

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA EN UNA ARQUITECTURA FINANCIERA-LEGAL CON HUECOS

ARTÍCULO

MARTIN GUZMÁN*

Introducción	611
I. ¿Cuándo es necesario reestructurar deudas?	613
A. La concepción de sostenibilidad del FMI	614
B. El caso de Grecia (2008-2016).....	616
II. Necesidad pero no suficiencia de la reestructuración de deuda para recuperar la capacidad de crecimiento.....	618
III. Marcos imperantes para reestructuración de deuda y sus consecuencias	619
IV. Los fondos buitres.....	623
V. La naturaleza de un contrato de deuda	625
Conclusión.....	626

INTRODUCCIÓN

LAS LEYES Y REGULACIONES QUE GOBIERNAN LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL deberían contribuir a que la economía global funcione *bien*.¹ Entre las funciones que deberían cumplir está la de proveer las condiciones para que las crisis económicas y sociales asociadas a una crisis de deuda se puedan resolver sin rezagos ineficientes.

El esquema actual dista de ser el ideal. Una de las grandes fallas producto del conjunto de reglas que gobiernan la globalización moderna es la incapacidad para resolver problemas de demanda agregada deficiente, tanto a nivel de un país en crisis como a nivel global. Uno de los factores de más peso para esto es la imposibilidad de resolver correctamente las crisis de deuda soberana. En su lugar, lo que observamos son largas demoras en resolver situaciones donde las deudas de los países se vuelven insostenibles, se agravan los fenómenos de recesiones y se convierten frecuentemente en profundas depresiones económicas en las que el nivel

* Columbia University GSB, IIEP-BAIRES (UBA-CONICET), CIGI y UNLP. Correo electrónico: mg3463@columbia.edu. El autor agradece los valiosos comentarios y sugerencias de Juan Pablo Bohoslavsky, José Bernardo Márquez, director de la Revista Jurídica de la Universidad de Puerto Rico, y a Luis Morano por su excelente asistencia durante la investigación.

¹ El concepto de *bien* debe ser definido, pero en general un buen funcionamiento de la economía global estaría asociado con principios de eficiencia, conservación del ambiente y equidad.

de actividad cae estrepitosamente. Además, bajo estas condiciones crecen el desempleo, la desigualdad, la pobreza y el descontento social.

La imposibilidad de resolver situaciones de insolvencia conduce a una *suma negativa*.² No solo la situación del deudor empeora, sino que el tamaño de lo que se puede repartir entre los acreedores también es mucho menor. La particularidad del “orden” actual es que, a pesar de que la suma es negativa, no todos pierden, sino que unos pocos participantes del mercado ganan. Este conjunto de ganadores se compone de dos grupos: aquellos que en la literatura se han ganado el epíteto de *fondos buitres* y los acreedores que se benefician de las acciones que realiza el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los primeros son inversores especializados en comprar deuda en estado de *default* a una fracción baja de su precio en los mercados secundarios, para luego litigar contra el país emisor de la deuda en la jurisdicción bajo cuya ley esa deuda fue emitida. Los segundos se benefician de los *préstamos en mora* que realiza el FMI en el marco de su programa de préstamos en situaciones en las que el FMI equivocadamente determina que la deuda es sostenible (por lo que no debe ser reestructurada) y consecuentemente presta bajo ciertas condiciones que tienden a empeorar el estado de la economía con problemas de deuda.

Tanto la cuestión de la falta de marcos legales multinacionales para reestructurar deudas soberanas como la influencia del marco de préstamos del FMI en la resolución de crisis de deuda están recibiendo una atención creciente en la literatura.³ Sin embargo, ambos puntos han sido tratados de forma separada cuando en realidad existen interrelaciones profundas entre ellos. Este artículo se ocupa de describir las falencias observadas en ambos frentes y sus consecuencias; también se analiza cómo las interrelaciones entre ellos derivan en dificultades severas para poder implementar las reformas necesarias en los marcos internacionales para las reestructuraciones de deuda soberana.

² Martin Guzmán & Joseph E. Stiglitz, *Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES (Martin Guzmán et al. eds., 2016).

³ Para una discusión sobre el primer punto, véase, por ejemplo los primeros capítulos de TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES (Martin Guzmán et al. eds., 2016). Véase también Charles W. Mooney Jr., *A No-Tribunal SDRM and the Means of Binding Creditors to the Terms of a Restructuring Plan*, 6 J. OF GLOBALIZATION & DEV. 215 (2015); Steven L. Schwarcz, *Sovereign Debt Restructuring: A Model-Law Approach*, 6 J. OF GLOBALIZATION & DEV. 343 (2015); Skylar Brooks & Domenico Lombardi, *Private Creditor Power and Politics of Sovereign Debt Governance*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra*, en las págs. 56-58. Para una discusión sobre el segundo punto, véase MARTIN GUZMÁN, DEFINITIONAL ISSUES IN THE IMF DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS FRAMEWORK (2016), https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no.77_web.pdf; SKYLAR BROOKS ET AL., IDENTIFYING AND RESOLVING INTER-CREDITOR AND DEBTOR-CREDITOR EQUITY ISSUES IN SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING (2015), https://cigionline.org/sites/default/files/pb_no53.pdf; Martin Guzman & Daniel Heymann, *The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems*, 6 J. OF GLOBALIZATION & DEV. 387 (2015); Stephen C. Nelson, *Playing Favorites: How Shared Beliefs Shape the IMF's Lending Decisions*, 68 INT'L ORG. 297 (2014), http://journals.cambridge.org/abstract_s0020818313000477; DAVID ROSNICK & MARK WEISBROT, POLITICAL FORECASTING? THE IMF'S FLAWED GROWTH PROJECTIONS FOR ARGENTINA AND VENEZUELA (2007), http://cepr.net/documents/publications/imf_forecasting_2007_04.pdf.

I. ¿CUÁNDO ES NECESARIO REESTRUCTURAR DEUDAS?

Se considera que la deuda pública debe ser reestructurada cuando no es sostenible, lo que nos conduce a la ardua tarea de definir qué entendemos por *sostenibilidad* de la deuda.⁴ La tarea es compleja especialmente en el caso de deudores soberanos. Si llevamos el concepto de capacidad de repago al extremo, se podría argumentar que un país casi siempre tiene capacidad de repagar sus deudas, ya que usualmente tiene una capacidad recaudatoria superior al monto adeudado. Sin embargo, ese criterio de sostenibilidad no es aceptado. La aplicación de un concepto tan abarcador podría conducir a violaciones de derechos humanos básicos como, por ejemplo: el impago de salarios o recortes al suministro público de servicios básicos.⁵

Una definición tan abusiva también violaría otro principio económico básico: la necesidad de que los deudores insolventes puedan tener un “comienzo fresco” en pos del funcionamiento eficiente del sistema económico. Desde una perspectiva puramente económica, aún ignorando la posible violación de derechos humanos básicos, el castigo a un deudor insolvente con pena de muerte tampoco conduciría a un funcionamiento eficiente del sistema ya que un deudor muerto no puede pagar sus deudas. De igual manera, una nación que no produce, tampoco podría hacerlo.

Las definiciones generalmente utilizadas se refieren a la capacidad de mantener estable el *ratio* de la deuda sobre el producto. La estabilidad consistente de ese *ratio* requiere que el numerador (la deuda) no crezca más rápido que el denominador (el producto); puede haber múltiples senderos que garanticen esa condición.⁶ Por ejemplo, una economía con crecimiento nominal negativo requiere un *superávit* primario que le permita reducir la deuda en forma proporcional a la

4 Véase Daniel Heymann, *Macroeconomics of Broken Promises*, en *MACROECONOMICS IN THE SMALL AND THE LARGE* 74 (Roger E.A. Farmer ed., 2007).

5 “Bajo ciertos instrumentos legales internacionales (como la Convención Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Legales), los individuos tienen derecho a alimentación, vivienda, educación básica y los máximos estándares de salud que puedan ser alcanzados, entre otras cosas”. Dustin Sharp, *The Significance of Human Rights for the Debt of Countries in Transition*, en *MAKING SOVEREIGN FINANCING AND HUMAN RIGHTS WORK* 47, 48 (Juan Pablo Bohoslavsky & Jernej Letnar Černič eds., 2014) (traducción suplida). Asimismo, en 1999, la Comisión de Derechos Humanos de las Naciones Unidas señaló que los ajustes de gastos no pueden ignorar las condiciones humanas. Véase Comm’n on Human Rights Res. 1999/22, U.N. Doc. E/1999/22 at 96 (23 de abril de 1999), <http://www.un.org/en/terrorism/pdfs/2/G9914457.pdf>. Véase también Matthias Goldmann, *Human Rights and Sovereign Debt Workouts*, en *MAKING SOVEREIGN FINANCING AND HUMAN RIGHTS WORK*, *supra*, en la pág. 79.

6 En el campo de la economía hay extensa literatura sobre equilibrios múltiples que alude a este punto en particular. Véase, por ejemplo Guillermo A. Calvo, *Servicing the Public Debt: The Role of Expectations*, 78 *THE AM. ECON. REV.* 647 (1988); Marcus Miller & Lei Zhang, *Saving the Euro: Self-fulfilling Crisis and the ‘Draghi Put’*, en *LIFE AFTER DEBT: THE ORIGINS AND RESOLUTIONS OF DEBT CRISIS* 227 (Joseph Stiglitz & Daniel Heymann, eds., 2014); João Ayres *et al.*, *Sovereign Default: The Role of Expectations* (Fed. Res. Bank of Minneapolis, Res. Dep’t, Working Paper No. 723, 2015), <https://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp723.pdf>.

caída del producto. En cambio, una economía que crece puede estabilizar ese *ratio*, aun con *déficits* fiscales, en la medida en que el crecimiento de la deuda no sea mayor que el crecimiento del producto nominal.

En la práctica, al juzgar la sostenibilidad de la deuda pública, se hace referencia implícita a la capacidad del deudor de repagar sus deudas en el escenario más virtuoso al que puedan conducir las políticas económicas. El analista que evalúa la sostenibilidad de la deuda realiza el juicio sobre cuál de los cursos de políticas posibles llevaría al mejor de los escenarios. Este punto es crítico porque pueden haber distintas visiones sobre cuál es el curso de políticas más acertado para conducir a una situación de sostenibilidad. Por ejemplo, algunos pueden considerar que un curso de políticas que se enfoca en mejorar inmediatamente el resultado fiscal primario puede generar una contracción del producto nominal que resulte en efectos contraproducentes sobre la sostenibilidad. Sin embargo, otros pueden considerar ese curso como el razonable, argumentando que el resultado más probable sería que el *ratio* de deuda sobre el producto caiga. Tomar una posición sobre la deseabilidad de un curso de política fiscal particular implica formar creencias sobre el tamaño de los multiplicadores fiscales asociados.

A. *La concepción de sostenibilidad del FMI*

En el campo de la reestructuración de deuda soberana, las consideraciones del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda pública son fundamentales, ya que el FMI puede otorgar préstamos a aquellos países con acceso al mercado de crédito internacional que en cierto momento no puedan hacer frente en sus pagos a los acreedores, pero que en su juicio sean considerados solventes. La definición de sostenibilidad del marco para el análisis de sostenibilidad de deuda (en adelante, “D.S.A.”, por sus siglas en inglés, referidas a *Debt Sustainability Analysis*) ha ido evolucionado a lo largo de las distintas revisiones de tal marco.⁷ No obstante, en todos los casos la variable central para juzgar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda es el resultado fiscal primario. Además, el curso de políticas con mayor capacidad para asegurar la sostenibilidad incluye los ajustes fiscales como el elemento principal. En el D.S.A. original se define lo siguiente:

The fiscal policy stance can be regarded as unsustainable if, in the absence of adjustment, sooner or later the government would not be able to service its debt

⁷ Véase THE POL’Y DEV. AND REV. DEP’T, IMF, ASSESSING SUSTAINABILITY (2002) <https://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>; THE FISCAL AFF. DEP’T & THE STRATEGY, POL’Y, AND REV. DEP’T, IMF, MODERNIZING THE FRAMEWORK FOR FISCAL POLICY AND PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS (2011) [en adelante, “MODERNIZING THE FRAMEWORK”], <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>; THE STRATEGY, POL’Y, AND REV. DEP’T IN & FISCAL AFF. DEP’T, IMF, STAFF GUIDANCE NOTE FOR PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS IN MARKET-ACCESS COUNTRIES, (2013) [en adelante, “STAFF GUIDANCE”], <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

[sic]. If no realistic fiscal adjustment can prevent this situation from arising, not only fiscal policy, but also public debt would be unsustainable.⁸

Más recientemente se define:

[P]ublic debt can be regarded as sustainable when the primary balance needed to at least stabilize debt under both the baseline and realistic shock scenarios is economically and politically feasible, such that the level of debt is consistent with an acceptable low rollover risk and with preserving potential growth at a satisfactory level. Conversely, if no realistic adjustment in the primary balance—i.e., one that is both economically and politically feasible—can bring debt to below such a level, public debt would be considered unsustainable.⁹

Las evaluaciones del FMI sobre sostenibilidad de la deuda en los países que están enfrentando dificultades para crecer han sido, generalmente, deficientes en los últimos años.¹⁰ En la mayoría de los casos, el FMI tiende a sobreestimar la velocidad de recuperación de tales economías.¹¹ La evidencia muestra un excesivo optimismo sobre las consecuencias de los programas económicos *sugeridos*.¹² Una de las implicaciones de este fenómeno es la creación de inequidades entre acreedores, cuyo alcance es mayor si en el grupo de acreedores incluimos a aquellos llamados *acreedores informales*. Ejemplos de este tipo de acreedores son los trabajadores y jubilados que no tienen un contrato formal de deuda con el deudor, pero son un grupo con los que un soberano tiene obligaciones y quienes más pierden por el agravamiento de la situación económica de su país. Al sobreestimar la capacidad de repago de un país en crisis, se incrementa la probabilidad de que el FMI decida prestarle a ese país en situaciones de mora. Cuando esto ocurre y las condiciones asociadas al préstamo empeoran la situación de esa economía, aquellos acreedores, cuyos reclamos se materializarán en un futuro alejado, ven decrecer el valor esperado de sus acreencias. No olvidemos que un país que produce menos es un país con menor probabilidad de poder repagar. Sin embargo, aquellos acreedores a quienes se les paga con esos fondos mejoran su posición en lo que respecta a un mundo sin intervención, en el que la probabilidad de que pudiesen cobrar sus acreencias era menor que la efectivamente realizada.

⁸ THE FISCAL AFF. DEP'T, MODERNIZING THE FRAMEWORK, *supra* nota 7, en la pág. 5.

⁹ THE STRATEGY, POL'Y, AND REV. DEP'T, STAFF GUIDANCE NOTE, *supra* nota 7, en la pág. 4.

¹⁰ Guzmán & Heymann, *supra* nota 3.

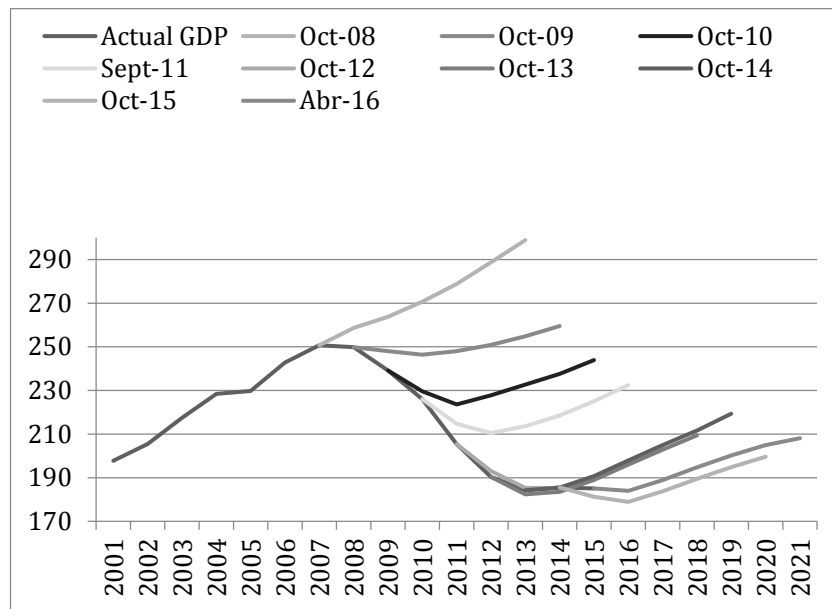
¹¹ Véase ROSNICK & WEISBROT, *supra* nota 3 (donde se discute, además, el excesivo pesimismo con países que siguen políticas diferentes a las generalmente sugeridas). Véase también Allan Timmermann, *An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts* (IMF, Res. Dep't, Working Paper No. 06/59, 2006), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0659.pdf> (donde se discute el excesivo pesimismo sobre el tamaño de los multiplicadores fiscales).

¹² Olivier Blanchard & Daniel Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers* (IMF, Res. Dep't, Working Paper No. 13/1, 2013), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>.

B. El caso de Grecia (2008-2016)

El caso de Grecia es un ejemplo de los notables errores de estimación en la velocidad de recuperación de una economía en crisis. La Gráfica 1 muestra cómo desde el comienzo de la recesión de 2008 el FMI sobreestimaba el nivel del Producto Interno Bruto (PIB) del país y cómo esos errores de estimación se mantienen en el tiempo, año tras año, revisión tras revisión.

GRÁFICA 1. GREECE ACTUAL GDP AND IMF'S WEO FORECASTS INDEX: 2001=100



Tales consideraciones de estimación permitieron que el FMI pudiese prestar en varias ocasiones; primero, por considerar que la deuda era sostenible y, luego, por considerar que un *default* griego podía tener efectos sistémicos. Por lo tanto, era necesario considerar tal escenario como una excepción bajo la cual las decisiones de préstamos del FMI no debían seguir el esquema de otras economías cuyas caídas no generan contagio.¹³ En el caso de Grecia no solo el FMI participó de los llamados planes de “rescate”, sino que también lo hicieron los países de la Unión Europea y el Banco Central Europeo (conjunto al cual se le reconoce como “la Troika”).

¹³ Véase SUSAN SCHADLER, THE IMF'S PREFERRED CREDITOR STATUS: DOES IT STILL MAKE SENSE AFTER THE EURO CRISIS? (2014), https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_pb_37_1.pdf. *Contagio* se refiere a situaciones en las que un *shock* negativo sobre un agente se transmite (por ejemplo, vía vínculos financieros) a contrapartes relacionadas al agente sobre el que originalmente recae el *shock*.

Las inequidades entre acreedores, descritas anteriormente, se volvieron particularmente intensas en este contexto. Del monto total de los fondos de rescate que recibió Grecia desde el comienzo de la recesión, aproximadamente el 90 por ciento fue utilizado para pagarle a acreedores existentes, lo que deja tan solo un minúsculo 10 por ciento en manos del Gobierno para implementar políticas económicas que le permitiesen lidiar con la crisis.¹⁴ Sin embargo, mientras a ese conjunto de acreedores les fue relativamente bien, a la economía le fue muy mal. El PBI cayó 25 por ciento durante ese período; el desempleo escaló hasta 25 por ciento, y el desempleo juvenil llegó al 55 por ciento. Ni siquiera el *ratio* de deuda sobre el producto logró estabilizarse, en su lugar, creció de 105 por ciento en 2008 a 177.1 por ciento en 2014.

Yanis Varoufakis, ministro de economía de Grecia desde enero hasta septiembre de 2015,¹⁵ describió los supuestos en los que se basó el programa impuesto por la Troika a Grecia y cómo condujo a una “trampa de la austeridad”.¹⁶ El programa definía el año 2019 como la fecha en que las metas delineadas debían ser alcanzadas. El objetivo principal era reducir el *ratio* de deuda nominal sobre ingreso nacional a 139.4 por ciento, partiendo del valor de 177.1 por ciento en 2014. El supuesto subyacente era que una vez que el *ratio* de deuda sobre producto bajase a 120 por ciento en el año 2020, los mercados volverían a prestarle dinero a Grecia. Sobre este valor subjetivo no hay, en principio, ningún fundamento económico para generar el pronosticado cambio en los comportamientos. Debido a que el Gobierno griego se había comprometido a repagar la deuda en una cantidad de 25.1 por ciento del PBI acumulado durante el mismo período, la consolidación de la deuda total debía alcanzar el valor -históricamente récord- de 62.8 por ciento del PBI de Grecia entre el período 2015-2019 para alcanzar la meta definida.

Los analistas de la Troika emplearon un conjunto de supuestos secuenciales para mostrar que ese plan era factible. Primero, valoraron los activos públicos a 7 por ciento del producto, como si su valor fuese exógeno, es decir, como si no respondiese a la evolución de la situación económica del País. Luego, presumieron que el PBI nominal crecería a un total de 27.3 por ciento y que además la situación de deflación se tornaría en una situación de baja inflación que haría que el valor

¹⁴ El New York Times reportó: “Much of the previous bailout funds have gone to pay off Greek bonds held by private investors and other eurozone governments, rather than stoke growth”. Jack Ewing & Liz Alderman, *Bailout Money Goes to Greece, Only to Flow Out Again*, N.Y. TIMES (30 de julio de 2015), http://www.nytimes.com/2015/07/31/business/bailout-money-goes-to-greece-only-to-flow-out-again.html?_r=0 (última visita 7 de abril de 2016). Por su parte, The Guardian reportó lo siguiente: “Less than 10% of the bailout money was used by the government for reforming its economy and safeguarding weaker members of society”. Phillip Inman, *Where did the Greek Bailout Money Go?*, THE GUARDIAN (29 de junio de 2015), <http://www.theguardian.com/world/2015/jun/29/where-did-the-greek-bailout-money-go> (última visita 7 de abril de 2016).

¹⁵ La fecha de su renuncia coincide con la aceptación por parte del Gobierno griego del programa de “rescate” propuesto por la Troika, que mantenía los elementos de austeridad fiscal e imposibilidad de reducir el valor nominal de la deuda que venían caracterizando a los acuerdos anteriores.

¹⁶ Yanis Varoufakis, *Greek Debt Denial: A Modest Debt Restructuring Proposal and Why It Was Ignored*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra* nota 3, en las págs. 84-108.

de la deuda sobre el PBI cayera 8.6 por ciento más. Bajo estos supuestos, lo que quedaba era alcanzar una reducción de deuda de 19.9 por ciento del PBI durante el período de aplicación del plan. ¿Cómo se conseguiría este monto? Con superávit primarios. De allí que se estableciera el objetivo irreal de 3.5 por ciento de superávit primario en el año 2015 y 4.5 por ciento a partir del 2016. Tal esquema ignora el impacto negativo de semejante *superávit* primario sobre la inversión y la demanda agregada. Así es como propicia el ambiente para la “trampa de la austeridad”. La trampa se alcanza cuando los *superávits* primarios necesarios para alcanzar la meta de deuda sobre producto son de tal magnitud que afectan el nivel de actividad, tornando demasiado optimistas los supuestos sobre la tasa de crecimiento futuro y haciendo que el *ratio* de deuda sobre producto aumente.

II. NECESIDAD PERO NO SUFICIENCIA DE LA REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA PARA RECUPERAR LA CAPACIDAD DE CRECIMIENTO

Cuando un país en recesión enfrenta un monto de deuda *insostenible*, la reestructuración de su deuda es una condición necesaria para poder volver a crecer.¹⁷ De no darse este proceso, no podrá contar con los recursos para implementar el conjunto de políticas macroeconómicas que son necesarias para la recuperación. Sin embargo, generalmente, la reestructuración no es una condición suficiente. Si el alivio de deuda no se acompaña de otros cambios que permitan que la economía transite de la inestabilidad en que se encontraba hacia un escenario estable -que no sea de estancamiento-, tal alivio solo resultaría transitorio; excepto en casos en que sean accidentales las razones que hayan conducido a niveles excesivos de deuda, en relación a la capacidad de repago del país, como por ejemplo, un desastre natural que se entienda como un evento *raro*, cuya probabilidad de ocurrencia posterior no sea significativa. La reestructuración debe venir acompañada de cambios en las razones *fundamentales* que condujeron al problema de insostenibilidad.

Una situación de insostenibilidad de deuda indica que en algún momento del tiempo el país experimentó un nivel de gasto que resultó ser inconsistente con su capacidad para generar ingresos. Cuando la inconsistencia se revela, las contracciones del gasto del sector privado tienden a generar un problema inverso: escasez de gasto o de demanda agregada.¹⁸ Si la reestructuración de la deuda le permite al

¹⁷ La definición de *reestructuración* es la empleada por Das, Papaioannou y Trebesch: “[U]na reestructuración puede definirse como el intercambio de instrumentos de deuda soberana en circulación, tales como préstamos o bonos, a cambio de nuevos instrumentos o dinero en efectivo a través de un proceso legal”. Udaibir S. Das et al., *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts 7* (IMF, Monetary and Cap. Mkt. Dep’t., Working Paper No. 12/203, 2012), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>. (traducción suplida).

¹⁸ Véase una descripción de estos mecanismos en Daniel Heymann & Pablo Sanguinetti, *Business Cycles from Misperceived Trends*, 27 *ECON. NOTES* 205 (1998); Daniel Heymann et. al., *Learning about Trends: Spending and Credit Fluctuations in Open Economies*, en *MONETARY THEORY AS A BASIS FOR MONETARY POLICY* 173 (Axel Leijonhufvud ed., 2001); MARTIN GUZMÁN & JOSEPH STIGLITZ, *A THEORY OF*

sector público llevar a cabo políticas que expandan la demanda agregada, la economía probablemente se recuperará. Sin embargo, esa recuperación será solo de corto plazo si no se atacan los problemas que llevaron -en primer lugar- a una baja capacidad de expansión de la oferta.

Por un lado, para países que son altamente dependientes de *commodities* pero que no pretenden cambiar su estructura productiva,¹⁹ una alternativa para lidiar con la vulnerabilidad inducida por la volatilidad de los términos de intercambio es el establecimiento de fondos anticíclicos o fondos de riqueza soberana. Por otro lado, para los países que sí buscan transformar su estructura productiva, el instrumento macro más adecuado es el de *tipo de cambio real*. Este instrumento busca transformar el modo de generar una dinámica de crecimiento cualitativa y cuantitativa. No obstante, para que las políticas de *cambio real* sean efectivas, generalmente deben ser acompañadas de otras políticas que incrementen la elasticidad de la oferta a la ventaja que se persigue como, por ejemplo, las políticas industriales, la inversión en infraestructura, educación, e investigación y desarrollo.²⁰ Finalmente, para los países que no tienen autonomía para implementar sus propias políticas monetarias, como Grecia o Puerto Rico al momento en que se escribe este artículo, resolver los problemas estructurales es notablemente más difícil; sobre todo si no hay cooperación con las regiones que determinan el valor del tipo de cambio de la moneda que esos países usan.

III. MARCOS IMPERANTES PARA REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA Y SUS CONSECUENCIAS

Los mecanismos para las reestructuraciones de deuda deben buscar el cumplimiento de objetivos básicos de eficiencia y equidad. La eficiencia se refiere tanto a la etapa anterior al acuerdo de un contrato de deuda entre un acreedor y un deudor, como a la etapa que se abre si se da la contingencia que el deudor no pueda hacer frente a su obligación contractual.²¹

El equilibrio del mercado está caracterizado por fallas de coordinación en los procesos de negociación que justifican la existencia de leyes de quiebra para resolver situaciones de insolvencia en las que se involucran múltiples acreedores. Sin

PSEUDO WEALTH (2015), <http://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/2015%20Theory%20of%20Pseudo%20Wealth.pdf>.

¹⁹ Los *commodities* son bienes básicos, de escasa diferenciación dentro de cada categoría, que se comercian internacionalmente. Algunos ejemplos son el petróleo, los metales preciosos, la soja, etc.

²⁰ Véase MARTIN GUZMÁN ET AL., REAL EXCHANGE RATE POLICIES FOR ECONOMIC DEVELOPMENT (2016), http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/97_2016.pdf, para un análisis más detallado de estas cuestiones. Véase Martin Rapetti, *Macroeconomic Policy Coordination in a Competitive Real Exchange Rate Strategy for Development*, 3 J. OF GLOBALIZATION & DEV. 1 (2013), para un análisis de los desafíos de coordinación con otras políticas macro que la implementación de políticas de tipo de cambio real competitivo conlleva.

²¹ Refiérase a la sección V de este artículo titulada *La naturaleza de un contrato de deuda* para una discusión abarcadora del tema. Véase además TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra* nota 3, en las págs. 1-76, para un análisis detallado de estos asuntos.

embargo, estas leyes existen para las corporaciones y, en ciertos países, para unidades de gobiernos locales como municipalidades, pero no hay un marco equivalente para los deudores soberanos.

En ausencia de marcos legales para reestructurar deudas, estos procesos se llevan a cabo mediante una negociación descentralizada, en la que el deudor debe negociar sobre múltiples series de bonos y múltiples tipos de deuda con múltiples acreedores, posiblemente con diferentes capacidades para negociar. Tales negociaciones tienden a resolverse a base del poder de negociación de las distintas partes involucradas y no –como pensaríamos– a base de principios de eficiencia y de equidad. Los resultados pueden ser (y en la práctica la mayoría de las veces son) nefastos. El resultado esperado es que los enormes costos que tiene una reestructuración de este tipo desincentive a los gobiernos de los países con problemas de sostenibilidad a iniciar un proceso de reestructuración. Finalmente, cuando el proceso se lleva a cabo, el alivio de deuda tiende a ser insuficiente para restaurar la sostenibilidad y recrear las condiciones para la recuperación del nivel de actividad económica. Se trata de un reconocido síndrome llamado “demasiado poco, demasiado tarde”.²² La evidencia sobre la insuficiencia de las reestructuraciones soberanas es abrumadora. Las estadísticas indican que con alta frecuencia las reestructuraciones que se realizan, en los marcos deficientes actuales no son suficientes para restaurar la sostenibilidad, y poco tiempo después son seguidas de otra reestructuración o *default*. La Tabla 1 que se muestra a continuación ilustra este fenómeno.²³ Allí se muestra por país y para el total de los países cuál es la frecuencia con que una reestructuración con acreedores privados es seguida de otra reestructuración con acreedores privados o un *default* en los cinco años subsiguientes, desde 1980 al 2014.²⁴ Las reestructuraciones con acreedores privados que contaron con reestructuraciones adicionales o *default* dentro de esa ventana de tiempo sumaron 51 por ciento.²⁵

²² Véase IMF, STRENGTHENING THE CONTRACTUAL FRAMEWORK TO ADDRESS COLLECTIVE ACTION PROBLEMS IN SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING (2014), <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>; Martín Guzmán *et al.*, *Introduction*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra* nota 3, en la pág. xiii.

²³ Los datos de reestructuraciones de países soberanos con acreedores privados corresponden a Juan J. Cruces & Christoph Trebesch, *Sovereign Defaults: The Price of Haircuts*, AM. ECON. J.: MACROECONOMICS, oct. 2011, en la pág. 85.

²⁴ La tabla fue creada por el autor del artículo tras revisar las siguientes fuentes: David T. Beers & Jean-Sebastien Nadeau, *Introducing a New Database of Sovereign Defaults* (28 de febrero de 2014) (escrito no publicado) (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2609162); Cruces & Trebesch, *supra* nota 23; Udaibir S. Das *et al.*, *supra* nota 17.

²⁵ Véase Tabla 1.

Tabla 1. REESTRUCTURACIONES CON ACREEDORES PRIVADOS

País	Frecuencia	Núm. de reestructuraciones
Albania	0.00	1
Algeria	0.50	2
Argentina	0.25	4
Belice	0.00	2
Bolivia	0.50	2
Bosnia y Herzegovina	1.00	1
Brasil	0.83	6
Bulgaria	0.00	1
Camerún	0.00	1
Chile	0.80	5
Congo	0.00	2
Costa de Marfil	0.00	3
Costa Rica	0.67	3
Croacia	0.00	1
Cuba	0.67	3
Dominica	0.00	1
Ecuador	0.50	6
Eslovenia	0.00	1
Etiopía	0.00	1
Filipinas	1.00	4
Gabón	0.50	2
Gambia	0.00	1
Grecia	0.00	1
Granada	0.00	1
Guinea	0.00	2
Guyana	0.00	2
Honduras	0.00	2
Iraq	0.00	1
Jamaica	0.80	5
Jordania	0.00	1
Kenia	0.00	1
Liberia	0.00	2
Macedonia	0.00	1
Madagascar	0.75	4
Malawi	0.50	2

Marruecos	0.67	3
Mauritania	0.00	1
México	0.83	6
Moldova	0.50	2
Mozambique	0.00	2
Nicaragua	0.50	6
Níger	0.67	3
Nigeria	0.86	7
Pakistán	1.00	2
Panamá	0.33	3
Paraguay	0.00	1
Perú	0.33	3
Polania	0.88	8
República Democrática del Congo	0.86	7
República Dominicana	0.25	4
Rumania	0.67	3
Rusia	0.75	4
San Cristóbal y Nieves	0.00	1
Santo Tomé y Príncipe	0.00	1
Senegal	0.50	4
Serbia y Montenegro	0.00	1
Seychelles	0.00	1
Sierra Leona	0.00	1
Sudáfrica	0.67	3
Sudán	0.00	1
Tanzanía	0.00	1
Togo	0.00	2
Trinidad y Tobago	0.00	1
Turquía	0.50	2
Uganda	0.00	1
Ucrania	0.75	4
Uruguay	0.60	5
Venezuela	1.00	3
Vietnam	0.00	1
Yemen	0.00	1
Yugoslavia	0.75	4
Zambia	0.00	1
Total	0.51	182

En ausencia de un marco legal adecuado existen diferentes consecuencias del proceso de reestructuración de deuda. A esos efectos, la Casa Blanca en su informe sobre las acciones sugeridas por la administración del presidente Obama para resolver la crisis de Puerto Rico, provee una de las citas más ilustrativas de dichas consecuencias:

Puerto Rico's debt stock is highly complex. More than 20 creditor committees have already formed around Puerto Rico's 18 different debt issuers, each with its own competing interests. This will make it very difficult for Puerto Rico to negotiate a voluntary restructuring on a timely basis. A court-supervised process would help ensure fair treatment to all parties. The alternative—an untested and potentially disorderly process with numerous creditor lawsuits and years of litigation—would depress the local economy, increase costs, and make long-term recovery harder to achieve. Absent an orderly process, all stakeholders stand to lose in the face of continued deterioration of Puerto Rico's economic and financial conditions and ongoing uncertainty.²⁶

La consecuencia de no poder realizar una reestructuración que restaure la sostenibilidad es que se impide la recuperación económica. En un contexto estocástico, la probabilidad de que una reestructuración restaure la sostenibilidad de la deuda aumenta de acuerdo al tamaño del alivio que recibe. La evidencia, consistente con la teoría, muestra que países cuyas reestructuraciones incluyen un mayor alivio de deuda exhiben un desempeño económico superior en su etapa post-reestructuración.²⁷

IV. LOS FONDOS BUITRE

En los marcos actuales, todo país que sufre una crisis de deuda está expuesto al curso de acción de los *fondos buitres*, que pueden hacer imposible el fin de una reestructuración. Los *fondos buitres* son agentes especializados en explotar los huecos legales del sistema. Su *modus operandi* consiste en comprar deuda en mercados secundarios que está a punto de entrar en *default* o que ya ha entrado en ese estado a una fracción del valor de su principal.²⁸ Luego, la estrategia es litigar contra el país emisor en los juzgados en cuya jurisdicción esa deuda fue emitida. En

²⁶ ADDRESSING PUERTO RICO'S ECONOMIC AND FISCAL CRISIS AND CREATING A PATH TO RECOVERY: ROADMAP FOR CONGRESSIONAL ACTION (2015), https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/roadmap_for_congressional_action__puerto_rico_final.pdf.

²⁷ Carmen M. Reinhardt & Christoph Trebesch, *Sovereign debt relief and its aftermath*, 14 J. EUR. ECON. ASS'N 215 (2016).

²⁸ La información sobre *defaults* soberanos se extrae de Database of Sovereign Defaults del Banco de Canadá, que contiene datos de *defaults* con el FMI, Banco Mundial, Club de París, acreedores privados, *defaults* en moneda extranjera con bancos, *defaults* de bonos en moneda extranjera y *defaults* con otros acreedores oficiales. David T. Beers & Jean-Sebastien Nadeau, *Introducing a New Database of Sovereign Defaults* (28 de febrero de 2014) (escrito no publicado) (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2609162). Se define como *default* a situaciones en las que

el litigio, reclaman el pago completo del valor del principal, más intereses regulares que pueden haber incluido una compensación por el riesgo de *default*, e intereses “compensatorios” por el impago en los términos del contrato original, que en la práctica son punitivos.

En caso de obtener un fallo favorable, lo cual se ha convertido prácticamente en la norma, el retorno que obtienen es exorbitante. Por ejemplo, en el caso de Argentina luego del *default* de 2001, en el que los fondos buitres han tenido un rol protagónico, obtuvieron un fallo favorable. Dependiendo de la fecha en la que hayan comprado la deuda en *default* y de la fecha en que hayan iniciado el litigio, el fallo les puede haber generado un retorno superior al 1000 por ciento sobre su inversión inicial.²⁹

Desde el punto de vista global, su presencia genera un problema de riesgo moral que convierte al mercado de deuda soberana severamente ineficiente. La razón es que ante la expectativa de retornos tan altos asociados a estrategias de este tipo, se incentiva a los otros tenedores de bonos a perseguir comportamientos similares -o simplemente a seguir el liderazgo de un fondo buitres, negándose a formar parte de la reestructuración, esperando el fallo favorable al fondo buitres, y luego pidiendo un tratamiento similar, como ocurrió en muchos casos en la disputa de Argentina en la justicia estadounidense-. Por consiguiente, si esta estrategia se generalizara, sería imposible para un deudor agobiado poder reestructurar su deuda (en la práctica, el mismo acto de *default* indica que la deuda no puede ser repagada en su totalidad). Anticipándose a esta situación, el funcionamiento del sistema variaría. El crédito disponible en este equilibrio alternativo tendería a ser menor, mientras lo más probable es que el país entre en un terreno de insostenibilidad, por lo que los países más afectados serían los más volátiles, que tienden a ser las economías que potencialmente más pueden beneficiarse del

el servicio de deuda no se paga en la fecha de vencimiento (o dentro de un período de gracia especificado), los pagos no se realizan dentro del marco de tiempo especificado bajo una garantía, o, simplemente en presencia de un incumplimiento de pagos, donde en cualquier de las siguientes circunstancias los acreedores incurren en pérdidas en materia económica sobre la deuda soberana que poseen: acuerdos entre los gobiernos y los acreedores que reducen las tasas de interés y/o se extienden vencimientos de la deuda pendiente; ofertas de intercambio por parte del gobierno en cuestión donde se cambia deuda existente por nueva deuda en condiciones menos convenientes; compras gubernamentales de deuda con descuentos sustanciales a la par; redenominación de deuda en moneda extranjera en nuevas obligaciones en moneda local en condiciones menos convenientes; *swaps* de deuda soberana por patrimonio propio (en general se refiere a programas de privatización) en condiciones menos convenientes, o conversión de cartas del banco central en nueva moneda por menos del valor nominal equivalente.

²⁹ Juan José Cruces & Tim Samples, *Settling Sovereign Debt's Trial of the Century* (28 de enero de 2016) (escrito no publicado) (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2719282). Al momento en que se escribe este artículo, Argentina ha negociado una quita del 27.5 por ciento sobre el valor de la tenencia de los fondos buitres y otros *holdouts* reconocido en el fallo de la justicia estadounidense. Bajo los términos negociados, si el acuerdo entre el Gobierno y los tenedores de bonos es aprobado por el Congreso argentino, los fondos buitres estarían obteniendo un retorno exorbitante, de alrededor del 38 por ciento anual sobre un período de 8 años (el retorno exacto depende de a qué precio hayan comprado los bonos en *default*, lo que depende de la fecha en que lo hicieron y de cuánto hayan obtenido el fallo favorable).

acceso al crédito. La evidencia sugiere que un problema mayor es el fuerte crecimiento del nivel de litigios en reestructuraciones de deuda soberana en las últimas dos décadas.³⁰

Desde el punto de vista individual de los países deudores, la posibilidad de estos comportamientos propicia conductas precautorias tanto al momento de la emisión de deuda como al momento de pensar en una reestructuración. Por ejemplo, se observa extremo cuidado en cuanto al lenguaje que se utiliza en los contratos de deuda. Recientemente, la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (en adelante, "I.C.M.A.", por sus siglas en inglés) sugirió un nuevo modelo de acción colectiva que busca mejorar el anteriormente utilizado por los acreedores para lidiar con estos problemas.³¹

El reconocimiento de la necesidad de resolver este problema está impulsando cambios en la legislación e iniciativas globales que en el futuro podrían ser de utilidad para los deudores soberanos. Por ejemplo, Bélgica aprobó recientemente (julio de 2015) una ley anti-buitre que no permitirá que quienes compran deuda en *default* puedan demandar judicialmente más que el valor pagado por esa deuda. De igual manera, la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó un conjunto de principios para las reestructuraciones de deuda soberana que en el futuro podrían formar la base de un marco multinacional para llevar adelante estos procesos.³²

V. LA NATURALEZA DE UN CONTRATO DE DEUDA

Un contrato de deuda es un acuerdo voluntario entre dos partes: el deudor y el acreedor. Los contratos de deuda soberana son, en su lenguaje, no contingentes,

³⁰ JULIAN SCHUMACHER *ET AL.*, SOVEREIGN DEFAULTS IN COURT (2014), https://ae624e09-a-62cb3a1a-s-sites.googlegroups.com/site/christophrebesch/research/SovereignDefaultsInCourt.pdf?attachauth=ANoY7crnhh4RpSudeBty-CqfuXbT4h-T6peQMWwlOdiPUkjSzunn7pUEruGpEeWiodqwogMY_qn9Z3SwQQWkXLRMuVderTKnKUNJAmR8kkQyaS59mvyuZBzP3EUCCDrBVrg9yh6TbhZRGHNigJiaV4exovFr6CLK4GY_NoNpxTtXnCN4Faf35i-lr7QTshLHZRoT9oKh_k_eC4P-72NhTT5oxL-OCMptE4DPNsac6JHGwaWgtq5TQvgzmsbkS4jv_QCPHxokMg3&attredirects=o.

³¹ Véase *Sovereign Debt Information*, ICMA (2014), <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/> (última visita 10 de abril de 2016); Anna Gelpern *et al.*, *Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra* nota 3, en la pág. 109; Joseph E. Stiglitz & Martin Guzmán, *Debeaking the Vulture*. PROJECT SYNDICATE (1 de octubre de 2014), <http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-on-the-efforts-to-remove-new-legal-obsacles-to-sovereign-debt-restructuring-2014-10?barrier=true> (última visita 7 de abril de 2016) (donde se discute el argumento de por qué a pesar de constituir una mejora, esta nueva propuesta es insuficiente para resolver de forma general las ineficiencias e inequidades que generan los marcos actuales para reestructurar deudas); Joseph E. Stiglitz & Martin Guzmán, *A Rule of Law for Sovereign Debt*, PROJECT SYNDICATE (15 de junio de 2015) [en adelante, "Rule of Law"], <http://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-debt-restructuring-by-joseph-e-stiglitz-and-martin-guzman-2015-06?barrier=true> (última visita 7 de abril de 2016).

³² Véase Yuefen Li, *The Long March towards an International Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring*, 6 J. OF GLOBALIZATION & DEV. 329 (2015); Stiglitz & Guzmán, *A Rule of Law*, *supra*, nota 31.

ya que establecen qué tasa de interés pagará el deudor por el préstamo recibido y cuándo se amortizará el capital, sin especificar concretamente en qué estados el préstamo no se repagará. Sin embargo, en la práctica existe como elemento de contingencia el impago o *default* en ciertos estados, que lleva a que el contrato de deuda incluya una prima por el riesgo de *default* en la tasa de interés pactada. Por lo tanto, las interpretaciones simplistas de estos contratos que aseguran que siempre y bajo toda circunstancia la promesa de repago debe cumplirse son incorrectas e inconsistentes. Por construcción del acuerdo entre el deudor y el acreedor, se entendía que el *default* era una posibilidad y el acreedor era compensado por ello.

Bajo la ley de Nueva York, la deuda en *default* paga una tasa adicional *compensatoria* de 9 por ciento anual desde el momento del *default* hasta la existencia de un fallo judicial sobre el contrato. Esto constituye un doble castigo para el deudor: paga una tasa de interés más alta que la libre de riesgo cuando no hace *default*, y luego paga una compensación altísima por el período en que no pudo repagar.

CONCLUSIÓN

Los marcos imperantes para reestructurar deuda soberana (llamados un *no-sistema* por Guzmán, Ocampo y Stiglitz),³³ están generando severas ineficiencias e inequidades, tanto entre deudores y acreedores, como entre acreedores mismos.³⁴ Hay dos razones fundamentales en esta estructura deficiente: (1) la falta de un marco multinacional legal para regular la forma en que se desarrollan estos procesos, y (2) la forma en que funciona en la práctica el marco de préstamos del FMI.

Lo que observamos en el esquema actual es un equilibrio que es socialmente subóptimo, asociado a esquemas de negociación que conducen a sumas negativas. En principio, transitar desde un juego de suma negativa a uno de suma positiva no debería ser tan difícil si todas las partes tuviesen algo por ganar. No obstante, este no es el caso actual. El equilibrio que impera no solamente es de suma negativa, sino que es uno en el que los retornos de los actores involucrados son dispares (pues para algunos de ellos el retorno del no-sistema imperante es positivo). El funcionamiento del marco de préstamos del FMI conduce a tal equilibrio negativo de la siguiente manera: (1) teniendo la posibilidad de prestar en mora a deudores no insolventes; (2) subestimando la necesidad de reestructurar de los países en crisis, y (3) prestando bajo condiciones que empeoran la capacidad de repago del deudor en el largo plazo. Este panorama genera una transferencia de recursos desde los acreedores que no se benefician de los *fondos de rescate* aportados al país (incluyendo a los *acreedores informales*, es decir, los trabajadores, jubilados y pensionados con quienes el soberano también tiene obligaciones) hacia los que sí obtienen repago de sus acreencias con estos fondos.

³³ Guzmán *et al.*, en TOO LITTLE, TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES, *supra* nota 3, en las págs. XIII-XXII.

³⁴ SKYLAR BROOKS *ET AL.*, *supra* nota 3.

Es un esquema en el que hay actores cruciales que se benefician del *statu quo*. Por consiguiente, implementar reformas en pos de un mejor funcionamiento general de los mercados de deuda soberano será difícil de llevar a cabo. Por lo tanto, el diseño de las políticas de deuda por parte de los países que recurren a los mercados de crédito internacionales deberá tener en cuenta las restricciones que impone el sistema actual en el futuro inmediato y, posiblemente, también a largo plazo.