructuración de la deuda de buena fe. Si los acreedores no están negociando de buena fe, el FMI puede mantener los préstamos en una cesación de pagos. Esta política debe mantenerse.

El FMI también debería estar dispuesto a apoyar públicamente la necesidad de paralizaciones de la deuda. Ante un estancamiento del pago de la deuda, en lugar de la cesación, los acreedores aceptarían que no se realicen pagos de la deuda mientras se llevan a cabo las negociaciones de reestructuración. Esto protegería el dinero público y garantizaría al mismo tiempo que se acordara una reestructuración oportuna.

5. Detalle para los países de la CRG

Para otros países, el primer paso debe ser que **el FMI cree un marco para evaluar adecuadamente el riesgo de la deuda**. Si bien los umbrales y los indicadores pertinentes pueden ser diferentes, esto debería desarrollarse de manera similar al Marco de Sostenibilidad de la Deuda para los países del FFCLP, con el mismo agregado que para los países del FFCLP el Marco debería integrar los resultados de las evaluaciones de impacto de las cargas de la deuda sobre los derechos humanos, incluido el impacto de la deuda en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Se debe utilizar un conjunto de indicadores para evaluar los riesgos de la deuda junto con escenarios alternativos con shocks económicos.

Ningún indicador puede captar toda la información relevante sobre la situación de la deuda de un país, por lo que las evaluaciones deben siempre basarse en un conjunto. Sin embargo, es importante que estos sean claros para guiar las expectativas de los prestamistas en cuanto a cuándo serán o no rescatados y para garantizar la igualdad de trato entre los países.

Una vez creado ese marco de riesgo, la política del FMI debe funcionar de la misma manera que para los países del FFCLP antes mencionados, sólo prestando en situaciones de deuda alta si la deuda se reestructura para reducir la calificación a un riesgo moderado con un espacio sustancial para absorber shocks, o si la deuda está en incumplimiento.

6. Cambios durante un programa del FMI

Si al comienzo de un programa del FMI el riesgo de la deuda se evalúa como moderado, por lo que no se necesita una reestructuración, pero luego un shock económico mueve a un país a un riesgo alto, una reestructuración o cesación de la deuda debería formar parte del programa de préstamos del FMI.

Referencias

¹ Se compone de 17 programas de Cuentas de Recursos Generales, en los que la deuda fue vista como “insostenible” o “sostenible pero no con alta probabilidad”, y 16 países del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza con una calificación de riesgo de deuda de “alto riesgo” o en “dificultades de deuda”.

² Se compone de ocho países del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza del FMI: Afganistán, Camerún, Chad, Ghana, Mauritania, República Centroafricana, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona. Y diez países de la Cuenta de Recursos Generales del FMI: Angola, Argentina, Ecuador, Egipto, Jordania, Mongolia, Pakistán, Sri Lanka, Túnez, Ucrania.

³ Y préstamos de apoyo el presupuesto general del Banco mundial.

⁴ UNCTAD. (2012). Principios sobre promoción de otorgamiento y toma responsable de préstamos soberanos. https://unctad.org/es/PublicationsLibrary/gdsddf2012misc1_sp.pdf

⁵ Cuenta de Recursos Generales – uno de los dos grupos de países del FMI. Véase la Sección 3.

⁶ Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza – el otro de los dos grupos de países del FMI. Véase la Sección 3.

⁷ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>

⁸ FMI. (2013). SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING—RECENT DEVELOPMENTS AND IMPLICATIONS FOR THE FUND’S LEGAL AND POLICY FRAMEWORK. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>

⁹ Se compone de 17 programas de la Cuenta de Recursos Generales en los que la deuda fue vista como “insostenible” o “sostenible pero no con alta probabilidad” y 16 países del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza con una calificación de riesgo de deuda de “alto riesgo” o en “dificultades de deuda”.

¹⁰ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>

¹¹ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>

¹² <https://ftalphaville.ft.com/2019/01/04/1546594809000/Guest-Post--Macroeconomic-malpractice-in-action/>

¹³ <https://ftalphaville.ft.com/2019/01/04/1546594809000/Guest-Post--Macroeconomic-malpractice-in-action/>

¹⁴ Véase Timon Forster *et al.*, ‘How Structural Adjustment Programs Affect Inequality: A Disaggregated Analysis of IMF Conditionality, 1980–2014’, *Social Science Research* 80 (May 2019): p.83-113,

<https://doi.org/10.1016/j.ssrresearch.2019.01.001>, y Eugenia Andreasen, Guido Sandleris y Alejandro Van der Ghote, ‘The Political Economy of Sovereign Defaults’, *Journal of Monetary Economics*, 7 September 2018, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.09.003>

¹⁵ FMI. (2018). MACROECONOMIC DEVELOPMENTS AND PROSPECTS IN LOW-INCOME DEVELOPING COUNTRIES—2018. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/03/22/pp021518macroeconomic-developments-and-prospects-in-lidcs>

¹⁶ Andritzky, J. y Schumacher, J. (2019). Long-term returns in distressed sovereign bond markets: How did investors fare? IMF Working Paper No. 19/138

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/07/01/Long-Term>Returns-in-Distressed-Sovereign-Bond-Markets-How-Did-Investors-Fare-46945>

¹⁷ El FMI tiende a referirse a estos países como “países de bajo ingreso”, pero esto es inexacto, ya que sólo 27 de los 68 son países de bajo ingreso clasificados por el Banco Mundial. Por lo tanto, en este documento nos referimos a ellos como países del FFCLP.

¹⁸ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>

¹⁹ China dio alivio de la deuda de una pequeña porción de la deuda del Camerún en 2019, pero esto no fue exigido por el programa del FMI y no se mencionó en los documentos del programa del FMI. Además, Camerún sigue en alto riesgo de dificultades de deuda tras esta reestructuración

<https://edition.cnn.com/2019/02/04/china/cameroon-china-debt-relief-intl/index.html>

²⁰ FMI. (2018). Guidance note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework for low income countries.

Febrero de 2018. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp122617guidance-note-on-lic-dsf.ashx>

²¹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/08/22/Chad-Second-Review-of-the-Program-Under-the-Extended-Credit-Facility-Request-for-Waivers-of-46187?cid=em-COM-123-37617>

²² <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/08/22/Chad-Second-Review-of-the-Program-Under-the-Extended-Credit-Facility-Request-for-Waivers-of-46187>

²³ Sin incluir los pagos de intereses y las inversiones financiadas en el extranjero.

²⁴ Cálculo de Jubilee Debt Campaign de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/08/22/Chad-Second-Review-of-the-Program-Under-the-Extended-Credit-Facility-Request-for-Waivers-of-46187?cid=em-COM-123-37617> y

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/24/Chad-Third-Review-Under-the-Extended-Credit-Facility-Arrangement-Request-for-Waiver-of-46545>

²⁵ Calculado a partir de la World Development Indicators database del Banco Mundial.

²⁶ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>

²⁷ En el marco de sostenibilidad de la deuda del FFCLP, cualquier indicador que traspase un umbral es suficiente para definir a un país como con alto riesgo de incumplimiento de la deuda.

²⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/19/Angola-First-Review-of-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Requests-47003>

²⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/19/Angola-First-Review-of-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Requests-47003>

³⁰ Calculado a partir de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/05/Argentina-Third-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Request-for-Waivers-of-Applicability-46740>

³¹ Calculado a partir de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/05/Argentina-Third-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Request-for-Waivers-of-Applicability-46740>

³² <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/02/13/Bosnia-and-Herzegovina-2017-Article-IV-Consultation-First-Review-Under-the-Extended-45624>

³³ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/02/13/Bosnia-and-Herzegovina-2017-Article-IV-Consultation-First-Review-Under-the-Extended-45624>

³⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/03/Ecuador-First-Review-under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-Requests-for-Waiver-of-47087>

³⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/03/Ecuador-First-Review-under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-Requests-for-Waiver-of-47087>

³⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/05/Arab-Republic-of-Egypt-Fourth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-46738>

³⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/04/05/Arab-Republic-of-Egypt-Fourth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-46738>

³⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/11/Gabon-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Press-Release-45066>

³⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/11/Gabon-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Press-Release-45066>

⁴⁰ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/19/Georgia-Third-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-46484>

⁴¹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/19/Georgia-Third-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-46484>

-
- ⁴² <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/05/08/Jordan-Second-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-46879>
- ⁴³ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/05/08/Jordan-Second-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-46879>
- ⁴⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/02/Mongolia-Fifth-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-and-Request-for-46323> Los pagos de la deuda externa pública de Mongolia son más bajos hasta 2020, pero luego aumentan cada año de 2021 a 2023.
- ⁴⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/11/02/Mongolia-Fifth-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-and-Request-for-46323> Los pagos de la deuda externa pública de Mongolia son más bajos hasta 2020, pero luego aumentan cada año de 2021 a 2023.
- ⁴⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/08/Pakistan-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Press-Release-47092>
- ⁴⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/08/Pakistan-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Press-Release-47092>
- ⁴⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/05/15/Sri-Lanka-Fifth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-46900>
- ⁴⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/05/15/Sri-Lanka-Fifth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-46900>
- ⁵⁰ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/08/Tunisia-Fourth-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-and-Request-for-46285>
- ⁵¹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/08/Tunisia-Fourth-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-and-Request-for-46285>
- ⁵² Calculado a partir de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/08/Ukraine-Request-for-Stand-By-Arrangement-and-Cancellation-of-Arrangement-Under-the-Extended-46499> y la World Economic Outlook database del FMI.
- ⁵³ Calculado a partir de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/01/08/Ukraine-Request-for-Stand-By-Arrangement-and-Cancellation-of-Arrangement-Under-the-Extended-46499> y la World Economic Outlook database del FMI.
- ⁵⁴ Calculado a partir de la World Development Indicators database del Banco Mundial.
- ⁵⁵ Países del FFCLP: Afganistán, Camerún, Chad, Ghana, Mauritania, República Centroafricana, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona.
Países no pertenecientes al FFCLP: Angola, Argentina, Ecuador, Egipto, Jordania, Mongolia, Pakistán, Sri Lanka, Túnez, Ucrania
- ⁵⁶ FMI. (2019). 2018 REVIEW OF PROGRAM DESIGN AND CONDITIONALITY. May 2019.
<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>
- ⁵⁷ <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp082217lic-dsf.ashx>