

El cómo y el porqué de los mecanismos reglamentarios de renegociación de la deuda soberana *

Por Yılmaz Akyüz

Asesor Económico Especial del Centro del Sur

La falta de un sistema jurídico acordado multilateralmente hace que la renegociación de las deudas tienda a ser puntual y desordenada y que en general, favorezca a los acreedores. El Fondo Monetario Internacional (FMI) participa con frecuencia en la coordinación de las soluciones de dificultades para asegurar el servicio de la deuda ocasionadas por problemas de solvencia o por problemas de liquidez, con base en un programa de ajuste acordado con el país deudor. Generalmente, el FMI busca lograr un acuerdo voluntario con los acreedores, pero su posición es asimétrica pues aunque ejerce una considerable influencia sobre los deudores soberanos, no puede imponerles condiciones adecuadas a los acreedores. Estas reestructuraciones ad hoc rara vez son sostenibles cuando se trata de problemas de solvencia. En los casos en que las dificultades para el servicio de la deuda se han debido a falta de liquidez las reestructuraciones han brindado alivio gracias a la prórroga de los vencimientos con intereses de penalización, pero esta ayuda ha llegado a menudo demasiado tarde y no se han podido evitar los importantes costos en términos de empleos e ingresos perdidos.

Se ha aducido, principalmente por parte de los agentes de los mercados financieros internacionales, que los mecanismos reglamentarios de renegociación de la deuda serían contraproducentes y que su objetivo podría lograrse igualmente por medio de mecanismos voluntarios y concertados, en particular de las llamadas cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de bonos, entre

las que figuran cláusulas de representación colectiva, de decisión por mayoría y de distribución, así como disposiciones sobre refinanciación automática en los contratos de créditos bancarios.

Estas disposiciones en los contratos de deuda pueden sin duda ayudar a hacer frente a numerosos obstáculos como problemas de acción colectiva y de acreedores renuentes a participar, así como a facilitar las negociaciones. Sin embargo, la dispersión de los acreedores y una mayor variedad de contratos de deuda asociados a una mayor integración y a la propagación de los mercados financieros internacionales hacen que depender fundamentalmente de estos mecanismos para una solución rápida de las crisis de la deuda a fin de limitar sus daños genere gran incertidumbre.

Las CAC y las disposiciones sobre refinanciación automática no pueden evitar las crisis monetarias o de la balanza de pagos, asociadas casi siempre a las crisis de la deuda de los países en desarrollo, ayudar a resolver conflictos entre las diferentes clases de acreedores ni garantizar soluciones eficaces y ordenadas de las crisis de la deuda.

La experiencia demuestra que tan pronto un país comienza a tener dificultades para cumplir sus obligaciones en lo que respecta al servicio de su deuda externa le son interrumpidas las fuentes de financiación e incluso los créditos comerciales, y se ve afectado por las salidas de capital. El riesgo de que las dificultades para cumplir con las

* Este Informe sobre políticas se basa en un documento presentado por el Centro del Sur durante el acto especial de la Asamblea General de las Naciones Unidas en Nueva York el 25 de octubre de 2012 sobre las crisis de la deuda soberana y sus reestructuraciones.

obligaciones del servicio de la deuda desencadenen las salidas de capital aumenta ahora notablemente debido a una mayor liberalización de la cuenta de capital en los países en desarrollo.

Bajo estas condiciones es supremamente difícil lograr que todos los acreedores activen los mecanismos de salvaguardia y las disposiciones previstas en los contratos de deuda a fin de resolver rápidamente las dificultades relacionadas con el servicio de la deuda y evitar sus repercusiones en la balanza de pagos y en la economía real. Como señala una nota de la Secretaría de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), teniendo en cuenta los acuerdos vigentes, tomará varios años resolver las crisis de la deuda. Mientras tanto, el país deudor hace frente a unos índices de deuda insostenibles, sufre grandes pérdidas de ingresos y de empleos debido a la falta de financiación externa y ve sus reservas agotarse por la fuga de capitales.

No cabe duda de que los préstamos multilaterales pueden brindar alivio considerable a los deudores y el FMI ha creado varios servicios para ayudar a los países con dificultades para el servicio de la deuda. Sin embargo, estas instituciones buscan imponer una condicionalidad procíclica a fin de restablecer la confianza entre los acreedores y asegurar la sostenibilidad de la deuda.

Además de la condicionalidad, los préstamos multilaterales a los países agobiados por la deuda generan muchos otros problemas.

En primer lugar, estos préstamos son concedidos muchas veces con el fin de que los deudores se mantengan al día en sus obligaciones con los acreedores privados y mantengan cuentas de capital abiertas, y no con el fin de financiar las importaciones esenciales para mantener los ingresos, la inversión y el empleo. Crean pues, un riesgo moral para el acreedor, pero no ali-

vian las dificultades a las que hacen frente el deudor.

En segundo lugar, no siempre resulta claro cuándo se trata de una crisis de solvencia y cuándo de una crisis de liquidez. Las crisis de liquidez pueden convertirse en crisis de solvencia a falta de una aportación adecuada de financiación externa. Pero la concesión de préstamos a países que tienen atrasos en los pagos frente a acreedores privados también podría poner en peligro la integridad financiera del FMI habida cuenta de que la condición del FMI no es de iure la de acreedor privilegiado, en particular cuando las operaciones se realizan a gran escala. En efecto, al menos en dos ocasiones importantes, en Rusia y en la Argentina, los programas del FMI no pudieron evitar el incumplimiento de las obligaciones de estos países. A este respecto, los préstamos a gran escala concedidos por el FMI a los países de la zona del euro deberían ser motivo de preocupación. De hecho, no se justifica que los países de la zona del euro obtengan recursos del FMI pues a diferencia de los países en desarrollo, los países de la zona del euro pueden proveer liquidez ilimitada y el argumento del riesgo moral que suponen las operaciones de rescate dentro de la zona del euro también se aplica a las operaciones de rescate del FMI. Al prestarle al FMI para otorgar préstamos a los países periféricos de la zona del euro en lugar de otorgarles los préstamos directamente a estos países, los países de la zona del euro en realidad están pasando el riesgo de impago a los accionistas del FMI, entre ellos sus miembros pobres.

El reconocimiento de estos problemas ha dado lugar a varias propuestas para hacer participar al sector privado en la solución de la crisis de la deuda soberana. Como señala una nota de la Secretaría de la UNCTAD, una propuesta en particular es crear un mecanismo reglamentario de reestructuración de la deuda soberana basándose en tres principios fundamentales del capítulo 11 del Código de Quiebras estadounidense (*Bankruptcy Code*):

- Moratorias temporales para el servicio de la deuda externa, ya sea que la dificultad radique en problemas de solvencia, en cuyo caso debe reducirse la deuda, o en problemas de liquidez, en cuyo caso deberá renovarse el crédito. La decisión de la moratoria debería ser tomada unilateralmente por el país deudor y sancionada por una entidad independiente, y no por el FMI, ya que los países afectados son miembros del Fondo, que es también un acreedor. La sanción suspendería automáticamente las acciones de los acreedores. Esta suspensión sería similar a las disposiciones de salvaguardia de la Organización Mundial del Comercio (OMC) que prevé que un país con dificultades de balanza de pagos pueda tomar medidas de emergencia para suspender sus obligaciones. Las moratorias deberían ir acompañadas de controles de cambio para frenar la fuga de capitales.
- Otorgar automáticamente preferencia a la deuda contraída tras la imposición de la moratoria, medida conocida como «financiación de países en situación concursal» en la ley estadounidense. El FMI podría desempeñar un papel importante concediendo préstamos a países con atrasos, pero estos deberían tener por objeto financiar el comercio y no los pagos de la deuda o las salidas de capital. Por consiguiente, es importante que los préstamos del Fondo en tiempos de salidas de capital continuas y abundantes, vayan acompañados de moratorias temporales y controles de cambio para asegurar la participación de acreedores privados.
- La restructuración de la deuda, incluida su refinanciación y condonación, debería

estar basada en negociaciones entre deudores y acreedores y ser facilitada por la introducción de cláusulas de refinanciación automática y CAC en los contratos de deuda. Es decir, ser una combinación de mecanismos voluntarios y reglamentarios. No obstante, sería necesario establecer un mecanismo de arbitraje en caso de que el deudor y el acreedor no logren llegar a un acuerdo.

El Fondo parecía ir en dirección de una reforma a finales del decenio pasado cuando aumentaron las dificultades y los riesgos morales asociados con las operaciones de rescate financiero y se multiplicaron las crisis en los mercados emergentes. El Directorio Ejecutivo del FMI reconoció que los países con dificultades para el servicio de la deuda deberían buscar primero llegar a un acuerdo voluntario con los acreedores para las moratorias temporales. Sin embargo, reconoció que «en circunstancias extremas, si no es posible llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros podrían tener la necesidad de imponerla unilateralmente como último recurso». Es más, el Directorio Ejecutivo del FMI reconoció que puesto que «existe el riesgo de que esta medida desencadene las salidas de capital [...] sería preciso que el país miembro considerara la necesidad de recurrir a la introducción de controles de cambio o de capital más exhaustivos».

El Directorio Ejecutivo también estaba dispuesto a apoyar a los países que impusieran moratorias y restricciones «indicando [...] por medio de una decisión [...] la aceptación del Fondo de una moratoria [...] para otorgar préstamos a países que tienen atrasos en los pagos frente a acreedores privados».

La secretaria del Fondo dio un paso hacia la creación de un mecanismo formal en este sentido. Anne Krueger, economista principal del FMI, adujo

que este mecanismo debía «permitirle a un país acudir al Fondo para pedir una moratoria temporal para el reembolso de sus deudas y mientras tanto, poder negociar una reprogramación de la deuda con sus acreedores, dado el consentimiento del Fondo a ese recurso». «Durante este periodo limitado, posiblemente de algunos meses, el país tendría que demostrar a sus acreedores que el dinero no está saliendo del país, lo que probablemente supondría la imposición de controles temporales de cambio».

La secretaría del Fondo preparó una propuesta para un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Sin embargo, aunque se excluyó la protección estatutaria a los deudores por medio de una suspensión automática de las acciones de los acreedores y se les dio a estos un gran poder otorgando preferencia a las nuevas deudas debido a las presiones de los mercados financieros y de algunas de las principales economías avanzadas, la propuesta no obtuvo el apoyo político necesario. Primero se dejó de lado y luego fue abandonada.

El ímpetu para la reforma se ha perdido en general desde la llegada del nuevo milenio debido a la satisfacción generalizada producida por el regreso de las corrientes de capital a los países en desarrollo y por las mejores situaciones de estos países en materia de pagos, reservas y deuda externa. Sin embargo, esta satisfacción con relación a la capacidad de los países en desarrollo para recuperarse de las conmociones y las crisis es ilusoria. Hasta el FMI reconoce ahora que los buenos resultados económicos de los países en desarrollo en el nuevo milenio se han debido principalmente a condiciones económicas mundiales excepcionales favorecidas por políticas insostenibles aplicadas por las economías avanzadas, como burbujas inmobiliarias y del consumo, por unos tipos de interés históricamente bajos y por una expansión rápida de

la liquidez.

Las economías avanzadas ya han frenado el ritmo de sus gastos. Está claro que los tipos de interés históricamente bajos y la rápida expansión de la liquidez en las economías avanzadas no son eternos. El desplome de Lehman Brothers demuestra cuán rápidamente pueden detenerse las corrientes de capital hacia los países en desarrollo como resultado de un acontecimiento que poco tiene que ver con estos países y por qué las crisis de los países de la zona del euro pueden ser muy peligrosas para su estabilidad financiera. En efecto, resulta cada vez más preocupante que después de extenderse desde los Estados Unidos hacia Europa, las crisis puedan llegar a los países en desarrollo. De nuevo, estas crisis podrían tomar a la comunidad internacional desprevenida y forzarla a realizar operaciones de rescate puntuales y desordenadas para hacer frente a índices de deuda insostenibles y a la inestabilidad en varios países en desarrollo.

Por estas razones, la iniciativa de la Asamblea General de las Naciones Unidas para poner de nuevo en el centro del debate multilateral la cuestión de la deuda soberana es muy encomiable.

Quizás debería examinarse igualmente en este contexto no solo la deuda comercial sino también la deuda soberana oficial. Los procedimientos vigentes para la renegociación de las deudas oficiales también necesitan un cambio fundamental. Las decisiones relativas a la reestructuración de estas deudas están en manos de un grupo de acreedores, el Club de París, y vinculadas a los programas de ajuste estructural y evaluaciones de sostenibilidad del FMI. La sostenibilidad de la deuda suele valorarse tomando en cuenta el volumen de la deuda y del servicio de la deuda que un país puede tolerar, sin prestar la debida atención a sus implicaciones para el desarrollo y la pobreza, y al logro de los objetivos acordados multilateral-

mente. Es más, normalmente los resultados en materia de alivio de la deuda están determinados por consideraciones políticas. Sería muy recomendable desvincular la reestructuración de la deuda oficial del FMI y dejar el análisis de sostenibilidad de la deuda a un organismo independiente de expertos designado con el consentimiento de los deudores. Las instituciones de Bretton Woods y las organizaciones de Naciones Unidas podrían hacer aportes a este proceso en sus respectivas áreas de trabajo. Los países deudores también deberían estar autorizados a presentar sus propios análisis de sostenibilidad. Asimismo, debería considerarse la posibilidad de establecer un sistema imparcial de arbitraje para controversias sobre deudas oficiales siguiendo las pautas del capítulo 9 del *Bankruptcy Code* de los Estados Unidos que trata sobre deudores públicos y aplica los mismos principios que el capítulo 11.

En el debate sobre la propuesta también se discutió la cuestión de si el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana debería abarcar también la deuda soberana interna. Esta posibilidad fue excluida con el argumento de que los gobiernos generalmente tienen a su disposición herramientas para la reestructuración de la deuda interna. Sin embargo, se reconoció que la reestructuración de la deuda interna podría ser necesaria para garantizar la sostenibilidad general, la equidad entre los acreedores y para lograr que los acreedores internacionales estén más dispuestos a aceptar una reducción ade-

cuada de la deuda. Esta cuestión ha adquirido mayor importancia debido a que los mercados de la deuda interna de los países en desarrollo se han abierto cada vez más a no residentes y a que estos adquieren cada vez más títulos de deuda soberana emitidos internamente, por lo que hay que prestarle mayor atención a la hora de establecer un mecanismo reglamentario de reestructuración de la deuda soberana.



Chemin du Champ-d'Anier 17
PO Box 228 211 Ginebra 19
Suiza

Teléfono (4122) 791 8050
Fax: (4122) 798 8531
E-mail: south@southcentre.org
<http://www.southcentre.org>