Mario Delgado Alfaro*
Eulalia Ortiz Aguilar*
Miguel Ángel Martínez Rolland*

LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS. INICIATIVAS MULTILATERALES FRENTE AL PROBLEMA DEL SOBREENDEUDAMIENTO

Muchos países en desarrollo, como consecuencia de su dependencia estructural de la financiación exterior, viven en continuos ciclos de sobreendeudamiento-reestructuración o condonación de deuda. Este fenómeno supone una de las constantes de las últimas dos décadas y una de las principales vulnerabilidades del sistema financiero internacional y por ello han surgido diversas iniciativas multilaterales para tratar de darle respuesta. Los resultados de estas iniciativas han sido diversos, sin que se haya logrado encontrar una solución definitiva. Por esa razón, existen continuas propuestas de reforma y mejora. En todo caso, ningún tratamiento de deuda tendrá éxito si no va acompañado de políticas macroeconómicas prudentes y de prevención. En este artículo se repasan los problemas de sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo y los intentos de darles solución.

Palabras clave: sistema financiero internacional, instituciones financieras internacionales, deuda externa, países en desarrollo, HIPC, Club de París, FMI, Banco Mundial.

Clasificación JEL: F33, F34.

1. Introducción

Uno de los temas fundamentales y recurrentes en el estudio del sistema financiero internacional y de la pro-

moción de su estabilidad es el de las crisis de sobreendeudamiento.

Dentro de estas crisis se distinguen las correspondientes a problemas de liquidez de las derivadas de problemas de solvencia. En las primeras, un país se enfrenta a un problema puntual para hacer frente a los pagos correspondientes a un determinado período. El tratamiento adecuado en estos casos es una reprogra-

---

* Dirección General de Financiación Internacional. Ministerio de Economía y Hacienda.

mación del perfil de vencimientos para adecuarlo a las disponibilidades de liquidez del deudor.

En las crisis de solvencia, la carga de deuda que soporta el país es insostenible. La sostenibilidad de la deuda puede definirse como la capacidad de un país para hacer frente de forma continuada al servicio de su deuda, sin tener que recurrir a financiación exterior extraordinaria ni a un inasumible ajuste interno. Obviamente, este concepto es de difícil concreción por lo que, en la práctica, se recurre a convenciones acerca de los niveles de deuda que se consideran sostenibles —en función del desarrollo institucional del deudor, en los modelos más avanzados—. En estos casos, un mero diferimiento de pagos no es solución suficiente y puede resultar necesaria la condonación de parte de la deuda hasta reducirla a niveles sostenibles.

Desde el estallido de la crisis de deuda de los años ochenta, se asume que los problemas de sobreendeudamiento —y muy especialmente, los de sostenibilidad— suponen un obstáculo para el crecimiento y desarrollo de los países afectados y, a la vez, un lastre y un elemento de desestabilización para el sistema financiero internacional. Efectivamente, estos problemas afectan al propio país deudor, al conjunto de sus acreedores (públicos, privados, bilaterales, multilaterales) e incluso a los demás deudores, en la medida en que el tratamiento aplicado a un caso crea precedentes para los demás. En consecuencia, la solución óptima exige una acción coordinada por parte de la comunidad internacional.

Las respuestas de la comunidad internacional han ido adaptándose a la evolución de los problemas y a la interpretación de los mismos, ganando en intensidad a medida que se tomaba conciencia de la dificultad de darles una solución definitiva. Asimismo, se han distinguido los problemas puntuales de países aislados, de los problemas estructurales que afectan a grupos de países de características similares y que requieren soluciones globales y conjuntas.

Así, a principios de los años noventa, la crisis de deuda de los ochenta se da por solucionada y la atención se desplaza a las dificultades de deuda de los países más

pobres —en su mayoría del África Subsahariana—. Enseguida se asume que, para estos países, son necesarias medidas que vayan más allá del diferimiento de pagos y que incluyan condonación de deuda. Por tanto, se ha pasado de una oposición frontal a cualquier tipo de reducción de la deuda a la aceptación de que, en algunos casos, son necesarias quitas muy sustantivas, incluso del 100 por 100. Esta evolución ha repercutido también en la participación de los distintos acreedores en los tratamientos. Tradicionalmente, los acreedores multilaterales tenían un estatus preferencial para proteger su calidad crediticia y por la naturaleza específica de su financiación. Sin embargo, las iniciativas más ambiciosas en materia de condonación de deuda, como la iniciativa HIPC de alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados, implican también condonaciones para las instituciones multilaterales —en el resto de los casos estas instituciones mantienen su estatus preferencial—. Por otro lado, a medida que la composición de la deuda de los países ha ido variando —sobre todo en el caso de los países de renta media por el recurso a la emisión de bonos internacionales— ha resultado necesario adaptar los mecanismos de reestructuración de deuda, de modo que se garantizara la participación de todos los agentes en la prevención y resolución de crisis. Así han surgido diversas iniciativas orientadas a fortalecer el marco institucional de resolución de las crisis.

En la actualidad, existen dos tendencias complementarias ante el sobreendeudamiento, la búsqueda de una solución definitiva para los problemas de deuda actualmente existentes en los países más pobres y la prevención de la aparición de nuevos casos de insostenibilidad.

En todo caso, antes de entrar en la presentación de las principales iniciativas de lucha contra el sobreendeudamiento, resulta adecuado hacer una precisión importante: el endeudamiento no puede considerarse, en sí mismo, negativo para un país. Más bien al contrario, el endeudamiento es un instrumento muchas veces indispensable para el desarrollo pues permite superar la estructural falta de ahorro interno y evita la dependencia

de las donaciones exteriores. Por supuesto, el recurso al endeudamiento debe ser responsable —no se trata de escapar a la restricción presupuestaria sino de entenderla de manera intertemporal—. Sin embargo, esto no siempre es así y, en muchas ocasiones —por malas previsiones, por la aplicación de políticas imprudentes o por acontecimientos macroeconómicos sobrevenidos— surgen problemas de sobreendeudamiento que requieren actuaciones extraordinarias. En algunos países, especialmente los más pobres, la situación de sobreendeudamiento ha pasado a ser una característica estructural que les obliga a vivir en una continua situación de impagos, reestructuraciones de deuda y esfuerzos, normalmente fallidos, por cumplir los nuevos calendarios de pagos. Éstos son los problemas a los que vamos a referirnos principalmente en este artículo y cuyos intentos de solución vamos a detallar.

Para ello, en primer lugar, se presenta el problema del sobreendeudamiento en cifras y los primeros intentos multilaterales de solución. A continuación, se dedica un epígrafe a la iniciativa más emblemática, la HIPC, su contenido, su valoración y las actuales vías de profundización. Tras la HIPC se presentan las propuestas en el campo de la prevención de nuevos problemas de sobreendeudamiento (nuevo marco de sostenibilidad del FMI y Banco Mundial) y las relativas a la modificación del marco institucional de resolución de crisis.

2. Los problemas de sobreendeudamiento.

Algunas cifras y primeros intentos de solución

Algunas cifras sobre el sobreendeudamiento

En el Cuadro 1 se recogen los principales indicadores de deuda externa de los países en desarrollo, incluyendo a los menos avanzados de África Subsahariana.

Aunque en términos monetarios absolutos se aprecia un incremento del volumen de deuda, su peso en términos relativos respecto al PIB o las exportaciones (que

son los significativos para la sostenibilidad) se ha ido reduciendo muy notablemente desde 2000.

La reducción de los niveles de endeudamiento está en directa relación con la mejora de las balanzas por cuenta corriente, motivada por los bajos tipos de interés de las principales divisas (en particular desde 2001), así como por tasas relativamente altas de crecimiento del PIB y del comercio, y por un incremento de la demanda y del precio de las materias primas, particularmente intenso desde 2003. En el caso de los Países Pobres Altamente Endeudados-HIPC también ha jugado un papel muy importante la condonación de deuda derivada de la iniciativa HIPC, en particular desde 1999-2000, con la aplicación de la iniciativa HIPC reforzada.

No obstante, la situación de deuda de los países de África Subsahariana sigue siendo de un alto endeudamiento, aunque el servicio de la deuda sea menos gravoso que para otros países en desarrollo (los intereses son bajos al proceder en su mayoría de créditos oficiales, en muchos casos provenientes de ayuda al desarrollo). Las principales amenazas se encuentran en la posible ralentización del crecimiento mundial acompañada de una subida de tipos de interés para las principales divisas. Para los países endeudados no productores de petróleo, las alzas del precio del crudo (aunque también haya crecido el precio de otras materias primas que constituyen su principal fuente de exportaciones) constituyen otra amenaza para la sostenibilidad de su deuda.

Las primeras iniciativas multilaterales

A comienzos de los años noventa, se intensifica la preocupación de la comunidad internacional por la situación de los países africanos y los países en desarrollo en general. En materia de deuda esto se concretó en que, una vez que se había dado por superada la crisis de deuda de los años ochenta, se dirigió la atención a las dificultades de deuda de los países más pobres —cuya deuda está contraída principalmente frente a acreedores públicos e instituciones financieras internacionales—.

CUADRO 1
PRINCIPALES INDICADORES DE DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO
(En %)

Conjunto de Países en Desarrollo ¹	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Deuda ² externa/PIB	37,7	43,1	44,9	40,4	39,8	39,9	38,0	34,3
HIPC ³	101,3	102,0	102,5	102,7	98,3	88,1	78,7	v 71,3
África Subsahariana	64,9	68,4	68,5	64,0	62,4	60,2	53,3	43,8
Deuda externa/Exportaciones	148,4	172,1	165,2	131,6	133,3	126,0	112,6	92,7
África	210,4	236,7	220,2	170,1	172,0	171,5	147,7	116,2
Servicio de la deuda/Exportaciones	23,1	26,5	26,4	22,4	23,1	20,0	17,9	14,0
África	23,9	22,9	21,0	17,2	18,7	15,3	14,3	11,7
Deuda externa total (MM\$)	2.318,1	2.519,6	2.560,7	2.502,3	2.497,9	2.559,5	2.762,8	2.896,1
Deuda a corto plazo (MM\$)	352,4	349,1	325,6	305,9	318,4	305,4	373,8	418,9
% de deuda a corto plazo	15,2	13,9	12,7	12,2	12,7	11,9	13,5	14,5
Deuda externa total África Subsahariana (MM\$)	222,6	220,6	221,8	213,2	206,1	211,4	227,1	227,9
Crecimiento del PIB	5,3	3,0	4,0	5,8	4,2	4,7	6,4	7,2
África Subsahariana	3,9	2,2	2,8	3,2	4,0	3,6	4,6	5,1
Países HIPC	4,0	3,6	3,6	2,9	5,1	4,1	4,2	6,5
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-1,0	0,8	0,4	1,3	1,8	2,0	1,3
Países de renta baja	-2,6	-0,3	0,9	0,7	1,6	1,1	0,5	-0,2

NOTAS: ¹ El conjunto de países en desarrollo sigue la clasificación del FMI y del Banco Mundial del World Economic Outlook (Statistical Appendix mayo 2005, pág. 194). Incluye a los países de renta baja y de renta media, incluyendo a los mercados emergentes.

² Los datos de deuda externa son en valor nominal.

³ Esta categoría incluye a 27 países Pobres Altamente Endeudados (HIPC) de África y Latinoamérica —los que habían alcanzado el punto de decisión en el momento de redacción del informe WEO.

FUENTE: *World Economic Outlook (FMI, mayo 2005)*, *Global Development Finance (BM) 2005, 2004*.

CUADRO 2
CONTEXTO INTERNACIONAL: EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES
(En %)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Crecimiento del PIB (países industrializados)	3,4	2,6	3,5	3,8	1,2	1,6	2,0	3,4
Inflación de consumo (países industrializados)	2,0	1,5	1,4	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0
Precios de las materias primas (tasa de variación)*	-2,9	-14,5	-6,9	4,5	-4,1	0,8	7,0	18,8
Precio del petróleo (tasa de variación)	-5,4	-32,1	37,5	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7
Tipos de interés países industrializados (a 3 meses)	4,1	4,1	3,4	4,4	3,2	2,0	1,6	1,8

NOTA: * No incluye materias primas combustibles.

FUENTE: *World Economic Outlook (FMI mayo 2005)*.

Los primeros intentos de solución partieron de una serie de principios: necesidad de un enfoque sistemático para los países más pobres, necesidad de quitas explícitas de deuda y respeto del tradicional estatus de

acreedor preferente de las instituciones financieras internacionales —es decir, sólo se exigía esfuerzo a los acreedores bilaterales (públicos principalmente y privados cuando los hubiera)—.

Los primeros tratamientos que se diseñaron se enfocaron a la deuda del Club de París¹, es decir a la deuda pública contraída con acreedores soberanos. Posteriormente, los demás acreedores —tanto públicos como privados, y excluyendo a las instituciones financieras internacionales, como ya se ha especificado— participarían en el tratamiento en virtud del principio de la comparabilidad de trato. El Club de París exige a los deudores que negocien con el resto de sus acreedores (salvo instituciones multilaterales) tratamientos comparables, so pena de que se les retire el tratamiento concedido. De esta manera todos los acreedores realizan esfuerzos similares. Asimismo, se maximiza la eficacia de los tratamientos ya que así se benefician de ellos todas las categorías de deuda.

Los tratamientos que surgen tienen su origen en cumbres del G7 en las que se proponen unos términos que posteriormente son asumidos, desarrollados y aplicados por el Club de París.

El primero de los tratamientos del Club de París que preveía la condonación de deuda es el tratamiento «Toronto», acordado en 1988 y que implicaba un 33 por 100 de condonación de la deuda tratada. Este tratamiento se dirigía a los países más pobres y endeudados. Durante su vigencia, este tratamiento se aplicó a 20 países.

A partir de este primer tratamiento que incluía la condonación de deuda, todos los siguientes han avanzado en su generosidad hacia la deuda de los países más pobres.

En diciembre de 1991 el tratamiento Toronto es sustituido por el «tratamiento Londres», también conocido como «tratamiento Trinidad», y por el que el nivel de condonación se eleva desde el 33 por 100 al 50 por 100. Este tratamiento beneficiaría a los países de renta baja y a los de renta media baja con altos niveles de endeu-

damiento. Durante su vigencia este tratamiento se aplicó a 23 países.

Posteriormente, en 1994 se crean los «términos Nápoles» que sustituyen al tratamiento Londres e implican una condonación del 67 por 100 de la deuda tratada. Este tratamiento, que continúa vigente en la actualidad, se dirige a los países de renta baja, entendidos como aquellos que, en el marco del grupo del Banco Mundial, solo son elegibles para financiación de la Asociación Internacional de Desarrollo (IDA según sus siglas en inglés). Actualmente, los países elegibles para la financiación de la IDA son los de renta inferior a 865 dólares per cápita. Hasta la fecha, 34 países se han beneficiado de los tratamientos Nápoles.

En todos estos tratamientos —y, en general, para cualquier tratamiento de deuda concedido por el Club de París— se exige como condición previa que el deudor tenga un programa en vigor con el FMI. Esta condición sirve, por un lado, para cumplir el requisito de la condicionalidad, pues sólo así se garantiza el buen uso que vaya a darse a los recursos liberados.

No obstante, a pesar de los sucesivos aumentos del nivel de condonación, estos tratamientos han resultado ser insuficientes para dar una solución definitiva al sobreendeudamiento. Existen varias razones que explican esta insuficiencia:

- El porcentaje de condonación se concede de manera fija y no en función de las necesidades del país.
- El porcentaje de condonación que efectivamente se concede no es el 67 por 100 del *stock* de deuda del país beneficiario —tratamiento Nápoles— sino que en realidad es menor, por dos razones de carácter técnico. En primer lugar, normalmente la condonación se refiere solo al flujo de vencimientos debidos en un determinado período de tiempo y no al *stock* total de la deuda. En segundo lugar, los tratamientos de deuda afectan sólo a la deuda contraída con anterioridad a una determinada fecha —llamada «fecha de corte» y coincidente con la de la primera reestructuración de un país en París—. Esto es así para proteger la nueva

¹ El Club de París es el foro informal en el que los principales acreedores públicos del mundo se coordinan ante problemas de deuda comunes.

financiación y evitar que un país pierda su capacidad de acceso a nuevos préstamos.

- Finalmente, queda fuera de la condonación la deuda con las Instituciones Financieras Internacionales que, para estos países, representan un importante porcentaje de la deuda total.

En conclusión, los tratamientos aquí descritos fueron pioneros en reconocer la necesidad de fuertes condonaciones de deuda para resolver los problemas estructurales de sobreendeudamiento, pero resultaron insuficientes para lograrlo —aun así el tratamiento Nápoles continúa vigente y sigue siendo un instrumento útil para determinados casos—. Se llega al convencimiento de que es necesario un paso más radical y surge, como respuesta, la iniciativa HIPC de alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados.

3. La iniciativa HIPC

Descripción

En 1996 surge la iniciativa de alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados (HIPC, según sus siglas en inglés) que supone un avance cualitativo respecto a las anteriores. Ya no se trata exclusivamente de un tratamiento propio del Club de París, extensible a otros acreedores en virtud del principio de comparabilidad de trato, sino de una iniciativa conjunta del FMI y el Banco Mundial. Asimismo, y esto supone un avance radical, las instituciones financieras internacionales pasan a condonar parte de su deuda con los países beneficiarios, en la proporción que les corresponda. Por último, las condonaciones no serán fijas sino las necesarias para que el país alcance un nivel de deuda sostenible.

Básicamente, la iniciativa HIPC consiste en la concesión de una fuerte condonación de deuda para los países más pobres y endeudados que acometan una serie de reformas de política económica dirigidas al crecimiento, desarrollo y lucha contra la pobreza. La iniciativa, lanzada en 1996, fue reforzada en 1999 (*Enhanced*

HIPC Initiative) en la línea de rebajar los umbrales de deuda sostenibles y facilitar el acceso a la condonación.

Los países elegibles para beneficiarse de la HIPC (actualmente 38^{2,3}) son los que reúnen las siguientes características:

- Dentro del grupo del Banco Mundial, los que sólo tienen acceso a la financiación que les proporciona la Asociación Internacional para el Desarrollo. Esto requiere que el nivel de renta per cápita sea inferior a 865 dólares.
- Los que se enfrentan a una situación de endeudamiento insostenible, no superable a través de los mecanismos de alivio de la deuda tradicionales (tratamiento Nápoles).

La ejecución de la iniciativa se basa en el cumplimiento de una serie de hitos: punto de decisión y punto de culminación.

El punto de decisión es el momento en el que se decide si un país merece beneficiarse o no del alivio HIPC. Para que así sea, el deudor debe haber implantado un programa de estabilidad macroeconómica y de reforma estructural durante al menos tres años y tener un nivel de deuda insostenible incluso después de haber recibido el alivio de deuda ordinario (términos Nápoles).

La sostenibilidad de deuda se cifra en una ratio de deuda/exportaciones de 150 por 100. Por encima de ese nivel, el país será elegible para el alivio de deuda correspondiente. Además para los países con base exportadora amplia (ratio deuda/exportaciones mayor o igual al 30 por 100) la ratio anterior puede quedar sesgada a la baja —de modo que se enmascare un problema de insostenibilidad—. Para esos casos se crea la «ventanilla fiscal» de modo que si la relación

---

² Bolovia, Benín, Burkina-Faso, Burundi, Camerún, Chad, Comores, Congo, Costa de Marfil, Etiopía, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Guyana, Honduras, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Mauritania, Mozambique, Myanmar, Nicaragua, Níger, República Centroafricana, República Democrática del Congo, República Democrática Popular Laos, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Tanzania, Togo, Uganda y Zambia.

³ Como se verá mas adelante esta lista está revisándose.

deuda/ingresos fiscales es mayor o igual al 250 por 100 también pasan a ser beneficiarios de la HIPC. Bajo la HIPC inicial (1996) las ratios de sostenibilidad eran superiores⁴.

En el momento de aprobarse la superación del punto de decisión, se exige al país deudor que prepare un programa de lucha contra la pobreza (*Poverty Reduction Strategy Paper*) amparado por el Banco Mundial y que firme un programa de crecimiento y reducción de la pobreza con el FMI (*Poverty Reduction and Growth Facility* o PRGF).

En ese momento el país recibe ya un alivio de deuda interino por parte del Banco Mundial y el FMI concede asistencia interina. El Club de París por su parte también concede ya un alivio al condonar el 90 por 100 de los vencimientos de la deuda comercial que se producen durante el período transitorio establecido hasta el punto de culminación, y siempre que el PRGF con el FMI se mantenga efectivo (es el llamado tratamiento Colonia flujo).

Cuando el país ha cumplido las reformas previstas en el punto de decisión —para lo que no hay un plazo fijo— alcanza el punto de culminación y es entonces cuando recibe el alivio de deuda definitivo, que debe ser el suficiente para alcanzar la sostenibilidad, según los umbrales ya señalados. En el Cuadro 3 se recoge la situación actual de los países considerados para la HIPC.

A la condonación necesaria para que un país llegue al nivel de deuda sostenible se le llama «esfuerzo HIPC». Se calcula un «factor común de reducción» que todos los acreedores deben aplicar a su deuda, para que el deudor alcance la sostenibilidad.

El esfuerzo HIPC necesario en el momento del punto de culminación puede ser mayor que el previsto ini-

cialmente en el punto de decisión. Si esto se debe a causas exógenas al país deudor (caída de los precios de sus exportaciones, variaciones del tipo de cambio, etcétera....) se asume el aumento del factor común de reducción originalmente previsto. A esta mayor condonación se le llama *topping up*. Por lo tanto, cuando un país alcanza el punto de culminación, su deuda debe quedar reducida al 150 por 100 de sus exportaciones.

En cualquier caso, los acreedores bilaterales públicos que constituyen el Club de París han decidido, voluntariamente, aumentar las condonaciones que realizan en el momento del punto de culminación. Estos compromisos se concretan en la condonación sistemática del 100 por 100 de determinadas categorías de deuda. Normalmente, esa condonación no sería necesaria, y por lo tanto, parte de ella es voluntaria y adicional. En muchos de esos casos, la condonación llega al 100 por 100 de la deuda total. En el Cuadro 4 se recogen los compromisos de condonación realizados por los acreedores del Club de París⁵.

El resultado de estos compromisos adicionales voluntarios es la reducción de la deuda de los países HIPC a niveles por debajo del 150 por 100 (ratio deuda exportaciones). Se proporciona así a estos países un margen de seguridad que reduce su vulnerabilidad externa.

Resultados alcanzados

De los 38 países potencialmente beneficiarios para participar en la HIPC, a día de hoy, 28 han alcanzado el punto de decisión y, de éstos, 18 han alcanzado también el punto de culminación habiendo recibido ya el alivio de deuda definitivo. Restan todavía 10 países pendientes de alcanzar el punto de decisión.

⁴ La ratio deuda/exportaciones considerada sostenible se situaba entre 200 y 250 por 100, según la vulnerabilidad externa del país, los criterios para definir los países muy abiertos eran más restrictivos, y la ratio deuda/ingresos fiscales considerada sostenible se situaba en 280 por 100.

⁵ En este cuadro se recoge ya el compromiso español adoptado en Consejo de Ministros de 8 de julio de 2005 de aumentar la condonación adicional al 100 por 100 de la deuda de origen AOD.

CUADRO 3
ESTADO DE EJECUCIÓN DE LA HIPC

Países que han alcanzado el punto de culminación		Países que han alcanzado el punto de decisión		Países que todavía no han alcanzado el punto de decisión
Benín	Bolivia	Burundi		República Centroafricana
Burkina Faso	Etiopía	Camerún		Comores
Ghana	Guyana	Chad		República Popular del Congo
Honduras	Madagascar	RD Congo		Costa de Marfil
Malí	Mauritania	Gambia		Laos
Mozambique	Nicaragua	Guinea		Liberia
Níger	Ruanda	Guinea Bissau		Myanmar
Senegal	Tanzania	Malawi		Somalia
Uganda	Zambia	Santo Tomé y Príncipe		Sudán
		Sierra Leona		Togo

FUENTE: Elaboración propia a partir de información del FMI y del Banco Mundial.

CUADRO 4

CONDONACIONES SISTEMÁTICAS A PAÍSES HIPC DE LOS ACREEDORES DEL CLUB DE PARÍS
(En %)

Países	Deuda de origen AOD		Deuda de origen comercial	
	Anterior a la fecha de corte	Posterior a la fecha de corte	Anterior a la fecha de corte	Posterior a la fecha de corte
Alemania	100	100	100	–
Australia	100	100	100	100
Austria	100	100	100	–
Bélgica	100	100	100	–
Canadá	–	–	100	100
Dinamarca	100	100	100	100
España	100	100	100	Caso a caso
Estados Unidos	100	100	100	100
Finlandia	100	100	–	–
Francia	100	100	100	–
Países Bajos	100	100	100	–
Irlanda	–	–	–	–
Italia	100	100	100	100
Japón	100	100	100	–
Noruega	–	–	–	–
Reino Unido	100	100	100	100
Rusia	–	–	–	–
Suecia	–	–	Caso a caso (100)	–
Suiza	–	–	Caso a caso	Caso a caso

FUENTE: FMI, *HIPC Status of Implementation*, agosto 2005.

Según el informe estadístico sobre la HIPC del FMI —abril 2005— la condonación total para los 38 países beneficiarios, tras la plena aplicación de la iniciativa, se estima en 55.600 millones de dólares, en términos de VAN 2004⁶. Para los 28 países que ya han alcanzado el punto de decisión —según el informe periódico de estado de aplicación de la HIPC de agosto 2005— se estima que, tras la plena aplicación de la iniciativa, la reducción total de deuda será de dos tercios —de 84.000 millones de dólares de deuda en VAN 2004, a 32.000 millones—.

Asimismo, se espera que el alivio de deuda HIPC reduzca el servicio de deuda de los 28 países que ya han alcanzado el punto de decisión hasta por debajo del 10 por 100 —para estos países el servicio de la deuda suponía, en media, un 15,7 por 100 de sus exportaciones en 1998-1999, y fue del 7,3 por 100 en 2004—. En cuanto a la ratio de servicio de la deuda respecto a ingresos fiscales, éste ha bajado de un 30 por 100 en 2001 al 10 por 100 en 2005, después del alivio HIPC. Este alivio ha posibilitado el aumento de los gastos destinados a la reducción de la pobreza —de 5.900 millones a 10.800 millones de dólares en 2004—.

Reparto del coste entre acreedores

Los acreedores más afectados por las condonaciones derivadas de la HIPC son las instituciones financieras internacionales, que asumen un 52 por 100 del coste, y los bilaterales públicos —Club de París—, con un 36 por 100 del total. Los acreedores públicos no pertenecientes al Club de París representan un 9,5 por 100 del coste total, y los acreedores comerciales tan sólo un 2,4 por 100.

⁶ El valor actual neto del *stock* de deuda se define como la suma de todas las obligaciones futuras derivadas de la deuda descontadas al tipo de interés de mercado. Para realizar comparaciones entre países y estimar la carga de la deuda, el VAN es más adecuado que el valor nominal puesto que tiene en cuenta el grado de concesionalidad (tipos de interés, plazos) de la deuda contraída. Cuando el tipo de interés está por debajo del tipo de interés de mercado, el VAN de un determinado *stock* de deuda está por debajo de su valor nominal.

CUADRO 5
REPARTO DEL COSTE HIPC
POR CATEGORÍAS DE ACREEDOR

	Coste en VAN 2004	%
Costes totales	38,2	100,0
<i>Acreedores bilaterales</i>	18,3	47,9
Club de París	13,8	36,0
Otro bilateral oficial	3,6	9,5
Comercial	0,9	2,4
<i>Acreedores multilaterales</i>	19,9	52,1
Banco Mundial (AID, BIRD)	9,4	24,5
AID	9,0	23,6
BIRD	0,3	0,9
FMI	3,0	7,8
BAFD	3,3	8,8
BID	1,3	3,5
Otros	2,8	7,5

FUENTE: FMI, *HIPC Status of Implementation*, agosto 2005.

La participación de las instituciones multilaterales y de los acreedores del Club de París es bastante ágil y prácticamente inmediata a la llegada al punto de culminación de los países deudores. Sin embargo, la participación de los demás acreedores es más complicada. Los acreedores públicos no pertenecientes al Club de París implicados en la HIPC son 51, pero tan sólo ocho se mantienen completamente comprometidos con las exigencias de la HIPC. Los demás acreedores cumplen estas exigencias sólo en cierta medida. Según los últimos datos ofrecidos por el FMI, estos países habrían concedido tan sólo un 20 por 100 del alivio correspondiente a los países que ya han alcanzado el punto de culminación⁷. Las principales razones que justifican estos retrasos en el cumplimiento son, no la falta de voluntad, sino otras de orden más práctico: falta de una perfecta comprensión del funciona-

⁷ Si bien es cierto que en ocasiones, tras conceder ese alivio no se comunica al FMI, por lo que la condonación real puede ser mayor.

miento de la HIPC, restricciones legales internas que impiden o dificultan la condonación de deuda y también falta de contacto de los países HIPC beneficiarios con los acreedores no Club de París.

En cuanto a los acreedores comerciales, su participación es mucho menor, e incluso conflictiva, puesto que en ocasiones incluso llegan a litigar con el país deudor para exigirle los pagos de la deuda.

Valoración de la HIPC

Cualquier valoración de la HIPC debe partir del reconocimiento del avance que supone y de los grandes resultados que ha producido. Los datos recogidos en el apartado anterior ponen de manifiesto la sustancial reducción de deuda que esta iniciativa supone para los países beneficiarios.

En todo caso, esta valoración general no debe llevar a obviar las deficiencias que existen en la concepción y ejecución de la iniciativa que, de hecho, ha sido sometida a bastantes críticas que se refieren fundamentalmente al nivel de condonación —por insuficiente—, a la dispersión entre la condonación a unos países y a otros, a la condicionalidad —por excesiva— y a la lentitud en su aplicación.

En cuanto al nivel de condonación, se ha criticado la elección de los umbrales de sostenibilidad, por considerarlos demasiado elevados. Como resultado, hay países que, a pesar de haber superado el punto de culminación se encuentran ya en niveles de deuda insostenible.

En todo caso, ya se ha señalado que la mayor parte de los acreedores miembros del Club de París realizan condonaciones adicionales a las exigidas por el FMI, facilitando así la reducción de la deuda más allá de los límites estrictos de sostenibilidad. De hecho, una crítica justa en este sentido es la que señala que el FMI no debería tener en cuenta estos compromisos de condonación adicional a la hora de calcular la sostenibilidad en el punto de culminación, puesto que si los considera, éstos dejan de ser adicionales.

Finalmente, hay que señalar que los países HIPC —incluidos los que ya han alcanzado el punto de culminación— deben aplicar una política de precaución en la asunción de nuevo endeudamiento, y no entrar en una nueva espiral de insostenibilidad-condonación. En este sentido, algunos de los problemas citados de sobreendeudamiento de países que ya han rebasado ese hito de la HIPC no son achacables a problemas de tipo de cambio o de exportaciones sino de nuevo endeudamiento.

La crítica a la dispersión de los beneficios se basa en que el porcentaje de deuda condonada varía mucho de país a país —Nicaragua o Ruanda contaron con un factor común de reducción superior al 70 por 100, mientras que Malí o Benín se quedaron entre el 30 y el 40 por 100—. En término medio el factor común de reducción se sitúa en torno al 50 por 100⁸. A la vista de estos datos, es obvio que la dispersión existe, si bien cabe plantearse si ésta es negativa. De hecho una de las ventajas de la HIPC frente a las iniciativas anteriores es que se adapta a las necesidades de cada país y no concede condonaciones fijas. Lo que sí resulta muy importante es que sólo se premie a los países que se hagan merecedores de ello, lo cual entronca directamente con la necesidad de condicionalidad.

Algunas instituciones como la UNCTAD, consideran la condicionalidad excesiva. Sin embargo, el punto de partida en cualquier condonación de deuda debe ser la garantía de uso eficiente de los fondos liberados. Es un error identificar condonación de deuda con desarrollo, reducción de la pobreza o progreso. La condonación de deuda solo servirá a esos fines si está acompañada de las políticas adecuadas, que subsanen los errores que llevaron al sobreendeudamiento y que promuevan el desarrollo. De otra manera se corre el riesgo de financiar gastos ineficientes, corrupción o conflictos bélicos, con impacto muy

---

⁸ Según estudio realizado para los 27 países que entonces habían alcanzado el punto de decisión, en el documento «Beyond the HIPC Initiative», Daniel Cohen, Michèle Phamtan, Cristina Rampulla, Charles Vellutini, *Investment Development Consultancy*, marzo 2004 E.

negativo en la pobreza. Por lo tanto, la exigencia de condicionalidad debe acompañar cualquier iniciativa de este tipo. No obstante, es igualmente obvio que la condicionalidad exigida a estos países —los más pobres del mundo— debe estar acorde con su nivel de desarrollo institucional, no imponiendo medidas inalcanzables para estos países.

Por lo que se refiere a la lentitud en el avance de la HIPC, las críticas principales la relacionan con la condicionalidad excesiva. En este sentido, es cierto que tan sólo 18 países de los 38 elegibles han alcanzado el punto de culminación; sin embargo, recientemente se han acelerado los resultados del proceso (12 de los 18 puntos de culminación se han alcanzado entre 2003 y 2005, y se espera que otros nueve lo alcancen en lo que resta de 2005 y en 2006).

Ante el reconocimiento de estos defectos se ha tratado de mejorar la eficiencia de la HIPC de diversas maneras. El primer ejemplo fue el propio diseño de la HIPC reforzada (1999) con objeto de agilizarla y aumentar el alivio de deuda. Actualmente se trabaja en varios frentes: la aplicación total de la iniciativa a los países que todavía están en el proceso y otra serie de reformas (iniciativa para condonar el 100 por 100 de la deuda multilateral a los países HIPC) y la posible ampliación de la HIPC a un mayor número de países.

Posible ampliación de la iniciativa HIPC a un mayor número de países

En un principio, la iniciativa HIPC se diseñó con «fecha de caducidad» (*sunset clause*) de modo que sólo se consideraría potencialmente beneficiarios de la HIPC a los países que, en una determinada fecha, cumplieran las condiciones. Así se llegó a los 38 países actualmente participantes en el proceso HIPC, en una fase u otra.

Sin embargo, la HIPC ha ido prorrogando su validez en tres ocasiones y actualmente los términos de la *sunset clause* son los siguientes:

- Serán países potencialmente beneficiarios de la HIPC los que, a fines del 2004 tengan un nivel de deuda por encima del considerado sostenible.

- Estos países tienen de plazo hasta fines de 2006 para alcanzar el punto de decisión. Los países que en esa fecha no lo hayan alcanzado quedarán fuera de la HIPC.

Actualmente, el FMI y el Banco Mundial están trabajando en cerrar la lista de países potencialmente elegibles para la HIPC, sobre la base de cifras de finales de 2004. Dadas las deficiencias en los datos disponibles, todavía no se cuenta con información suficiente para tomar una decisión definitiva, por lo que se está trabajando con 13 países como potenciales beneficiarios.

Estos países son, por un lado, nueve de los que ya se habían identificado como posibles beneficiarios y que todavía no han alcanzado el punto de decisión—no se ha incluido Myanmar, por estar pendiente de disponerse de más información— y, a ellos se les añaden: Eritrea, Haití, Kirguistán y Nepal. Se espera contar con una lista cerrada de países potencialmente beneficiarios a principios de 2006.

El *stock* de deuda de los 13 países citados es de 58.000 millones de dólares en VAN 2004. La reducción de deuda que podrían recibir estaría en torno al 64 por 100

Iniciativa para la condonación del 100 por 100 de la deuda multilateral a los países HIPC

Como ya se ha dicho, los acreedores bilaterales públicos realizan condonaciones adicionales voluntarias por lo que, de hecho, realizan una condonación mayor que el «factor común de reducción» exigido por el FMI. Las instituciones financieras internacionales, sin embargo, se limitan al «factor común de reducción». En consecuencia, la estructura de la deuda de los países que ya han alcanzado el punto de culminación queda sesgada hacia un mayor peso de la deuda multilateral.

Por esta razón, y con el objetivo de profundizar en el alivio de deuda a los países HIPC los ministros de Finanzas del G-7, reunidos en Londres los días 10 y 11 de junio, realizaron una propuesta de condonación del 100 por 100 de la deuda de los países HIPC con ciertas instituciones financieras internacionales (Fondo Monetario

Internacional, Banco Mundial —Asociación Internacional de Desarrollo— y Banco Africano de Desarrollo). Esta propuesta fue posteriormente ratificada por los Jefes de Estado y de Gobierno del G-8 en su reunión del 6 al 8 de julio en Gleneagles, Escocia. Actualmente esta propuesta está en fase de discusión en las instituciones correspondientes. Los principales elementos de esta propuesta son los siguientes.

- Alcance de la condonación: Se condonará el 100 por 100 del *stock* de deuda multilateral de los países HIPC que lleguen al punto de culminación. Para los 18 países que ya han llegado al punto de culminación, el alivio de deuda será inmediato.

- Deuda multilateral elegible para la condonación: deuda contraída con el FMI, el Banco Mundial-AID- y el Banco Africano de Desarrollo.

Esta propuesta tiene el gran atractivo de contribuir a una mayor reducción de la deuda de los países HIPC. Según estimaciones de la Asociación Internacional de Desarrollo⁹, tras la condonación del 100 por 100 de la deuda multilateral con el FMI, el BM y el BAfD, la ratio deuda/exportaciones de los países que hayan pasado el punto de culminación caerá hasta el 52 por 100. La condonación total podría llegar a ascender a los 59.000 millones de dólares —aunque la cantidad exacta depende de los términos que finalmente se aprueben—.

No obstante, para que la propuesta sea operativa y no tenga efectos perversos todavía debe ser perfilada en varios de sus puntos.

En primer lugar, debe superarse el problema de la sostenibilidad financiera de las instituciones financieras internacionales. Si ésta se pone en peligro, se deteriorará su calidad crediticia lo cual se traduciría en un incremento del coste al que obtienen los recursos y, a su vez, en un encarecimiento en sus préstamos a los países que reciben financiación de estas institu-

ciones. Una parte del coste de la propuesta del G8 sería soportada en este caso por los países menos avanzados vía encarecimiento del préstamo que reciben. Para evitar este resultado no deseado será necesario que los países miembros de las instituciones financieras contribuyan con nueva financiación que evite ese deterioro de la solidez financiera. En el caso del FMI, la condonación relativa a los países que ya han alcanzado el punto de culminación se haría con los recursos ya disponibles, incluyendo la posibilidad de una revalorización o venta de sus reservas de oro. Para las demás instituciones serán necesarias nuevas contribuciones de los países miembros.

Por otro lado, si la condonación se realiza irrevocablemente en el momento del punto de culminación se pierden incentivos en el aspecto de la condicionalidad. Por esta razón, puede ser interesante que la iniciativa se articule mediante una condonación progresiva del *stock* de deuda, de modo que la condonación sea contingente al cumplimiento de la condicionalidad.

Por otro lado, pueden generarse problemas de equidad, tanto entre los países HIPC, como entre los HIPC y los no HIPC. Efectivamente, existe una asimetría clara en el tratamiento de los países HIPC africanos y los latinoamericanos (Nicaragua, Honduras, Bolivia y Guyana) ya que la propuesta no incluye la deuda contraída con el Banco Interamericano de Desarrollo ni con el Banco Centroamericano de Integración Económica, que son los mayores acreedores de esos países. Así, de no incluirse, la deuda de los países HIPC después de la aplicación sería, en promedio, el 37 por 100 de las exportaciones, para los países africanos, y el 88 por 100 para los países de Latinoamérica. Por lo tanto, en la concreción de esta iniciativa debe subsanarse esta asimetría.

Finalmente, respecto a los países de bajos ingresos no HIPC, la aplicación de esta propuesta llevaría a que los países HIPC acabaran con ratios de deuda muy inferiores, por lo que también deben estudiarse formas de que los tratamientos sean equitativos entre las distintas categorías de países.

⁹ «The G8 Debt Relief Proposal: Preliminary Costs and Issues», LAMB y LEIPZIGER, 27 julio, 2005.

4. La prevención del sobreendeudamiento: El nuevo marco de sostenibilidad del FMI y el Banco Mundial

En los anteriores epígrafes hemos analizado los intentos pasados y presentes de dar una solución a los problemas de deuda existentes. Éstos se han afrontado principalmente después de ocurrida una crisis (*ex post*), buscando las posibles vías de salida (nunca fáciles), pero cada vez se ha hecho más evidente la necesidad de complementar estas actuaciones y actuar *ex ante*, es decir, de prevenir el sobreendeudamiento.

En este sentido, una adecuada prevención permitiría, idealmente, evitar los altos costes y riesgos que las crisis conllevan para deudores, acreedores y el sistema financiero internacional. Aunque resulta imposible reducir a cero la probabilidad de una crisis (el riesgo de impago es consustancial a la existencia de crédito), sí que es posible, para los distintos agentes involucrados, dar importantes pasos para reducir la vulnerabilidad de los deudores y del sistema ante las crisis.

La prevención y los Gobiernos de los países deudores

La principal condición para evitar el sobreendeudamiento es la prudencia en materia fiscal del país deudor, con un control del déficit público que evite la acumulación de deuda. Ahora bien, esta recomendación general habitual puede ser completada por otras más concretas, que pueden facilitar la consecución de una posición fiscal sostenible.

Una de las medidas *ex ante* más recomendadas por el FMI¹⁰ para prevenir el sobreendeudamiento es una mayor flexibilidad cambiaria. En efecto, los países con un tipo de cambio artificialmente apreciado durante períodos prolongados de tiempo (por ejemplo, para esta-

blecer un ancla que suministre credibilidad para luchar contra la inflación) tienen incentivos a endeudarse en exceso con el exterior, al estar la deuda en divisas artificialmente abaratada. En el momento en el que la paridad se vuelve insostenible, el valor real de las deudas acumuladas se incrementa, haciéndose más difícil el servicio de la deuda. En cambio, un tipo de cambio más flexible (combinado con una política monetaria prudente) no genera tantos problemas de asunción de un exceso de deuda externa, al no abaratar artificialmente los productos extranjeros ni el crédito extranjero de forma persistente.

Otra medida institucional en la que se ha hecho énfasis es la supervisión del sector financiero. En sistemas bancarios con fondos de garantía de depósitos, o con una tendencia a realizar rescates bancarios para evitar pánicos financieros, las deudas de los bancos pueden constituir un pasivo implícito para el sector público en caso de que se produzcan crisis bancarias (lo que sería un pasivo contingente «fuera de balance»). La recomendación es la de incrementar la supervisión de estas entidades que gozan del privilegio de estar aseguradas por los contribuyentes, así como la de incrementar la transparencia al respecto de este tipo de pasivos contingentes. Esto reviste particular importancia para los mercados emergentes de países de renta media (como quedó patente tras la crisis asiática de 1997), pero también para los países de bajos ingresos, donde los vínculos entre los embrionarios sistemas financieros y los Estados pueden ser de gran opacidad.

La política de nuevo crédito: El nuevo marco de sostenibilidad del BM y FMI

Así como es posible hacer recomendaciones a los deudores en aras de la prevención del sobreendeudamiento, también es necesario fomentar la prudencia de los agentes públicos y privados que otorgan créditos. El principal incentivo para no otorgar préstamos imprudentes es el riesgo de impago, que es valorado mediante los análisis de sostenibilidad, pero se ha podido apreciar que

¹⁰ KRUEGER (2003). *Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?*

diversos países con problemas reconocidos de sostenibilidad han continuado recibiendo créditos, aunque en términos blandos, por parte de IFIs y gobiernos nacionales.

Es deseable, por lo tanto, una mejora en la consistencia de las políticas de crédito, y una revisión de los análisis de sostenibilidad realizados hasta la fecha por las IFIs. Éstos se basan, teóricamente, en la noción de que un país posee una deuda sostenible si el valor actual de sus superávits futuros por cuenta corriente es igual o superior al valor actual de su deuda externa. Ahora bien, la dificultad de hacer previsiones sobre capacidad fiscal ha llevado al uso de umbrales indicativos (como en el caso de la HIPC) que señalan una alta probabilidad de crisis.

A nivel teórico, una propuesta que ha tenido gran resonancia sobre el uso de este tipo de indicadores es la de la doctrina de la «intolerancia de la deuda». Su esencia es que los países con baja capacidad institucional (incluyendo corrupción, tradición de mala calidad de las políticas económicas, mala regulación) tienen mucha menos capacidad de mantener deuda¹¹. Estudios empíricos como los Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) apuntan a que diversos países en desarrollo presentan alto riesgo de crisis cuando su ratio deuda externa/PIB supera umbrales tan bajos como el 15-20 por 100. La clave está en incorporar la calidad de las políticas y del marco institucional a la hora de tratar de determinar si un país está sobreendeudado o no.

El Nuevo Marco de Sostenibilidad de la Deuda del FMI y del Banco Mundial, estudiado y aprobado entre marzo de 2004 y abril de 2005, trata, precisamente, de adoptar un marco de referencia para juzgar la sostenibilidad de la deuda de los países de bajos ingresos inclu-

yendo la dimensión de la calidad de las políticas de manera sistemática.

El objetivo principal del Nuevo Marco es el suministrar una guía para la oportunidad de la concesión de nuevos créditos¹². De este modo, si el endeudamiento de un país supera los umbrales reseñados en la tabla siguiente (basados en la evidencia empírica sobre incidencia de crisis procedente de estudios econométricos y modelos de alerta temprana —*early warning*— realizados por el personal de las IFIs), se destaca la necesidad de suministrar un mayor componente de los fondos de Ayuda al Desarrollo en forma de donación (Cuadro 6).

De este modo, se realiza una función señalizadora tanto para los gobiernos que suministren ayuda al desarrollo como a los agentes en general (sobre la conveniencia de conceder créditos) y a los propios países deudores. Ahora bien, los análisis de sostenibilidad que suministre el Fondo también incluirán las especificidades de cada país, en particular las probabilidades de *shocks* derivadas, por ejemplo, de la volatilidad del precio de las exportaciones. Entre las limitaciones del marco podemos señalar los problemas de sensibilidad de los valores de deuda al tipo de interés internacional, así como las polémicas en torno a la medición de la capacidad institucional por medio del índice CPIA, cuyos valores concretos no son públicos.

Para las IFIs, este marco va a tener aplicación directa, guiando la composición de los flujos de donaciones y créditos que canalicen. En la práctica, aquellos países que sobrepasen los umbrales recibirán un mayor componente de donación, aunque se modulará la cuantía de los flujos de tal manera que no se «premie» a los países por endeudarse más¹³.

¹¹ Por poner un ejemplo claro, el considerar que un país en desarrollo presenta una situación de deuda sostenible porque cumple el criterio de Maastricht de deuda/PIB inferior al 60 por 100 (que sería el estándar europeo para niveles sostenibles de endeudamiento) representa un grave error: Esto omitiría que una carga de deuda del 60 por 100 del PIB es mucho más dura para países en desarrollo que para un país desarrollado, por su menor capacidad fiscal, principalmente, aunque también por la menor capacidad de generar divisas en economías poco abiertas o diversificadas (por ser en moneda extranjera la mayor parte de su deuda).

¹² FMI y AID: *Debt Sustainability in LICs: Further Considerations ...* (septiembre de 2004) página 3.

¹³ La AID aplicará un coeficiente de reducción sobre el volumen de donaciones concedido a países que reciban un mayor componente de donaciones por estar más endeudados. Esto es necesario para preservar la equidad entre países receptores y evitar problemas de incentivos perversos a endeudarse en exceso. FMI y AID (septiembre 2004): *Debt Sustainability in LICs: Further Considerations...* páginas 34-35.

CUADRO 6

**UMBRALES DE SOSTENIBILIDAD
SEGÚN EL NUEVO MARCO
DEL FMI/BANCO MUNDIAL
(En %)**

	Fortaleza institucional y de políticas económicas		
	Pobre	Media	Alta
VAN (Deuda)/PIB	30	40	50
VAN (Deuda)/Exportaciones	100	150	200
Servicio deuda/Exportaciones . . .	15	20	25
VAN (Deuda)/Ingresos fiscales. . .	200	250	300

FUENTE: FMI, Banco Mundial.

En conjunto, esta iniciativa suministra un marco bien definido, que puede tener importantes posibilidades para incrementar la coherencia de la política de nuevo crédito tanto de las instituciones multilaterales como de los gobiernos nacionales.

5. Fortalecimiento del marco de resolución de crisis de deuda

El marco institucional del sistema financiero internacional es un aspecto fundamental que determina las posibilidades de que la resolución de crisis de deuda se pueda producir de la forma más ordenada y menos traumática posible para las partes. En este sentido, para las deudas soberanas, un problema es que no son aplicables los procedimientos que las legislaciones concursales nacionales establecen para la suspensión de pagos o quiebra. No existe un marco legislativo internacional¹⁴ que regule procedimientos de este tipo¹⁵.

¹⁴ El marco actual de resolución de crisis consiste principalmente en instituciones como el FMI, el Banco Mundial, y el Club de París, pero no podemos hablar de un marco legislativo integrado.

¹⁵ La razón principal para que no exista es el problema de la cesión de soberanía. En particular, se hace evidente en la institución de un

Esto reviste particular importancia para los países en desarrollo con posibilidades para emitir bonos internacionales, que presentan el atractivo fundamental de que no exigen condicionalidad, pero tienen el inconveniente principal de la dificultad de coordinar a una gran diversidad de acreedores en caso de que haya que reestructurar la deuda. Otro elemento que introduce complicaciones en la resolución (y prevención) de crisis son los rescates financieros por parte de las IFIs, que han podido introducir problemas de riesgo moral, al establecer incentivos perversos a un crédito imprudente.

Desde el año 2000, con el objetivo de establecer procedimientos de resolución de crisis ordenados, predecibles y que coordinen a los acreedores, se ha trabajado en dos direcciones complementarias para reformar el ordenamiento de las reestructuraciones: una estatutaria, tomando como referente la legislación concursal estadounidense sobre suspensiones de pagos (especialmente su famoso Capítulo 11), plasmada en la propuesta de un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM), conocido por sus siglas en inglés) y otra de aplicación voluntaria, basada en las cláusulas de acción colectiva (CACs), la innovación financiera y la institución de un código de buena conducta.

El Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM)

El SDRM es una iniciativa del FMI, y muy especialmente de su subdirectora gerente, Anne Krueger. En palabras de la misma Krueger, el SDRM constituiría un marco legal a través del cual realizar las reestructuraciones de deuda, de cara a que éstas sean más fáciles y rápidas de realizar, en beneficio de todas las partes. Es decir, constituiría una especie de legislación concursal

proceso internacional de quiebras, que, de ser análogo al aplicable en las legislaciones nacionales, requeriría el embargo de los bienes de un Estado, algo incompatible con su soberanía.

internacional que afectaría a la deuda soberana emitida en territorio distinto al del Estado emisor¹⁶. El mecanismo incluiría procedimientos para la reestructuración por mayoría cualificada —que sería vinculante para todos los acreedores—, así como para la suspensión de las demandas judiciales, para evitar comportamientos de *free rider* por parte de algunos acreedores. A cambio, la propuesta incluiría mecanismos de coordinación entre acreedores, como la creación de un organismo de solución de disputas referentes a las reestructuraciones, que permitiría centralizar y dar mayor coherencia a su resolución, ahorrando costes a todas las partes. También se incluirían provisiones para que, bajo consentimiento de una mayoría cualificada de acreedores, una parte de las deudas pueda quedar fuera del ámbito de una reestructuración, y permitir así que el país pueda seguir recibiendo financiación.

El principal objetivo del SDRM es acortar y hacer más ordenados los procesos de reestructuración de deuda, suministrando mayor confianza a los agentes en el sistema financiero internacional. Ahora bien, los problemas de naturaleza legal para poder instituir un SDRM son numerosos (no siendo el menor de ellos la preocupación por el papel y el poder que pueda tener el FMI en el mecanismo), y su diseño revestiría gran complejidad en comparación con el otro frente de actuaciones mencionado, las voluntarias. Por estas razones, el SDRM nunca llegó a ser aprobado por el FMI, quedando por el momento aparcado.

Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)

Las CACs son cláusulas incorporadas a los contratos de bonos internacionales que permiten la reestructuración por una mayoría cualificada de tenedores¹⁷, y sería vinculante para todos ellos. Es el principal tipo de cláusula, pero también son importantes las CACs que limitan los liti-

gios¹⁸. De esta manera, se evita el problema del veto que pueden ejercer unos pocos tenedores sobre una reestructuración, o el entorpecimiento de las mismas por los litigios. Por último, otras cláusulas introducen la posibilidad del adelanto de pagos¹⁹. A cambio, también se incluyen provisiones contractuales para garantizar determinados niveles de información por parte de los Estados deudores.

La inclusión de CACs se está generalizando en los últimos años. México, Brasil, Belice, Guatemala, Sudáfrica, entre otros, han emitido bonos con cláusulas de acción colectiva en 2003²⁰. Ante unas reticencias iniciales, en las que se temía que los bonos con este tipo de cláusulas sufrieran de una mayor prima de riesgo, finalmente está siendo la solución que está gozando de mayor aceptación y aplicación práctica, sin apenas penalización en el precio de las emisiones.

La innovación financiera en la deuda soberana

Otro campo con importantes posibilidades en materia de prevención y ordenación de las crisis financieras es la innovación financiera. En los años noventa y principios de la presente década, se ha extendido, tanto en países desarrollados (EE UU en particular) como en países emergentes de renta media (como Brasil), una innovación financiera sustancial en los títulos de deuda soberana: los bonos indexados a la inflación. Estos bonos, en moneda nacional, tienen la principal virtud de asegurar al tenedor una protección contra la posible inflación en que pueda incurrir el Estado deudor. A cambio, los intereses suelen ser considerablemente menores al desaparecer la prima de riesgo por inflación. Este

¹⁸ Este tipo de cláusulas condicionan las posibilidades de llevar a los tribunales a los Estados Soberanos a la participación de un número significativo de acreedores (en muchos casos, al menos el 25 por 100 del volumen de la emisión).

¹⁹ Para adelantos de pagos, la mayoría se suele establecer en el 25 por 100.

²⁰ Belice, Brasil y Guatemala han emitido bonos con CACs que exigen una mayoría cualificada del 85 por 100 de la emisión para reestructurar. Las de Turquía y Perú, por su parte, requerían mayorías del 75 por 100.

¹⁶ La deuda pública interna no entraría en el ámbito del SDRM.

¹⁷ Esta mayoría cualificada o supermayoría suele situarse en torno al 75 por 100 del volumen de la emisión.

tipo de bonos tienen la virtud de reducir el servicio de la deuda y las necesidades de divisas, incentivando a los Estados a no incurrir en inflación y ayudando a los países a financiarse con mayor facilidad.

Otra innovación financiera propuesta, que todavía no se ha puesto en práctica, son los bonos indexados al PIB. Constituirían un tipo de pasivo que involucraría al acreedor en las fortunas del país (medidas por el crecimiento del PIB), así como, en caso de crisis económica, reduciría la carga de intereses para el deudor. De este modo, los intereses de deudor y acreedor estarían completamente alineados, al mismo tiempo que se introduciría un tipo de estabilizador automático en la economía.

También se ha propuesto la indexación de los bonos a los precios de distintas materias primas de las que dependan los ingresos fiscales de los Estados (petróleo, café, cacao), o a las exportaciones, lo cual constituiría un tipo de seguro contra los *shocks* adversos. Las virtudes serían similares a las de los bonos indexados al PIB, pero con la dificultad añadida de que la valoración de los bonos por parte del sector privado se haría más compleja, reduciendo el atractivo de este tipo de emisiones. A su vez, la liquidez de este tipo de bonos podría constituir un verdadero problema, al pertenecer a países con escaso peso económico. Por otra parte, existe un buen sustituto de este tipo de emisiones, como sería la cobertura de riesgos (*hedging*) en los mercados de futuros y opciones. Ahora bien, tanto la gestión del riesgo mediante operaciones de derivados como la emisión de bonos con indexación real requieren de importantes capacidades de gestión y de cálculo por parte de los Tesoros de los países de bajos ingresos, algo que dista mucho de las posibilidades de Estados débiles y con limitada capacidad institucional como los que existen en la realidad.

Códigos de buena conducta

También podemos mencionar las propuestas para la adopción de un código de conducta voluntario en materia de deuda soberana. Este código incluiría los principios esenciales deseables en el comportamiento de los deudo-

res (entre ellos, buena fe, diálogo regular con los acreedores, buenas políticas que permitan el pago futuro de la deuda, distribución transparente de información) y de los acreedores (coordinación, reparto equitativo de la carga, preservar la posición financiera del deudor). Hay diversas propuestas en este sentido, como la del Banco de Francia o la del Institute for International Finance (IIF). Su principal atractivo es, a la vez, su principal desventaja, y es el no contar con carácter vinculante. En todo caso, constituyen una referencia de gran utilidad para la resolución de crisis.

6. Conclusión

Las situaciones de sobreendeudamiento representan un auténtico problema estructural para un gran número de países y suponen una de las principales debilidades del sistema financiero internacional.

Para el grupo de países más pobres este problema viene arrastrándose durante años, sin que haya sido posible encontrar una solución definitiva. Por esta razón se ha llegado a iniciativas muy ambiciosas, como la HIPC, con sus propuestas de ampliación actuales.

En todo caso, las soluciones al problema del sobreendeudamiento no son sencillas. Normalmente se tiende a sobrevalorar los méritos de la condonación de deuda asumiendo que, una vez concedida ésta, la consecuencia directa e ineludible es el desarrollo y la reducción de la pobreza. Sin embargo un análisis de ese tipo es excesivamente optimista y superficial. El sobreendeudamiento no es sino otro de los síntomas del subdesarrollo, y no la causa. Por esta razón, las condonaciones de deuda no resultarán eficaces si no van acompañadas de medidas que ataquen la raíz de los problemas. De otro modo se corre el riesgo —frecuente en la realidad— de entrar en espirales de condonación-sobreendeudamiento.

Por eso, las iniciativas sobre deuda deben incidir siempre en el acompañamiento de políticas adecuadas y atender a la posible creación de incentivos perversos, por ejemplo, la erosión de la cultura de crédito en los países en desarrollo al dar a entender que no es necesario atender a los pagos de deuda.

En todo caso, el riesgo de crisis de deuda resulta consustancial a todo sistema de crédito internacional, por lo que debe continuarse en el trabajo por facilitar y agilizar la resolución ordenada de las mismas.

Asimismo, por esta razón, las políticas más adecuadas frente al sobreendeudamiento serán siempre las basadas en la prevención y en la aplicación de políticas macroeconómicas sólidas y prudentes. Fuera de ese contexto es ilusorio confiar en que no vayan a producirse crisis de deuda.

Referencias bibliográficas

- [1] ALLEN, M.; ROSENBERG, Ch.; KELLER, C.; SETSER, B. y ROUBINI, N. (2005): «A Balance Sheet Approach to Financial Crises», *IMF Working Paper*, diciembre de 2002. Accesible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02210.pdf> (a septiembre).
- [2] BORENSZTEIN, E.; CHAMON, M.; JEANNE, O.; MAURO, P. y ZETTELMEYER, J. (2004): «Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention», *IMF Occasional Paper*, 237.
- [3] COHEN, D.; PHAMTAN, M.; RAMPULLA, C. y VELLUTINI, Ch. (2004): «Beyond the HIPC Initiative», Investment Development Consultancy.
- [4] EICHENGREEN, B.; KLETZER, K. y MODY, A. (2005): «Crisis Resolution: Next Steps». *MF Working Paper*, octubre de 2003. Accesible en: FELDSTEIN, Martin: Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management, NBER Working Paper, marzo de 2002. Disponible en: <http://papers.nber.org/papers/w8837.pdf> (a septiembre).
- [5] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) y ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE DESARROLLO (AID) (2004): *Debt Sustainability in Low Income Countries: Further Considerations on an Operational Framework and Policy Implications* (septiembre de 2004). Accesible en FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) y ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE DESARROLLO (AID) (2005): *Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries-Further Considerations* (marzo).
- [6] FMI (2005): *HIPC Status of Implementation* agosto.
- [7] KRAAY, A. y NEHRU, V. (2005): «When is External Debt Sustainable?» *World Bank Policy Research Working Paper* 3.200, febrero de 2004. Accesible en <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2003/lic/pdf/kn.pdf> (a septiembre).
- [8] KROSZNER, R. (2004): «Mejorar la Reestructuración de la Deuda Soberana» (agosto). Accesible en: www.elcato.org/publicaciones/libros/lib-987932918x-2004-08-20.html
- [9] KRUEGER, A. (2005): «Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?» enero 2003. Discurso pronunciado en la American Economic Association, Washington. Accesible en www.imf.org/external/np/speeches/2003/010403.htm (a septiembre).
- [10] LAMB, G. y LEIPZIGER, D. (2005): «The G8 Debt Relief Proposal: Preliminary Costs and Issues».
- [11] MANASSE, P., ROUBINI, N., SCHIMMELPFENNIG, A. (2003): «Predicting Sovereign Debt Crises», *IMF Working Paper WP* 03/221.
- [12] MUÑOZ MUÑOZ, L. (2004): «Deuda y Desarrollo: Evolución reciente y situación actual», en *Jornadas sobre Economía Internacional y Economía Europea: Retos y Alternativas*. Ed. UNED, Ciudad de Ceuta. ISBN 84-931556-9-7. Una excelente revisión de los principales debates actuales sobre deuda externa.
- [13] REINHART, C.; ROGOFF, K. y SAVASTANO, M. A. (2005): «Debt Intolerance». agosto de 2003. *NBER Working Paper no.* 9.908. Accesible en: <http://www.nber.org/papers/w9908> (a septiembre).
- [14] UNCTAD, *Economic Development in Africa. Debt Sustainability: Oasis or Mirage?*