

David Martínez Turégano*
Javier Santiso Guimaras**

EL SECTOR PRIVADO EN LA RESOLUCIÓN DE CRISIS DE DEUDA SOBERANA

El propósito de este artículo es analizar el papel de los inversores privados en la resolución de crisis de deuda soberana a partir de lo ocurrido recientemente en Argentina. Partiendo de la excepcionalidad de este caso, se presentan algunas propuestas para facilitar procesos más ordenados de reestructuración de la deuda, así como algunas pautas que deberían inspirar la resolución de conflictos de naturaleza similar en el futuro.

Palabras clave: sistema financiero internacional, deuda externa, crisis financiera, Argentina.

Clasificación JEL: F34, O19.

1. Introducción

El sistema financiero internacional ha experimentado en las últimas décadas cambios significativos, aunque parece que para algunos retos no pasa el tiempo. Es el caso particular de las dificultades de pago de los Estados, episodios que han atravesado numerosos países y en diversas ocasiones a lo largo de la historia reciente

de los mercados financieros. Lo que ha cambiado, sin embargo, son los enfoques adoptados. El caso más paradigmático en este sentido es el de Argentina, ya que ha puesto sobre la mesa retos que no se habían observado previamente, al menos en el espectro e intensidad de los mismos. Los inversores privados, ya sean financieros o reales, reclamaron en esta ocasión procedimientos más transparentes para sus intereses, tratando de que la experiencia argentina sea más bien la excepción y no la regla.

Con el objetivo de arrojar alguna luz sobre estos temas, nuestro artículo recorre en primera instancia los hechos, es decir, el resultado del proceso de *default* en Argentina, abordado desde una perspectiva comparativa y resaltando sus peculiaridades. Partiendo de la excepcionalidad de este caso, presentamos las soluciones que se han propuesto para facilitar procesos más ordenados de reestructuración de la deuda. Finalmente,

* Economista para América Latina y Mercados Emergentes. Servicio de Estudios del BBVA.

** Economista Jefe para América Latina y Mercados Emergentes. Servicio de Estudios del BBVA.

Este artículo se basa en una presentación realizada en Londres, el 29 de abril de 2005, en el marco de una conferencia organizada por el Institute for International Finance (IIF).

Los autores desean mostrar su más sincero agradecimiento por los documentos transmitidos a Ricardo Hausmann (Harvard), Adam Lerrick (Carnegie Mellon), Arturo Porzecanski (AUW y Columbia), Nouriel Roubini (NYU) y Federico Sturzenegger (UTDT).

concluimos exponiendo las pautas que deberían inspirar la resolución de conflictos de similar naturaleza en el futuro.

2. Impagos recientes y «pecados originales»

Los episodios de turbulencias financieras y crisis económicas han quedado en los últimos 25 años asociados de manera irremediable a los países emergentes. La «década pérdida» de los ochenta en América Latina estuvo caracterizada por sucesivos *default* en la deuda externa bancaria¹, mientras que en los noventa el protagonismo le correspondió al Sudeste de Asia y a Rusia, que en 1998 declaró la suspensión de pagos de su deuda externa en bonos. Los acontecimientos en Ecuador (*default* en 1999), Argentina (en 2001), Uruguay (reestructuración de su deuda en 2003) y República Dominicana (en 2005), han devuelto a América Latina a liderar el protagonismo.

Una explicación a estos acontecimientos habituales la encontramos en el pecado original (*original sin*) y la interrupción brusca (*sudden stop*) de los flujos de capital. Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003)² describen de forma sencilla la primera idea: la imposibilidad de los mercados emergentes de financiarse en el exterior con moneda doméstica. Los autores señalan que las causas de este fenómeno, sorprendentemente, no sólo se encuentran en la inestabilidad de las políticas y la debilidad institucional, sino también en las economías de escala que se generan en los países con un volumen de transacciones considerable³. El pecado original conduce en los mercados emergentes a la distribución asimétrica de los balances, con un elevado grado de dolariza-

ción de su pasivo, y se amplifica por el desequilibrio entre una elevada apertura financiera y una baja apertura comercial. Estos elementos, como se recoge en Calvo, Izquierdo y Mejía (2004), van a magnificar los movimientos cambiarios y de salida de capitales que acompañan las situaciones de crisis. Se produce una interrupción brusca de los flujos financieros debido a la imposibilidad de emitir en moneda local, la asimetría de los balances y el bajo grado de apertura comercial.

El pecado original y sus derivadas pueden conducir al desaliento. Sin embargo, no debería caer la región en un permanente desánimo, ya que como ha demostrado la historia, los países que entran en *default* no están condenados para siempre a quedar atrapados en la trampa de la deuda. Reinhart y Rogoff (2004) muestran cómo a pesar de que hoy España, Alemania, Francia y Austria emiten deuda con la máxima calificación crediticia⁴, ocupan puestos «privilegiados» en el *ranking* de países con mayor número de *default* en la historia (13 en el primer caso, 8 en el segundo y tercero y 5 en el último) (ver Cuadro 1). Su salida de la trampa de la deuda sirve como ejemplo de que a través de los cauces adecuados se puede alcanzar una sólida posición financiera que evite los desagradables procesos que hoy en día están asociados, como comentábamos anteriormente, a los mercados emergentes. Incluso muchos de ellos podrían dirigir su mirada hacia América Latina para encontrar alguna experiencia positiva, como el caso de Chile, único gran país latinoamericano junto a México con grado inversión, que en 20 años ha reducido su deuda externa de más del 100 por 100 del PIB a menos del 50 por 100.

A pesar de la recurrencia de los *default*, la caracterización de estos episodios no ha sido homogénea. El giro más significativo en los últimos años ha sido el incremento de los incumplimientos de pago asociados a deuda extranjera representada por bonos, ya que en los

¹ El caso más emblemático es el de México (1982), aunque casi todos los países de América del Sur incumplieron sus compromisos de pagos a principios de los ochenta.

² En el libro de EICHENGREEN y HAUSMANN (2005).

³ Otra explicación a los intensos procesos de dolarización en los mercados emergentes la encontramos en WURTZ (2004). El autor los valora como un castigo de los ciudadanos a la política económica, como un incentivo a adoptar mayor compromiso por parte del gobierno.

⁴ La agencia independiente de calificación Standard&Poor's otorga AAA a los cuatro países.

años ochenta y principios de los noventa, los procesos de reestructuración de deuda se correspondieron casi exclusivamente con instrumentos bancarios⁵. Y, dentro de los *default* con bonistas, el desarrollo de los acontecimientos y los procedimientos utilizados para cerrar la disputa entre acreedores y deudores ha sido ciertamente divergente, especialmente si introducimos en la comparación lo ocurrido en Argentina desde diciembre de 2001.

Es cierto que la salida de la crisis en este país ha sido sorprendentemente positiva⁶. El PIB creció en 2003 y 2004 un 9 por 100, mientras que el saldo presupuestario primario alcanzó superávits históricos (3,9 por 100 del PIB en 2004) y el excedente de cuenta corriente se elevó hasta el 2 por 100 del PIB en 2004. Sin embargo, en otros aspectos, destaca no tanto por la velocidad sino por la lentitud de la salida. El proceso de canje ha concluido más de tres años después de la declaración de *default*. Tras un largo período de tiempo, en el que el enfrentamiento ha predominado entre el gobierno y los acreedores, se ha procedido al intercambio de títulos viejos, con valor superior a 100.000 millones de dólares, por nuevos bonos, equivalentes a poco más de 35.000 millones⁷. La quita, por tanto, ha ascendido a un 65 por 100 del valor original, incluidos los atrasos acumulados desde el 31 de diciembre de 2001.

Comparado con procesos anteriores, el caso argentino no ha tenido precedentes, ni en el volumen de deuda canjeado ni en la reducción de su valor⁸ (ver Cuadro 2).

⁵ CHUHAN y STURZENEGGER (2003) recopilan información para episodios de *default* entre 1975 y 2002. A partir de 1995 sólo cuatro países con deuda calificada han entrado en impago bancario, frente a los seis países con dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones con bonistas. Los autores realizan una valiosa comparación de los enfoques adoptados en los episodios de los ochenta con los más recientes.

⁶ Sobre las causas de las crisis puede leerse un completo análisis en DASEKING, GHOSH, LANE y THOMAS (2004).

⁷ Los nuevos bonos comenzaron a negociarse en los mercados el viernes 3 de junio de 2005.

⁸ En CHUHAN y STURZENEGGER (2003) puede leerse una detallada comparación de los procesos de *default* o intercambio de bonos más relevantes en los últimos años: Rusia (1998), Pakistán y Ecuador (1999), Ucrania (2000) y Uruguay (2003).

CUADRO 1

NÚMERO DE *DEFAULTS* O EPISODIOS DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA (1501-2002)

País	1501-1800	1801-1900	1901-2002	Total
España	6	7	0	13
Ecuador.		3	6	9
Venezuela		5	4	9
Francia	8		0	8
Alemania	1	5	2	8
México		5	3	8
Uruguay		2	6	8
Brasil.		2		2
Colombia.		4		4
Liberia		1	6	7
Perú		2	5	7
Turquía/Imperio Otomano.		1	6	7
Portugal.	1	5	0	6
Argentina.		2	3	5
Austria.		1	4	5
Bulgaria.		2	3	5
Grecia		4	1	5
Antigua Yugoslavia.		1	4	5
Chile		2	2	4
Rusia		1	3	4
Polonia			3	3
China			2	2
Egipto		1	1	2

FUENTE: REINHART y ROGOFF (2004).

Tampoco en los casos más recientes de *default* (Rusia en 1998 y Ecuador en 1999) la participación de los tenedores de bonos había sido inferior al 80 por 100. Otro elemento diferenciador clave es la atomización de los acreedores (sólo bajo el paraguas de GCAB⁹ más de 500.000 minoristas) y la gran variedad de títulos considerados deuda elegible en el canje (152 bonos bajo 8 legislaciones distintas y 6 monedas diferentes).

⁹ El Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB) agrupaba a tenedores de en torno a 40.000 millones de dólares. Para más información: www.gcab.org/pages/1/index.htm

CUADRO 2
CARACTERIZACIÓN DE LOS PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA

País	Fecha del <i>default</i>	Deuda elegible (Miles de millones USD)	Meses entre el <i>default</i> y el intercambio de bonos	Volumen canjeado (%)	Descuento sobre valor nominal (%)	Número de instrumentos intercambiados/nuevos	Años hasta la vuelta a los mercados internacionales
Pakistán	Nov-99	0,6	—	99	0	3/1	5
Ucrania.	Feb-00	2,7	—	85	0	33/2	4
Ecuador	Sep-99	6,4	11	97	41	6/2	—
Rusia	Dic-98	31,8	19	99	36	2/1	2
Argentina	Dic-01	86,0	39	76	65	152/11	—
Uruguay	Mayo-03	5,4	—	94	0	63/33	2

FUENTE: BBVA a partir de CHUHAN y STURZENEGGER (2003) y STURZENEGGER y ZETTELMEYER (2004).

Esta dispersión de intereses y complejidad ha sido uno de los factores que han contribuido a demorar el proceso de canje. La ausencia de líneas claras de actuación en los procesos de reestructuración de deuda soberana quedó magnificada en Argentina por los elementos anteriores (volumen considerable de deuda y diversidad de títulos y titulares), ya que los precedentes muestran que en escenarios más «sencillos» el tiempo de resolución fue mucho menor (inferior al año en Ecuador y a dos años en Rusia).

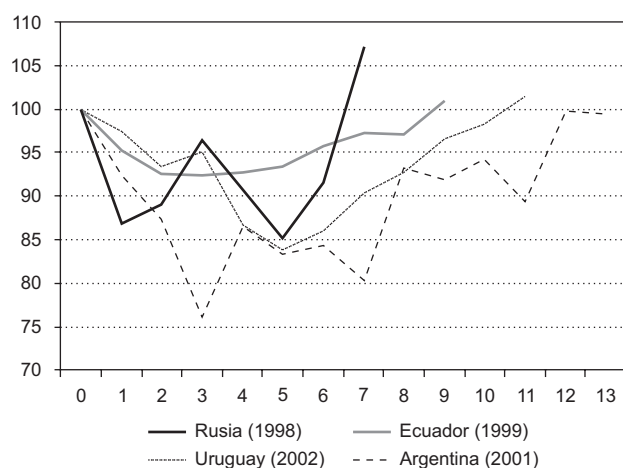
Los efectos económicos de la crisis en Argentina también le confieren a este episodio un carácter excepcional. Su PIB en términos reales es, a pesar del fuerte crecimiento de 2003 y 2004, equivalente tres años después al existente en 2001. Este proceso de recuperación ha sido más lento que en crisis anteriores, como la de México en 1994 o la inestabilidad, fundamentalmente de origen cambiario, vivida en Brasil en 1999 y 2002. Comparado con los últimos países que entraron en *default*, Argentina también ha necesitado un lapso de tiempo más prolongado para retomar el nivel de actividad económica previo. Frente a los cuatro trimestres de Rusia y los seis trimestres de Ecuador, el PIB en Argentina ha convergido con el registro de partida 12 trimestres después (ver Gráfico 1).

Las exportaciones, tradicionalmente beneficiadas de las fuertes depreciaciones cambiarias, tampoco han experimentado un impulso definitivo, ya que dentro de los países latinoamericanos que han experimentado situaciones similares ocupa puestos rezagados en el crecimiento de sus ventas al exterior tras la devaluación (ver Cuadro 3).

En términos de bienestar, la situación no es muy diferente. Desde 2001 la capacidad adquisitiva de los ciudadanos frente al resto del mundo ha retrocedido. El PIB por habitante medido en dólares es en 2005 apenas ligeramente superior al 50 por 100 del existente antes de la crisis. Y aunque se ha recuperado recientemente, no ha sido tanto por un impulso de la renta real de los ciudadanos, sino gracias a procesos inflacionistas y a la apreciación del peso. Tres años después del *default* y de la devaluación, Argentina estaba, con relación al de partida, entre 10 y 20 puntos por debajo en PIB por habitante que otros países que habían vivido igualmente situaciones de crisis. En este empobrecimiento generalizado (ver Gráfico 2), conviene señalar también que la distribución de los costes ha sido desigual, ya que se ha polarizado en mayor medida la riqueza entre las capas más adineradas. Argentina ha roto su posición más o menos aventajada dentro de la

GRÁFICO 1

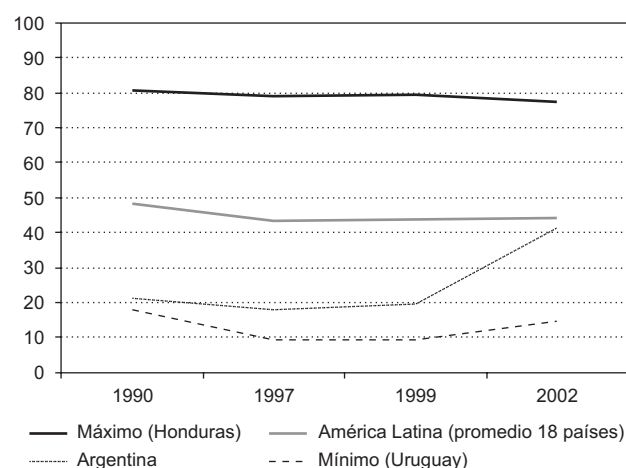
PIB REAL (Índice = 100 en T = 0)



NOTA: Trimestres; t = 1 se corresponde con el *default*.
FUENTE: BBVA.

GRÁFICO 2

LÍNEA DE POBREZA (En % sobre el total de población)



FUENTE: BBVA a partir de datos de CEPAL.

CUADRO 3

CRECIMIENTO ANUAL MEDIO DE LAS EXPORTACIONES TRAS DEVALUACIÓN

País	Crecimiento (%)
Brasil	11,9
México	10,7
Chile	9,1
Perú	8,5
Uruguay	6,3
Argentina	5,0
Venezuela	4,1
Colombia	2,1

FUENTE: BBVA.

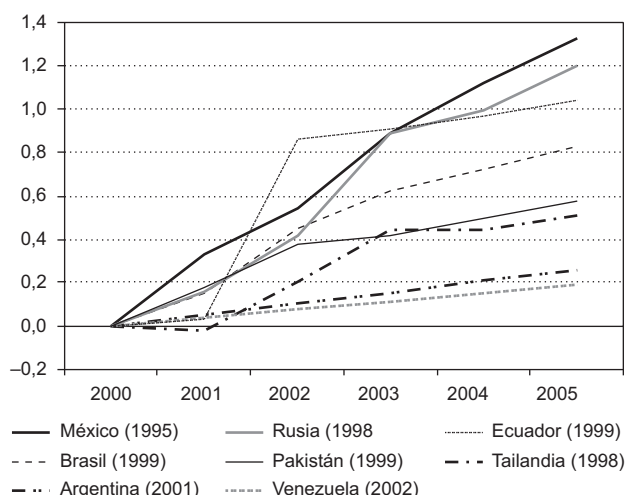
región para converger hacia el grupo de países menos equitativo¹⁰.

La crisis argentina trajo consigo igualmente procesos de carácter asimétrico con efecto en las empresas privadas: la «pesificación» de activos y pasivos bancarios y la congelación de tarifas a las compañías de *utilities* (gas, electricidad, agua). Al margen del indudable impacto económico, una consecuencia más difícil de cuantificar es el desaliento generado entre los inversores por la inseguridad jurídica creada por estas medidas. De acuerdo al *rating* otorgado por *The Economist Intelligence Unit*, el clima general de negocios en Argentina apenas ha mejorado tres años después del estallido de la crisis. Esta situación contrasta con las mejorías observadas para un mismo período de tiempo en situaciones similares previas, como los *default* en Rusia y Ecuador (ver Gráfico 3). Este indicador, cualitativo, señala en su desagregación que entre los aspectos con un peor comportamiento relativo se encuentra la política del Gobierno con relación a la

¹⁰ El índice de Gini pasó de 0,54 a 0,59 entre 1999 y 2002, acercándose así al máximo de 0,64 de Brasil, mientras que la línea de

pobreza se elevó del 20 por 100 al 42 por 100 de la población en ese mismo período, alejándose del mínimo del 14 por 100 de Uruguay.

GRÁFICO 3
VARIACIÓN EN EL CLIMA
GENERAL DE NEGOCIOS



NOTAS: ¹ Décimas acumuladas con relación a $t = 0$ (inicio de crisis).

² Previsiones 2005-2007 en Argentina y Venezuela.

FUENTE: BBVA a partir de datos del EIU.

empresa privada. No en vano, de los 88 casos pendientes en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) del Banco Mundial, 37 se corresponden con compañías que operan en Argentina¹¹, es decir, casi un 50 por 100.

El retraso en la implementación de soluciones a los problemas generados tras el *default* y la devaluación se encuentra entre los causantes principales de los impactos negativos *a posteriori*, dentro y fuera de Argentina¹². El deterioro de la confianza y el enfrentamiento con el entorno exterior no han favorecido una salida de crisis

más temprana y gravosa, probablemente por la ausencia de mecanismos transparentes que relacionaran al Gobierno argentino con los agentes privados participantes en la economía, especialmente con las compañías extranjeras y los tenedores de bonos. Sobre estos últimos nos centraremos a continuación.

3. La proliferación de iniciativas: CAC, SDRM y Códigos

A raíz de los acontecimientos en Argentina, se ha intensificado el debate sobre los mecanismos para articular soluciones más ágiles de crisis de deuda, sin provocar efectos perniciosos ni en la capacidad de recuperación económica del país deudor ni en el patrimonio de los acreedores.

Existen dos aproximaciones diferenciadas en este campo, el contractual, principalmente a través de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), y el reglamentario, cuya inspiración la encontramos en las leyes de bancarrota nacionales aplicadas a empresas privadas y cuyo estandarte es el Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM en sus siglas en inglés) propuesto por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Como señalan Gugiatti y Richards (2003), las CAC's existen para bonos corporativos desde el siglo XIX en el Reino Unido, y básicamente consisten en que las decisiones de una mayoría cualificada de acreedores obligan al resto de propietarios en caso de que se produzcan cambios en las condiciones financieras de los títulos y les impiden proceder individualmente en situaciones de *default*. Por su parte, el SDRM constituye una propuesta más reciente¹³ y más ambiciosa si cabe. Su campo de acción no se reduce a emisiones concretas, como en el caso de las

¹¹ Entre dichas reclamaciones se incluyen las de Telefónica, Aguas de Barcelona y Enersis.

¹² De acuerdo con BLÁZQUEZ y SEBASTIÁN (2003) la crisis argentina, a través de canales reales y financieros, habría restado ocho décimas de crecimiento al PIB de España en el período 1999-2002, el equivalente a 5.600 millones de euros. El deterioro de los mercados bursátiles españoles, dada la fuerte presencia empresarial en Argentina, es señalado como la principal vía de contagio.

¹³ Fue presentado en noviembre de 2001 por Anne Krueger, entonces directora gerente del FMI, bajo el título de «International Financial Architecture for 2002: A new approach to Sovereign Debt Restructuring». Para una información completa están recogidos todos los documentos relacionados en:
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>.

CAC, sino que su objetivo es la realización de acuerdos mayoritarios que tengan reflejo en la reestructuración del total de deuda elegible.

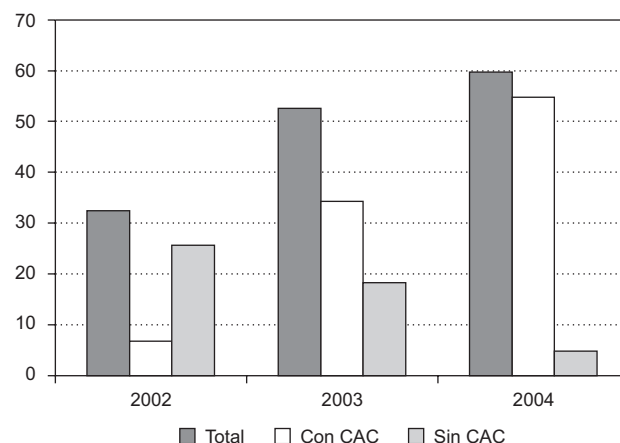
La discusión en torno a las CAC's y el SDRM se encuadra dentro de la búsqueda de procedimientos que limiten los elevados costes de un *default* (eficiencia *ex post*) sin generar señales negativas en la confianza de los mercados (eficiencia *ex ante*)¹⁴. Pudiera ocurrir que un marco excesivamente garantista para los países deudores retrajera la entrada de capitales por creer en unas mayores posibilidades de impago, mientras que si fuera favorable en exceso a los acreedores podría conducir a la economía a una situación de profunda crisis que hipotecara el crecimiento durante un período de tiempo prolongado. En este sentido, los inversores privados, los mercados, tal y como señalan Portes (2003) y Roubini y Setser (2004), han mostrado importantes reticencias, apostando en mayor medida por procesos menos restrictivos de reestructuración de deuda, que supongan una mayor presión para los Estados deudores.

El SDRM es todavía visto como un proyecto con dificultades de implementación, que tendría efectos relevantes de riesgo moral, y consecuentemente podría encarecer la financiación a los países con necesidades de recursos del exterior. De forma contraria, las CAC's son una realidad y su difusión en la emisión de deuda emergente ha sido muy destacada en los últimos años. Entre enero de 1991 y enero de 2003, según los datos presentados por Gugiatti y Richards (2003), los 20 principales emisores emergentes lanzaron al mercado 101.000 millones de dólares en bonos con CAC's, un 35 por 100 del total de la financiación. Más recientemente, el último Informe de Estabilidad Financiera Global del FMI (2005) muestra cómo la inclusión de las CAC's ha ganado un protagonismo creciente en 2003 y 2004, cubriendo este último año un 90 por 100 de las emisiones, tanto en número como en volumen (ver Gráficos 4 y 5).

¹⁴ Esta terminología puede leerse en PORTES (2003).

GRÁFICO 4

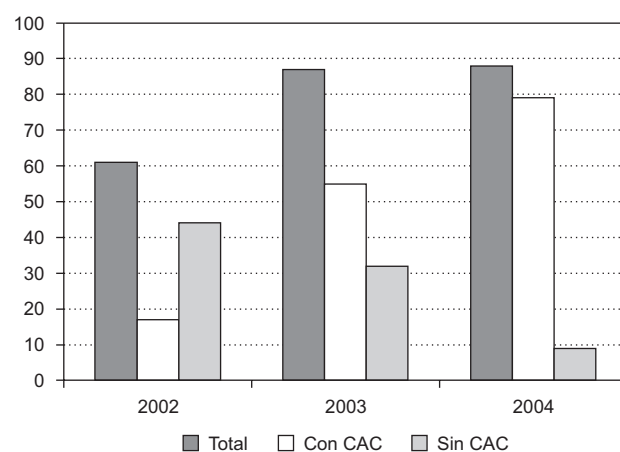
EMISIONES DE DEUDA SOBERANA EMERGENTE
(En millones de USD)



FUENTE: BBVA a partir de datos del FMI.

GRÁFICO 5

VOLUMEN DE EMISIONES DE DEUDA SOBERANA EMERGENTE
(Número de emisiones)



FUENTE: BBVA a partir de datos del FMI.

Los registros anteriores vendrían a confirmar las posiciones menos desfavorables a la puesta en marcha de

procedimientos de reestructuración ordenada. No ha habido dentro de los países emergentes una preferencia clara por la no inclusión de las CAC, ya que aquellos han repartido sus emisiones entre legislaciones diferentes¹⁵. Esto indicaría que los Estados soberanos emergentes no perciben un sobrecoste de incluir una CAC en la emisión de bonos. La siguiente cuestión es si este razonamiento es válido empíricamente, es decir, si los mercados no están exigiendo una prima adicional en rentabilidad.

Gugiatti y Richards (2003) analizan en primer lugar el comportamiento de 204 emisiones de bonos correspondientes a diez países emergentes. Los resultados muestran que no existe un efecto significativo sobre la rentabilidad de los títulos al producirse un cambio en las características de emisión de los bonos (inclusión o exclusión de una CAC con relación a la anterior emisión). En segundo lugar, para 216 bonos de 39 países cotizados en el mercado secundario concluyen que la inclusión de las CAC's no tiene un efecto amplificador sobre la prima por riesgo país. Eichengreen y Mody (1999) desarrollaron un trabajo similar, aunque con una muestra mucho más amplia (2.000 bonos soberanos emergentes) y un mayor número de variables de control en las estimaciones. La conclusión fundamental es que los deudores con una mejor posición de solvencia pueden incluso beneficiarse de la inclusión de CAC, ya que rebajan la prima de riesgo país, frente a aquellos Estados con menor credibilidad, que se verían perjudicados por este tipo de cláusula, al contrarrestar el riesgo moral y de *default* las expectativas de una reestructuración ordenada de la deuda.

Si tomamos como referencia a Eichengreen y Mody (1999) concluiremos que el mercado discrimina a los

emisores, por lo que terminará presionando a los gobiernos para poner en marcha políticas adecuadas que conduzcan a la mejora de su situación financiera. Sin embargo, dos son los problemas en este razonamiento. El primero, más plano, es que no todas las emisiones ya realizadas incluyen una CAC y las nuevas no están obligadas a ello. El segundo, partiendo del supuesto que se implementaran los mecanismos para hacer obligatorio el uso de las mismas, es que este tipo de cláusulas no son la panacea en los procesos de reestructuración de deuda. En este sentido, Roubini y Setser (2004) mencionan cuatro obstáculos de coordinación que no resolverían las CAC: la existencia y persistencia de diferentes emisiones de bonos; el tratamiento de la deuda externa en bonos y el de otro tipo de deuda externa soberana; la simultaneidad en la reestructuración de la deuda externa y la interna; y la coherencia en la política económica del país con el proceso de reestructuración. Estos autores otorgan a estos factores una participación decisiva en la demora del canje en Argentina, por encima de las amenazas judiciales y el papel de los *holdouts*.

Las CAC son defendidas de forma clara por el FMI, que ha debatido ampliamente en torno a su papel en los procesos de reestructuración de deuda. El organismo internacional (FMI, 2002) apuesta por la progresiva extensión de estas cláusulas al conjunto de la deuda, incluida aquella emitida por Estados con máxima calificación crediticia. Ha propuesto en este sentido diversas vías de acción a través del propio FMI, los inversores y de la comunidad internacional, aunque reconoce las dificultades existentes para la puesta en marcha de mecanismos que hagan de las CAC's la norma en los mercados.

En este punto, y al margen de las reticencias expresadas por acreedores y deudores, ¿es el siguiente paso lógico la discusión e implementación del SDRM defendido por el FMI? El objetivo principal del SDRM es solucionar los problemas actuales de acción colectiva y de coordinación de acreedores. Para ello plantea la existencia de una mayoría cualificada vinculante para el conjunto de titulares de deuda soberana, el desincentivo a las reclamaciones judiciales, la protección de los inte-

¹⁵ GUGIATTI y RICHARDS (2003) muestran la desagregación completa para el período mencionado anteriormente. La inclusión de CAC's está asociada a las legislaciones británica, japonesa y luxemburguesa, mientras que su exclusión es propia de la legislación alemana y de Nueva York, aunque en 2003 y 2004 dos de cada tres emisiones emergentes con CAC's se produjeron bajo esta última, impulsados por la exitosa colocación de México a comienzos de 2003.

reses de los acreedores y la puesta en marcha de financiación prioritaria si es acordada por una mayoría cualificada de acreedores. La puesta en funcionamiento de este mecanismo conduciría, según el FMI, a un entorno más previsible para la resolución de crisis de deuda, reduciendo el coste de acceso a los mercados por parte de los Estados soberanos.

Las críticas al SDRM planteado por el FMI surgen de forma inmediata. Resumidas en una: el propio organismo se excluye del tratamiento generalizado de los acreedores planteado anteriormente¹⁶ sin asumir un papel más relevante en la prevención de crisis y en la resolución de los procesos de reestructuración. Dadas las dificultades que tendría la creación de un tribunal específico para la resolución de procesos de *default*¹⁷, el FMI debería dirigir sus esfuerzos a fortalecer su rol como catalizador de las negociaciones entre deudores y acreedores. El diseño de un plan económico dirigido a garantizar la sostenibilidad financiera de los Estados soberanos y la continuidad en la financiación durante los procesos de reestructuración servirían de atractivo para los inversores y el país, respectivamente.

Una fórmula intermedia al SDRM y a las CAC's son los principios de buenas prácticas o códigos de buena conducta impulsados en el seno del Instituto Internacional de Finanzas (IIF en sus siglas en inglés), creado en 1983 como respuesta a las crisis de deuda e integrado por instituciones financieras de todo el mundo. Dichos principios están orientados al sostenimiento de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, conciliando los intereses nacionales de cada país con los de los agentes prestamistas de financiación. El cumplimiento de los principios debería colaborar tanto a la prevención de crisis, como a facilitar una salida más ordenada de

las mismas, objetivos ya señalados en otros instrumentos, pero que a diferencia del SDRM no implica una vinculación legal entre las partes. La buena voluntad y el compromiso de los implicados son las vías de resolución por las que se apuesta desde el IIF.

Los cuatro grandes principios de este código de buena conducta son la transparencia y la adecuación temporal de información, el diálogo estrecho y la cooperación para evitar la reestructuración de deuda, la buena fe en las acciones de las partes, y el trato justo a los acreedores. En definitiva, un mayor grado de colaboración y confianza entre Estados e inversores, que anule las situaciones de información asimétrica, inseguridad e incertidumbre hoy existentes. Resulta muy difícil criticar la finalidad de estos principios, por cuanto que plantean una relación de franco entendimiento entre acreedores y deudores, pero no faltan, en la historia económica, precedentes de inconsistencia temporal y tentaciones de abandonar el compromiso verbal adquirido cuando surge una oportunidad de ganancia. Además, el planteamiento es relativamente asimétrico: se le exige a los Estados una transparencia absoluta que los mercados emergentes no ostentan¹⁸.

Las diferentes asociaciones de inversores¹⁹ apoyan la prevención y solución de crisis bajo este enfoque basado en el mercado, y critican los incentivos perversos y problemas de funcionamiento que tendría el SDRM, especialmente el papel del FMI y la analogía que trata de darse a este mecanismo con las leyes nacionales de bancarrota. La visión general del mercado, como señala Porzecanski²⁰ (2005), apuesta por facilitar la aplicación de las reclamaciones privadas y una mayor implicación

¹⁶ Acerca del Club de París, el FMI no tiene una posición definida, o al menos no la expresa directamente, aunque menciona que existe cierta inclinación a excluirlo del SDRM.

¹⁷ Requeriría la modificación del Convenio Constitutivo del FMI, a la que, como señala PORTES (2003), es altamente probable que se oponga el Congreso de Estados Unidos e importantes países emergentes.

¹⁸ Ver SANTISO (2003).

¹⁹ The Institute of International Finance (IIF), Trade Association for the Emerging Markets (EMTA), Emerging Markets Creditors Association (EMCA), International Primary Market Association (IPMA), International Securities Association (ISMA), Securities Industry Association (SIA) y The Bond Market Association (TBMA).

²⁰ Arturo Porzecanski es ex Economista Jefe para Mercados Emergentes de ABN Amro, y actualmente profesor de Finanzas Internacionales en la Universidad de Columbia y en la Universidad Americana en Washington.

de los acreedores en el tratamiento de los problemas soberanos de liquidez y solvencia.

Durante el período de análisis de la oferta de canje del Gobierno argentino, los informes de los principales bancos de inversión²¹, recogieron una creciente demanda para que el país y los acreedores compartieran los beneficios de la recuperación económica en ciernes²². Las demandas para mejorar las condiciones iniciales fueron continuas y persistentes, amparándose también en cierto optimismo en torno a la presión de la comunidad internacional. El desencanto *a posteriori*, tomando como referencia estos análisis, ha sido, por tanto, significativo.

Finalmente, merece la pena mencionar dos propuestas adicionales²³. La primera la podemos leer en Lerrick y Meltzer (2001), que apuestan por la existencia de un prestamista de última instancia internacional. En caso de que acreedores y deudores no estén en disposición de dar una salida ordenada a los problemas financieros de un Estado soberano, plantean un procedimiento para limitar el alcance de las pérdidas que se derivan del proceso de *default*. Con el respaldo del FMI existiría la posibilidad de que el Gobierno acceda a financiación para adquirir al sector privado los títulos a un precio determinado²⁴, el deudor suspendería pagos a los acreedores privados, se pondría en

marcha un plan de reestructuración de corto plazo y el FMI apoyaría a otros mercados emergentes afectados por la crisis. La financiación otorgada al Estado estaría garantizada por los títulos de deuda correspondientes, bajo la obligación de destinar la mitad de nuevos recursos a la devolución del préstamo recibido. Si bien se puede valorar positivamente el establecimiento de un marco de referencia más predecible y una mayor implicación del sector oficial, en la propuesta de los autores no se resuelven de manera solvente los problemas de riesgo moral, de litigación y de coordinación entre los acreedores, así como se dejan de lado los mecanismos de prevención de crisis.

La segunda de las propuestas es la que plantea Lerrick (2002), y, aunque no aborda directamente los problemas que surgen en la renegociación de la deuda, puede ser un complemento al establecer como objetivo la estabilidad financiera de un país en situaciones de crisis. Cuando se desencadena una pérdida de confianza en el sistema financiero, el autor propone la utilización de Certificados de Depósitos Bancarios, que sustituirían a los depósitos convencionales y podrían emplearse como instrumento de pago en las transacciones ordinarias. Su introducción no implicaría un incremento de la oferta monetaria ni de las reservas internacional, y podrían ser sustituidos una vez terminada la crisis por su equivalente en dinero.

4. Conclusiones

La existencia de desequilibrios financieros y cambios es un fértil caldo de cultivo para la aparición de crisis económicas severas, que pueden venir acompañadas de graves dificultades de liquidez y solvencia para los Estados soberanos. La recurrencia de estos episodios a lo largo de la historia financiera ha sido elevada, lo que ha despertado el interés por la búsqueda de alternativas a la actual arquitectura financiera internacional. Los problemas de acción colectiva y coordinación son inherentes a los procesos de reestructuración de deuda, surgiendo conflictos de intereses entre deudores y acreedores. Para enfrentarse a estas situaciones, las

²¹ Ver por ejemplo: «Argentina debt outlook: Light at the end of the restructuring tunnel?» de DEUTSCHE BANK (8 de abril de 2004), «Argentina: Investor's prisoner dilemma» en el informe diario de emergentes de MERRILL LYNCH (3 de septiembre de 2004), «The Making of Argentina's restructuring trade: A self-fulfilling deal?» de MORGAN STANLEY (16 de abril de 2004), «Debt restructuring: Can Lavagna Enhance the Offer?» en el informe macro de SCH (13 de noviembre de 2003) y «Argentina: What is Fairness?» de WACHOVIA SECURITIES (26 de octubre de 2004).

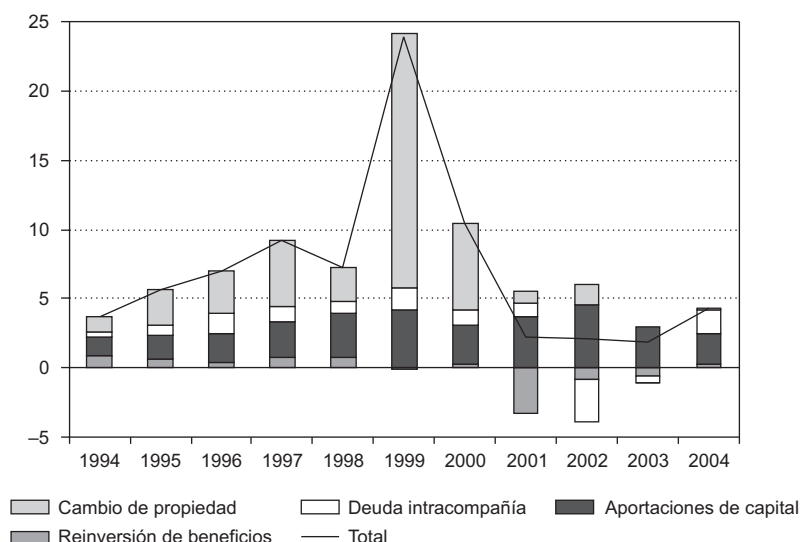
²² Los más exigentes, aunque minoritarios, se mostraron partidarios de una postura claramente litigante, alentando a los tenedores de bonos a no aceptar las condiciones del canje. El bajo umbral de aceptación fijado por el Gobierno argentino como exitoso posiblemente les perjudicó.

²³ No las únicas, en cualquier caso. Por ejemplo, en BORENSTEIN, CHAMON, JEANNE, MAURO y ZETTELMEYER (2004) se plantean dos ideas para el debate: la indexación de títulos a variables reales, como el crecimiento del PIB, o la existencia de un orden preferencial entre los acreedores.

²⁴ Ni demasiado bajo para generar el pánico entre los inversores, ni demasiado alto para que exista un fuerte incentivo para vender los títulos al instrumento promocionado por el FMI.

GRÁFICO 6

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ARGENTINA (En miles de millones de USD)



FUENTE: MECON.

propuestas han sido básicamente tres: las cláusulas de acción colectiva, el enfoque reglamentario/institucional del FMI y los principios de buena conducta promovido por el IIF. El mayor consenso se ha producido hasta el momento en torno al primero de estos instrumentos, favorecido por la buena experiencia acumulada, siendo más susceptibles de crítica los otros dos.

El caso de Argentina ha intensificado el debate anterior, ya que la resolución del proceso de *default* en el país sudamericano es ciertamente excepcional cuando se compara con otros episodios recientes. El canje argentino ha sido único por el volumen de deuda, la atomización de los acreedores, la variedad de títulos implicados, el tiempo empleado, y el descuento aplicado. La aparición, según Porzecanski (2005), de una nueva fi-

gura, un Estado que actúa de forma unilateral, dejando al margen los intereses de la iniciativa privada²⁵, supone un riesgo evidente que se suma así a los acreedores litigantes o a los aprovechados (*free-riders*) que han surgido en procesos de *default* anteriores.

El Gobierno argentino ha escenificado fielmente este papel, lo que ha supuesto una quiebra en la confianza de los agentes privados, nacionales y extranjeros, perjudicados por las múltiples decisiones aisladas adoptadas (pesificación asimétrica, incumplimiento de contratos de servicios, propuesta de canje). Un buen reflejo de esta situación es el parón experimentado por la Inversión Extranjera Directa (IED) en Argentina durante los últimos años. De un promedio de cerca de 10.000 millones de dólares anuales entre 1994 y 2000, a partir del año del *default* hasta hoy la IED ha disminuido a poco más de 2.500 millones (ver Gráfico 6). Sobre todo, en 2004, destacan los flujos intracompañía y la reinversión de beneficios, habiéndose-

²⁵ Esta figura es conocida en inglés como «*rogue debtor*», en contraposición a los «*rogue creditors*».

se agotado las entradas vía fusiones y adquisiciones o inversión *greenfield*.

La experiencia argentina, tanto por el perjuicio causado ya a la propia economía (empobrecimiento, mayor desigualdad) como por el que pueda generar la desconfianza y la inseguridad existente sobre su capacidad de crecimiento futuro, aconseja adoptar un enfoque más conciliador con el sector privado, pieza clave en el funcionamiento del sistema económico hoy vigente. De esta manera, y en ausencia de un marco institucional, recae de manera decisiva en la buena voluntad de los Estados, tanto el deudor como la comunidad internacional, facilitar un desenlace positivo en los procesos de reestructuración de deuda. Las CAC's pueden aliviar la desconfianza, pero no acabarán con los sobresaltos en los mercados.

Los agentes económicos intervienen en los mercados financieros en un continuo juego de confianza (Santiso, 2003). En el caso de los emergentes, el ciclo comienza por la pérdida de lealtad (*loyalty*) ante las políticas económicas adoptadas por los correspondientes Gobiernos, lo que puede desencadenar bien la interrupción en la demanda de títulos emitidos por estos países (*exit*) o bien el castigo en la cotización de los mismos (*voice*). En los últimos años, especialmente a raíz del *default* argentino, el *voice* se ha tratado de implementar a través de otras vías, como las asociaciones o agrupaciones de inversores, que buscan un mayor protagonismo en la definición de las reglas de juego, en detrimento de los Estados soberanos y de los organismos multilaterales. Alterar las condiciones del juego de confianza podría tener, en este caso, un efecto de suma positiva.

Referencias bibliográficas

- [1] BLÁZQUEZ, J. y SEBASTIÁN, M. (2003): «El impacto de la crisis argentina sobre la economía española», *Documento de Trabajo*, N.º 12/2004 del Real Instituto Elcano, <http://www.realinstitutoelcano.org/documentos/93.asp>
- [2] BORENSZTEIN, E.; CHAMON, M.; JEANNE, O.; MAURO, P. y ZETTELMEYER, J. (2004): «Sovereign debt Structure for Crisis Prevention», *IMF Occasional Paper*, No. 237.
- [3] CALVO, G. A.; IZQUIERDO, A. y MEJÍA, L. F. (2004): «On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-sheet Effects», *NBER Working paper*, No. 10520, May 2004, <http://www.nber.org/papers/w10520>.
- [4] CHUHAN, P. y STURZENEGGER, F. (2003): «Default Episodes in the 1980s and 1990s: What Have We Learned?», *Capítulo 8 de AIZENMAN, J. y PINTO, B. editores (2004): «Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide»*, <http://www.utdt.edu/~fsturzen/chuhanfinal.pdf>
- [5] DASEKING, C.; GHOSH, A.; LANE, T. y THOMAS, A. (2004): «Lessons from the Crisis in Argentina», *IMF Occasional Paper*, No. 236.
- [6] EICHENGREEN, B. y HAUSMANN, R. editors (2005): *Other's People Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market*, University of Chicago Press.
- [7] EICHENGREEN, B. y MODY, A. (1999): «Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?», *CEPR Discussion Paper*, No. 2343, December 1999, <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/governinglaw6.pdf>
- [8] EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2003): «The Mystery of Original Sin», *Capítulo 1 de EICHENGREEN, B. y HAUSMANN, R. editores (2005): Other's People Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market*, <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf>
- [9] GUGIATTI, M. y RICHARDS, A. (2003): «Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets», *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, No. RDP2003-02, March 2003, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2003-02.pdf>
- [10] FMI (2002): «Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts: Encouraging Greater Use», <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602a.pdf>
- [11] FMI (2005): «Global Financial Stability Report 2005», <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2005/01/pdf/gfsr0405.pdf>
- [12] IIF (2005): «Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets».
- [13] LERRICK, A. (2002): «Certificados de depósitos bancarios: Un medio de pago de transición durante una crisis financiera», *BBVA Latinwatch*, abril 2002, páginas 2-6 del Especial Seminario BBVA, http://www.bbva.es/TLBS/fbin/Lwabr02_tcm11-2488.pdf
- [14] LERRICK, A. y MELTZER, A. (2001): «Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption», *Quarterly International Economics Report Carnegie Mellon Gailliot Center for Public Policy*, May 2001, <http://www.house.gov/jec/imf/gailliot.pdf>
- [15] PORTES, R. (2003): «Resolution of Sovereign Debt Crises: The New Old Framework», *CEPR Discussion Paper*, No. 4717, Mayo 1999, <http://faculty.london.edu/rportes/>: Recent research.

- [16] PORZECANSKI, A. C. (2005): «From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina's Default», *Chicago Journal of International Law*, Vol. 6, No. 1, Summer, páginas 311-332.
- [17] REINHART, C. M. y ROGOFF K. S. (2004): «Serial Default and the «Paradox» of Rich-to-poor Capital Flows», *NBER Working paper*, No. 10296, February 2004, <http://papers.nber.org/papers/w10296.pdf>.
- [18] ROUBINI, N. y SETSER, B. (2004): «The Reform of the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems, Proposed Solutions and the Argentine Episode», *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 1, No. 1, <http://pages.stern.nyu.edu/~nrubini/papers/debtreform.pdf>.
- [19] SANTISO, J. (2003): *The Political Economy of Emerging Markets: Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America*, 1.ª edición, Palgrave Macmillan, Nueva York.
- [20] STURZENEGGER, F. y ZETTELMAYER, J. (2004): «Haircuts», *Mimeo Universidad Torcuato di Tella*, <http://www.utdt.edu/~fsturzen/haircuts4.pdf>.
- [21] WURTZ, K. P. (2004): «On Dollarization: Exit, Voice, and Loyalty in the Political Economy of Currency Competition», Prepared for delivery at the 2004 Annual Meeting of the American Political Science Association, September 2004.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47