



## Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

Distr. general  
10 de agosto de 2015  
Español  
Original: inglés

### Junta de Comercio y Desarrollo

#### 62º período de sesiones

Ginebra, 14 a 25 de septiembre de 2015

Tema 2 a) del programa provisional

#### Procesos multilaterales para la gestión de la deuda externa soberana

### Estrategias de desarrollo en un mundo globalizado: Procesos multilaterales para la gestión de la deuda soberana

#### Nota de la secretaría de UNCTAD

#### *Resumen*

En el presente documento se resumen los principales aspectos del análisis de la situación de la deuda externa soberana de los países en desarrollo y los países con economías en transición, tal como se exponen en el capítulo V del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2015* de próxima publicación. Se ofrece aquí un breve panorama de los problemas básicos de la deuda externa de los países en desarrollo y se analizan las principales tendencias en la evolución de los indicadores y la composición de la deuda externa. A continuación se analizan las causas fundamentales de las crisis de deuda de los países en desarrollo en la presente economía global y se estudian las características esenciales y las limitaciones del sistema actualmente fragmentado de reestructuración de la deuda soberana. Por último, se analizan distintas propuestas para mejorar los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, en particular un enfoque estatutario de carácter multilateral.



## I. Principales problemas de la deuda externa

1. En el documento se aborda una deficiencia antigua del sistema monetario y financiero internacional, a saber, la falta de un mecanismo eficaz que permita una mejor gestión de las crisis de deuda externa. Se dedica especial atención a la deuda soberana, ya que, aun cuando las crisis a menudo tengan origen en el sector privado, suelen dar lugar a un sobreendeudamiento público y a un largo período de dificultades económicas y sociales. Aunque las estimaciones varían, según las conclusiones de un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI) las crisis han restado entre 5 y 10 puntos porcentuales a las cifras de crecimiento y al cabo de ocho años, la producción seguía siendo alrededor de un 10% inferior a la tendencia del país<sup>1</sup>. En los últimos años se ha desarrollado una conciencia internacional acerca de la necesidad de considerar la adopción de enfoques más eficaces para la solución de los problemas de endeudamiento soberano, como ha quedado de manifiesto en una serie de conferencias y resoluciones de las Naciones Unidas<sup>2</sup>.

2. En las ocho mayores crisis recientes de las economías emergentes (en México en 1994, y luego en Tailandia, Indonesia, la República de Corea, la Federación de Rusia, Brasil, Turquía y por fin la Argentina en 2001), una proporción considerable de la deuda privada, interna y externa, fue socializada a través de una serie de rescates públicos, a menudo mediante la recapitalización de bancos insolventes, lo que aumentó los niveles de la deuda soberana. Durante la reciente crisis de la eurozona se reprodujeron prácticamente las mismas pautas en Irlanda y España.

3. La deuda externa no es un problema en sí misma. De hecho, los instrumentos de deuda son un elemento importante de toda estrategia de financiación. Sin embargo, es fácil que se convierta en un problema cuando el endeudamiento externo no va acompañado de inversión productiva, o cuando un país deudor neto se ve afectado por una perturbación externa que reduce su capacidad de reembolsar la deuda. En tales circunstancias, las obligaciones del deudor pueden superar rápidamente su capacidad de generar los recursos necesarios para afrontarlas. Si las obligaciones no se ven compensadas por la afluencia de nuevos créditos, el servicio de la deuda externa supondrá una transferencia de recursos al resto del mundo que, de ser importante, reducirá el gasto interno y el crecimiento en el país deudor. A su vez, esto podrá reducir la capacidad del país para efectuar los pagos a su vencimiento.

4. Los niveles de endeudamiento externo elevados no responden a las mismas causas ni surten los mismos efectos en todos los grupos de economías. En la mayoría de los países de bajos ingresos, se deben a un déficit crónico por cuenta corriente, que refleja básicamente unas capacidades exportadoras limitadas y una gran dependencia de las importaciones tanto para consumo como para inversión. La mayoría de los capitales que han provocado directamente la deuda de esas economías proceden de fuentes oficiales. Por el contrario, en varios países de ingresos medios que están mucho más integrados en el sistema financiero internacional, el principal factor de acumulación de un gran volumen de deuda externa ha sido la creciente facilitación del acceso a los mercados financieros internacionales y al crédito privado desde mediados del decenio de 1970. Una parte considerable de los capitales que llegaron a esos países excedía las necesidades de financiación de los déficits por cuenta corriente y fue a parar a los capitales privados exportados por los residentes o a las reservas acumuladas por los bancos centrales.

5. La sostenibilidad de la carga de la deuda externa depende de la relación entre el crecimiento de los ingresos internos o procedentes de las exportaciones, y las tasas

<sup>1</sup> D. Furceri y A. Zdzienicka, 2011, How costly are debt crises?, documento de trabajo WP/11/280, FMI.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, las resoluciones 64/191, 65/144, 66/189, 67/198, 68/202 y 68/304 de la Asamblea General.

medias de interés y el perfil de madurez de la deuda. Así pues, en la medida en que las entradas de capital extranjero se destinen a desarrollar las capacidades productivas, ayudarán a impulsar los ingresos internos y las ganancias derivadas de las exportaciones necesarios para el servicio de la deuda. Sin embargo, cuando la deuda externa es el resultado de un aumento de las entradas de capital privado muy elevado en relación con el producto interno bruto del país, y si dichas entradas no responden a las necesidades corrientes de financiación del comercio y la inversión, pueden provocar burbujas económicas, sobrevaloración monetaria, importaciones superfluas e inestabilidad macroeconómica, incrementando así el riesgo de impago de la deuda.

6. La sostenibilidad de la deuda externa depende asimismo de su estructura y composición. La definición usual de la deuda externa bruta (la utilizada en el presente documento) se basa en el criterio de residencia, que se refiere a los derechos de no residentes sobre recursos de la economía deudora. Otros criterios que sirven para distinguir la deuda interna de la externa son su denominación, en moneda nacional o en moneda extranjera, y la jurisdicción aplicable a la emisión. Cuando la mayor parte de la deuda externa consistía en préstamos, los criterios de residencia, denominación monetaria y jurisdicción solían coincidir (es decir, el prestamista era no residente y el préstamo estaba denominado en moneda extranjera con arreglo a legislación extranjera). Desde comienzos de los años noventa la situación es muy distinta. En las dos últimas décadas, el aumento de la deuda pendiente ha ido acompañado de una transformación de los instrumentos de la deuda, con la sustitución de los préstamos bancarios sindicados por bonos de deuda, que presentan mayor liquidez. Dado que los bonos emitidos en moneda nacional con arreglo a las leyes nacionales pueden ser adquiridos por inversores extranjeros y que, a su vez, la deuda soberana denominada en moneda extranjera puede ser adquirida por residentes nacionales, hay una porción de la deuda que podría considerarse externa según ciertos criterios e interna según otros.

7. Un factor determinante de la sostenibilidad de la deuda será la cantidad de deuda emitida en moneda extranjera, ya que, para asumir el servicio de esta, el deudor no solo deberá generar los ingresos necesarios sino que además tendrá que adquirir las divisas correspondientes. Su capacidad para hacerlo dependerá de la situación de su balanza de pagos. No obstante, puede surgir además un grave dilema de políticas, ya que la devaluación de la moneda nacional y la adopción de políticas macroeconómicas rigurosas con el fin de mejorar los resultados de las exportaciones, también provocarían un aumento del valor real de la deuda externa denominada en divisas y reducirían los ingresos del deudor.

8. La mayoría de los países de altos ingresos, últimamente tienden a denominar su deuda externa en moneda nacional, en vez de en moneda extranjera. Ello ha sido posible principalmente por la fuerte expansión de la liquidez a nivel mundial y los aumentos concomitantes de las entradas de capitales en esas economías, que reflejan la disposición de los prestamistas a asumir los riesgos relativos a los tipos de cambio. No obstante, los criterios de residencia siguen siendo pertinentes por lo que respecta a la sostenibilidad de la deuda, ya que las inversiones de no residentes en bonos y obligaciones nacionales aumentan la liquidez de los mercados de deuda nacionales. Además, una mayor participación de no residentes en dichos mercados entraña asimismo menos estabilidad de la tenencia, al contrario de lo que sucede con la participación de inversores institucionales nacionales, que suelen estar sujetos a normas que les obligan a invertir un porcentaje determinado de sus activos en instrumentos de deuda nacionales. La decisión de acreedores no residentes de liquidar la deuda denominada en moneda nacional y repatriar sus beneficios puede afectar considerablemente a la balanza de pagos del país receptor.

9. Por último, la jurisdicción de emisión de la deuda influye en la sostenibilidad de esta, ya que determina las normas aplicables en la resolución de posibles controversias entre deudores y acreedores, tales como la medida en que se permite que acreedores

no cooperativos interfieran en los acuerdos de reestructuración de la deuda aprobados por la mayoría de los acreedores privados y los Estados. De manera más general, si la deuda externa de los países en desarrollo se rige por jurisdicciones extranjeras, como garantía suplementaria para los inversores que no confían en el sistema judicial del país emisor, ello podría complicar las situaciones de crisis, ya que la economía deudora se vería obligada a lidiar con diferentes jurisdicciones y marcos jurídicos.

10. La deuda soberana merece una atención especial por varias razones. En ciertos casos los Estados pueden tropezar con dificultades para asumir el servicio de deudas externas contraídas para financiar el gasto público. No obstante, en muchos otros casos, la causa primera de las crisis de deuda soberana reside en la conducta imprudente de los operadores privados, como prestatarios y como prestamistas. En principio, el impago de la deuda externa de un deudor privado se rige por el régimen de insolvencia de la jurisdicción bajo la que se haya contraído la deuda. Ese marco jurídico suele prever cierto grado de protección del deudor y la reestructuración de la deuda (que puede incluir o no la anulación de una parte de la misma), o un procedimiento de quiebra del deudor y la subsiguiente liquidación de sus activos. Ahora bien, cuando una serie de suspensiones de pagos privadas entraña un riesgo de desestabilización del sistema financiero, el sector público a menudo se hace cargo de la deuda privada, especialmente la de los grandes bancos, lo que tiene como consecuencia un sobreendeudamiento público.

11. Sin embargo, los problemas de deuda soberana no están sujetos al mismo régimen que la suspensión de pagos privada. Por consiguiente, requieren un tratamiento específico, sobre todo habida cuenta de las importantes repercusiones sociales, económicas y políticas que suelen tener. Cabe, pues, considerar cual es la mejor manera de plantear la reestructuración de la deuda soberana en el marco de una economía cada vez más globalizada, cuestión abordada en la sección IV del presente documento.

## **II. La deuda externa: principales tendencias en cuanto a volumen y composición**

### **A. Deuda externa total de los países en desarrollo y los países con economías en transición**

12. En términos nominales (y según el criterio de residencia), la deuda externa de los países en desarrollo y los países con economías en transición ha tendido a aumentar a largo plazo. Excepto África, que ha seguido siendo un mercado menos atractivo para los inversores privados y que se ha beneficiado mucho de los programas de reducción de la deuda, todas las demás regiones tenían a mediados de 2015 una deuda considerablemente mayor que en los años noventa (gráfico 1). No obstante, esta no era una tendencia uniforme. En América Latina y Asia Sudoriental, las dos regiones en desarrollo más integradas en el sistema financiero internacional, los niveles de deuda externa fueron relativamente más estables entre 1997-1998 y 2006-2007. Ello fue el resultado de las crisis de deuda sufridas por esos países en la segunda mitad de los años noventa, que restringieron temporalmente su acceso al crédito privado extranjero. No obstante, también se debió en parte a que tras la crisis se esforzaron por reducir su dependencia de las entradas de capitales, evitando recaer en los déficits por cuenta corriente y llegando a generar superávits significativos. La crisis financiera mundial de 2008 volvió a invertir esa tendencia, principalmente al volver a producirse importantes entradas de capital extranjero impulsadas por las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados.

13. Medida como proporción del producto interno bruto o el ingreso nacional bruto, la deuda externa disminuyó de manera desigual en todas las regiones en desarrollo

desde fines de los años noventa hasta la crisis de 2008 (gráfico 2). Desde entonces, el coeficiente de endeudamiento comenzó a aumentar otra vez. La disminución de la proporción de la deuda externa en relación con el ingreso nacional bruto observada en los países en desarrollo y los países con economías en transición en los años anteriores a la crisis se debió a su robusto crecimiento económico, generalmente acompañado de apreciaciones de la tasa de cambio real que incrementaron el valor de su ingreso nacional bruto en dólares corrientes.

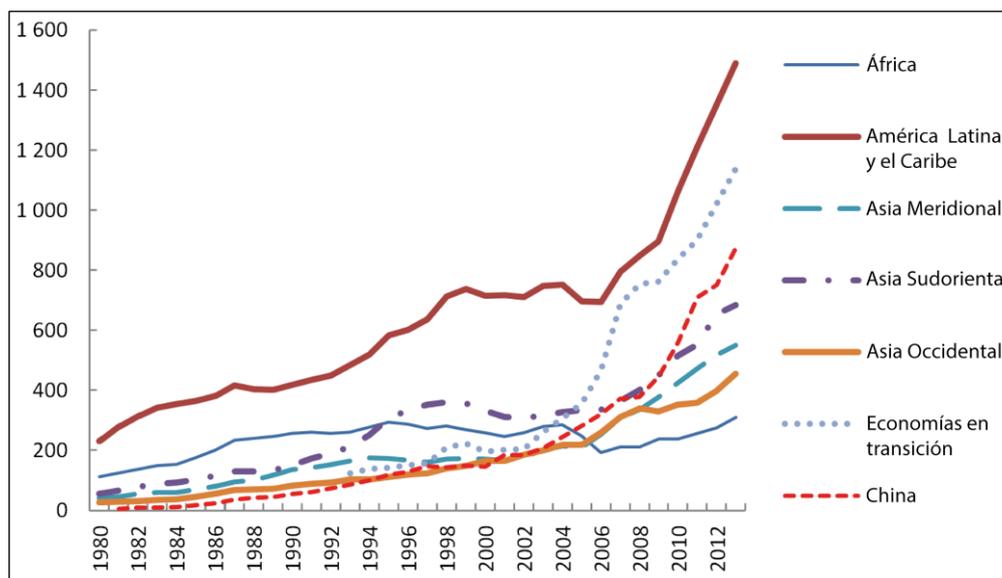
14. En China y Asia Meridional, la relación entre deuda externa total e ingreso nacional bruto disminuyó de manera constante entre 1993 y mediados del decenio de 2000, a pesar de que su deuda externa nominal aumentó apreciablemente, aunque desde unos valores bajos. Ello se explica principalmente porque registraron un crecimiento económico muy rápido. En China, la tendencia se vio reforzada por el paso del endeudamiento externo al interno. Otras regiones en desarrollo y en transición han registrado fluctuaciones importantes en sus coeficientes de endeudamiento externo desde 1990, al ritmo de las sucesivas oleadas de entradas de capital interrumpidas por crisis financieras.

15. La reducción más importante del coeficiente de endeudamiento externo en relación con el ingreso nacional bruto tuvo lugar en África, donde, en promedio, cayó de más del 110% en 1994 a menos del 20% en 2013 (gráfico 2). Además de la aceleración del crecimiento registrada en el decenio de 2000, la región se benefició más que ninguna otra de los programas oficiales de alivio de la deuda. Lo que antecede explica en gran medida la disminución del peso del pago de intereses como proporción de las exportaciones de la región, desde una media del 13% en el decenio de 1980 hasta alrededor del 1% en 2012-2013. En otras regiones también se constató una reducción considerable en el mismo período.

Gráfico 1

### Deuda externa en grupos de países seleccionados y China, 1980 a 2013

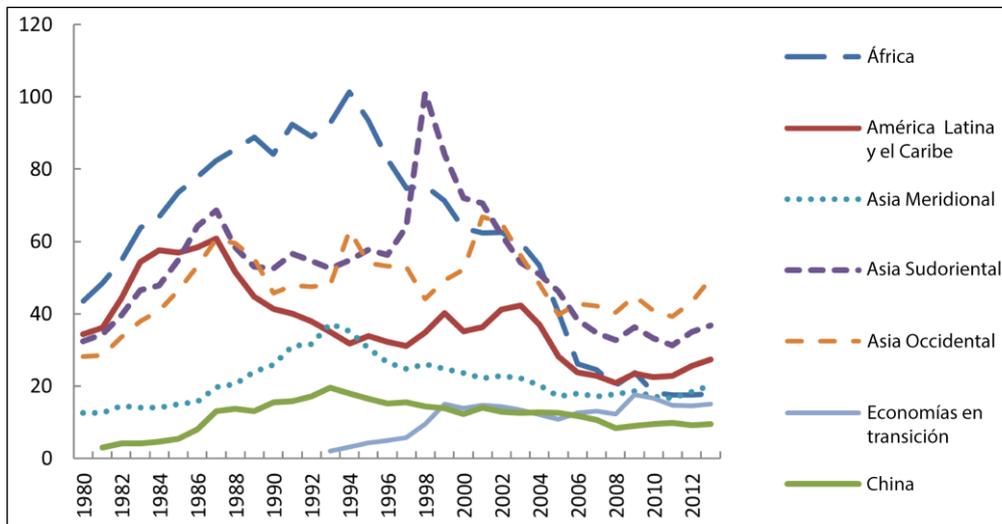
(En miles de millones de dólares corrientes)



*Nota:* Los agregados se basan en países para los que hay una serie de datos completa desde 1980, salvo los países con economías en transición, para los que existen datos desde 1993.

*Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de los indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial y de fuentes nacionales.

Gráfico 2  
**Volumen de la deuda externa en relación con el ingreso nacional bruto, grupos de países seleccionados y China, 1980 a 2013**  
 (En porcentaje)



*Nota:* Los agregados se basan en países para los que hay una serie de datos completa desde 1980, salvo los países con economías en transición, para los que existen datos desde 1993.

*Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de UNCTADstat, la base de datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial y fuentes nacionales.

16. Si bien los coeficientes de endeudamiento externo han vuelto a aumentar, aunque lentamente, desde finales del decenio de 2010, los niveles históricamente bajos o moderados de ese coeficiente, junto con la reducción general del pago de intereses de la deuda desde finales del decenio de 1990, podrían dar una impresión de solidez y estabilidad macroeconómicas. Sería prematuro confirmar esa perspectiva. Los recientes episodios de turbulencias de los mercados financieros internacionales, provocados por las expectativas de reducción paulatina de las medidas de expansión cuantitativa en los Estados Unidos de América y una normalización de los tipos de interés en el país han afectado a las economías emergentes<sup>3</sup>. Más generalmente, la conjunción de factores como el reciente aumento excesivo de la liquidez de los mercados financieros internacionales, ampliamente disociado de la financiación del desarrollo a largo plazo, el incremento de la participación extranjera en el crecimiento de los mercados nacionales de deuda pública, y el endeudamiento privado en divisas, acrecienta la exposición de los países en desarrollo a la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

## B. Cambios en la composición de la deuda externa de los países en desarrollo

17. La relación entre la deuda externa del sector público y la del sector privado tiene una gran influencia en la sostenibilidad de la deuda<sup>4</sup>. Tradicionalmente, el grueso de la

<sup>3</sup> Véase UNCTAD, 2014, The recent turmoil in emerging economies, Policy Brief No. 29.

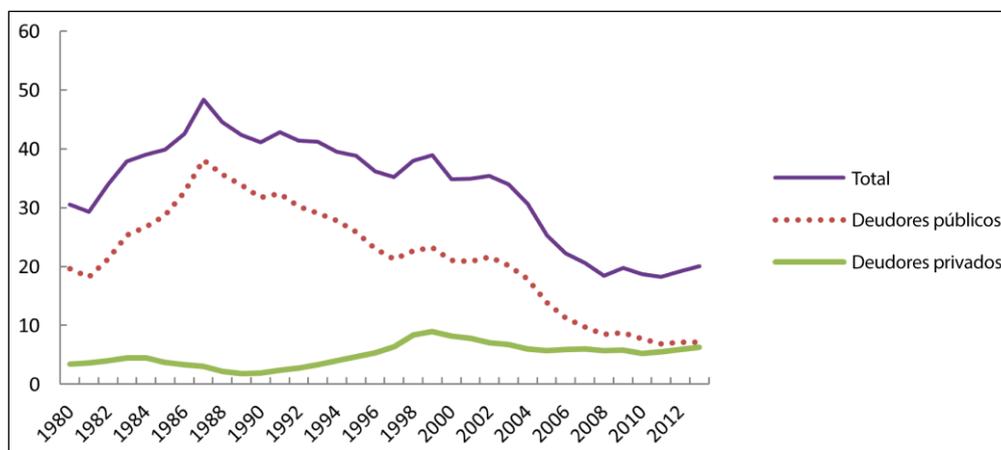
<sup>4</sup> A efectos del presente documento, la deuda pública incluye la deuda privada garantizada por el Estado y la deuda privada se refiere únicamente a la que no cuenta con garantía pública, con arreglo a la clasificación empleada en las estadísticas internacionales de la deuda del Banco Mundial.

deuda externa de los países en desarrollo consistía en deuda pública. En 2000, por ejemplo, esta representaba el 72% de la deuda externa de largo plazo de todos los países en desarrollo. En 2013, esa proporción había disminuido a cerca del 50% de la deuda total (gráfico 3).

Gráfico 3

**Deuda externa por tipo de deudor en los países en desarrollo, 1980 a 2013**

(Porcentaje del ingreso nacional bruto)



*Nota:* Los agregados se basan en los países para los que hay una serie de datos completa desde 1980, salvo los países con economías en transición, para los que existen datos desde 1993.

Dado que no se especifica la composición de una parte de la deuda externa total, la suma de las deudas pública y privada no siempre corresponde al total.

*Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de UNCTADstat, la base de datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial y fuentes nacionales.

18. La deuda externa privada, por el contrario, era tradicionalmente muy limitada, por lo que los órganos de supervisión no le prestaban mucha atención. Además, los órganos de supervisión solían estar influidos por los defensores del libre mercado que se oponían a que el Estado interviniera en caso de crecimiento de los pasivos externos privados, alegando que este era fruto de las decisiones tomadas por operadores racionales en relación con ahorros e inversiones privados, por lo que no causaría problemas financieros. Sin embargo, a la luz de la experiencia cabe cuestionar la validez de ese enfoque, sobre todo tras la crisis financiera mundial en la que la cuantiosa deuda externa privada acabó convirtiéndose en un factor importante de las crisis de deuda pública. Por consiguiente, los responsables políticos no deberían mostrarse demasiado complacientes acerca de los niveles globales de la deuda pública de muchas economías en desarrollo. Antes bien, deberían mostrarse precavidos ante el considerable riesgo que entraña para la estabilidad financiera el aumento del coeficiente de endeudamiento externo privado en relación con el ingreso nacional bruto (gráfico 3). Dicho aumento incluye el creciente endeudamiento externo privado en los últimos años de empresas no financieras, principalmente para realizar operaciones financieras mediante la emisión de títulos de deuda en el exterior<sup>5</sup>. A ello se suman los riesgos derivados de los tipos de cambio y el peligro de reversión brusca de los flujos de capitales, por ejemplo a raíz de la normalización de los tipos de interés de los Estados Unidos o la volatilidad de los precios de los productos básicos.

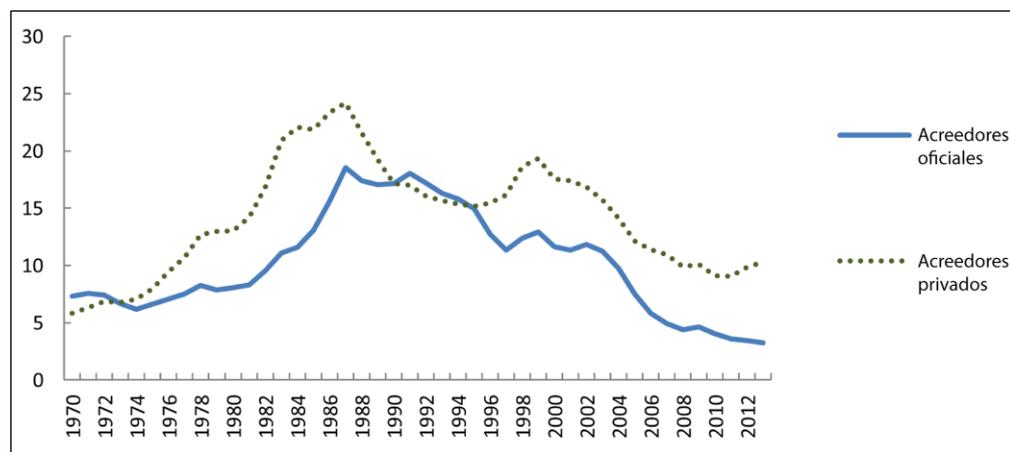
<sup>5</sup> Véase S. Avdjiev, M. Chui y H. S. Shin, 2014, Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows, *Bank for International Settlements Quarterly Review*, 4:67-77.

19. La estructura de la deuda externa también ha evolucionado considerablemente por lo que respecta a los acreedores. En la mayoría de los países en desarrollo hasta los años setenta y a veces en los siguientes, una amplia proporción de la deuda externa de largo plazo estaba en manos de acreedores oficiales y a menudo era bilateral. A principios de los años setenta, en todas las regiones con la excepción de América Latina la deuda externa oficial superaba a la que estaba en manos privadas (gráfico 4). En los últimos años, la proporción de la deuda oficial en las economías en desarrollo y emergentes se ha mantenido a niveles inferiores al 20% de la deuda externa total<sup>6</sup>.

Gráfico 4

#### Deuda externa a largo plazo por tipo de acreedor en los países en desarrollo, 1970 a 2013

(Porcentaje del ingreso nacional bruto)



*Nota:* Los datos corresponden a la deuda desembolsada y pendiente al final del ejercicio.

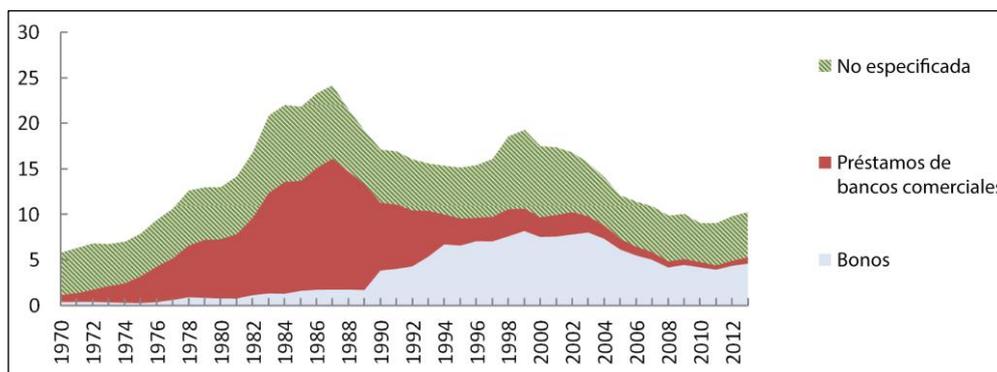
*Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos de UNCTADstat y la base de datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial.

20. En los años setenta, se produjo un fuerte aumento de la deuda externa de los países en desarrollo, debido en gran medida al endeudamiento de los países de América Latina, y también aumentó la deuda en manos de acreedores privados. Esta última, que consistía principalmente en préstamos bancarios sindicados, pasó de representar el 5% del ingreso nacional bruto de los países en desarrollo en 1970 al 12% en 1980. Tras el “efecto Volcker” en 1979 y la crisis de la deuda de América Latina, gran parte de dicha deuda se traspasó al sector público. De manera similar, antes de la crisis financiera asiática de 1997, una proporción considerable de la deuda de esa región consistía en préstamos bancarios a prestatarios del sector privado que fueron nacionalizados de hecho tras producirse la crisis. Finalmente en la crisis de América Latina, la deuda privada que se había transformado en pública acabó siendo reemplazada por los bonos Brady. Casi todas las reestructuraciones que incluían bonos Brady conllevaron la sustitución de préstamos bancarios por bonos, bien de idéntico valor nominal (pero con un interés fijo inferior al tipo de interés del mercado) o de menor valor nominal. El plan abrió así un proceso de desintermediación financiera, es decir, de obtención de préstamos directamente en los mercados de capitales mediante la emisión de bonos y no por mediación de los bancos comerciales. Esta tendencia se ha acelerado desde entonces (gráfico 5).

<sup>6</sup> Y. Akyüz, 2014, Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies, UNCTAD Discussion Paper No. 217.

Gráfico 5  
**Deuda externa a largo plazo de países en desarrollo contraída con acreedores privados, por tipo de deuda, 1970 a 2013**

(Porcentaje del ingreso nacional bruto)



*Nota:* Los datos corresponden a la deuda desembolsada y pendiente al final del ejercicio.

*Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de datos de UNCTADstat y la base de datos estadísticos de la deuda internacional del Banco Mundial.

21. La denominación monetaria de la deuda externa influye considerablemente en la sostenibilidad de esta, sobre todo en razón del riesgo inherente al tipo de cambio, lo que significa que una devaluación de la moneda nacional aumentará el valor real de la deuda en moneda extranjera. En cambio, la denominación en moneda nacional reduce los riesgos derivados de la disparidad monetaria entre la deuda, por una parte, y, por otra, los activos e ingresos. Además, en última instancia, es posible la intervención del banco central en caso de emergencia.

22. Por consiguiente, cada vez son más las economías en desarrollo que vuelven a optar por la deuda en moneda nacional. Sin embargo, los inconvenientes derivados de la deuda denominada en moneda extranjera siguen siendo un problema, habida cuenta de que aún existe una gran proporción de la deuda externa bruta de los países en desarrollo en forma de préstamos bancarios y deuda oficial denominada en moneda extranjera. Es el caso en particular de los países en desarrollo más pobres, con mercados nacionales de deuda pequeños, muy dependientes de los créditos oficiales y con baja calificación crediticia, pero también de algunos grandes países en desarrollo de ingresos medios y países con economías en transición. Por ejemplo, en 2013, la proporción de la deuda externa denominada en moneda extranjera era del 95% en la Argentina, el 93% en Turquía, el 80% en la India, el 74% en la Federación de Rusia, el 70% en la República de Corea y el 64% en México.

23. Por último, en caso de impago, es importante la jurisdicción por la que se rige la deuda, porque determina los tribunales y la legislación que regularán en última instancia el contrato de deuda y por ende su proceso de reestructuración. Según indicó un estudio, en los últimos años, casi el 50% de las cesaciones de pagos soberanos conllevaron procedimientos judiciales en el extranjero, en comparación con un 5% en los años ochenta, y en el 75% de esos casos intervinieron fondos oportunistas, llamados también fondos buitres<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> J. Schumacher, C. Trebesch y H. Enderlein, 2014, Sovereign defaults in court, Social Science Research Network, en: <http://ssrn.com/abstract=2189997> (consultado el 5 de agosto de 2015).

### III. Las crisis de deuda externa y los mecanismos para su resolución

#### A. Las crisis de la deuda externa: principales características

24. Aunque las causas estructurales de las crisis de deuda de los países en desarrollo sean diversas, las crisis recientes están estrechamente ligadas a la rápida liberalización de los mercados financieros, la inestabilidad intrínseca de esos mercados y los ciclos financieros mundiales que han generado en las últimas décadas<sup>8</sup>. En general, las crisis de deuda suceden en determinadas coyunturas de los ciclos financieros. Comienzan cuando un número significativo de deudores (o varios grandes deudores) ya no son capaces de servir la deuda acumulada durante la fase expansiva. En consecuencia, la percepción del riesgo pasa de un exceso de confianza a una inquietud extrema, ocasionando restricciones de liquidez, caídas de los precios de los activos y un parón económico. Las ventas de activos ahondan la caída de los precios, en particular de los activos objeto de mayor especulación durante el período de auge y utilizados como garantía de la deuda. Las consecuencias no se limitan a la quiebra de los operadores más endeudados, sino que también afectan a los operadores más prudentes que en circunstancias normales serían solventes. Una vez que se produce la crisis, es necesario emprender un proceso de consolidación financiera que puede ser largo, hasta que la economía pueda comenzar a recuperarse, se vuelvan a conceder créditos y se logre finalmente salir de la crisis.

25. Las características de la deuda externa, analizadas en la sección II, tienden a agravar las vulnerabilidades propias de los ciclos financieros. Actualmente, el principal motivo de la acumulación de deuda externa y la consiguiente exposición a mayores riesgos de inestabilidad macroeconómica de muchas economías en desarrollo es su creciente apertura a los mercados financieros internacionales. En teoría, la apertura a los flujos de capital puede tener un efecto anticíclico al permitir que los países en desarrollo se endeuden en las fases de estancamiento económico y reembolsen en fase de expansión. No obstante, para ello sería necesario que los flujos de capital respondieran pasivamente a la demanda de los países en desarrollo y que se utilizaran efectivamente para aplicar medidas anticíclicas. En realidad, frecuentemente responden a los factores prevaletentes en las economías desarrolladas, como sus políticas monetarias, las percepciones del riesgo y los ciclos de apalancamiento de sus bancos. De hecho, las principales oleadas de afluencia de capitales en dirección de los países en desarrollo desde los años setenta se debieron a la adopción de políticas monetarias expansivas con el fin de mitigar la recesión económica en los principales países desarrollados<sup>9</sup>. Enfrentadas a una demanda de crédito limitada y a tipos de interés bajos en sus propios mercados, las instituciones financieras de los países desarrollados canalizaron parte de sus créditos hacia las economías en desarrollo o emergentes en busca de mayor rentabilidad. El volumen de esos flujos a menudo era superior al que la mayor parte de los países en desarrollo podía utilizar de manera productiva.

26. La entrada de gran cantidad de capitales en unas economías relativamente pequeñas tendió a crear un auge del crédito interno, fuertes aumentos de los precios de los activos y apreciaciones de la moneda. También propició la importación de abundantes servicios y productos de consumo, lo que ocasionó déficits por cuenta corriente y endeudamiento, en particular en el sector privado. Cuando cambian las condiciones económicas y la percepción del riesgo en los países desarrollados o

<sup>8</sup> Véase UNCTAD, 2014 y Y. Akyüz, 2012, The boom in capital flows to developing countries: Will it go bust again? *Ekonomi-tek*, 1(1): 63-96.

<sup>9</sup> Akyüz, 2012.

cuando los países en desarrollo encuentran problemas para reembolsar, los movimientos de capitales pueden invertirse bruscamente, desencadenando crisis de deuda externa. Las fuertes depreciaciones de la moneda aumentan el valor de la deuda externa en moneda nacional, provocando la insolvencia de los operadores que obtienen la mayor parte de sus ingresos en moneda nacional y no cuentan con activos en el exterior que compensen sus obligaciones externas. Las numerosas quiebras que afectan al sector de la economía real y al financiero suelen suscitar una intervención pública para contener la crisis, entre otras cosas mediante rescates, financiación de emergencia y medidas anticíclicas. En consecuencia, las crisis de la deuda externa son además crisis fiscales, incluso cuando los Estados no se han endeudado ampliamente en el exterior durante la fase de auge económico.

27. La cesación del pago de la deuda externa privada no plantea un problema particular; en la medida en que la deuda no tiene un efecto sistemático en el conjunto de la economía, la gestión de los impagos privados solo requiere aplicar el derecho mercantil vigente en la jurisdicción en la que se haya contraído la deuda. Por el contrario, los problemas de deuda externa soberana se caracterizan por requerir disposiciones especiales en caso de cesación de pagos. Los problemas sistémicos derivados de la deuda soberana y su impago, y los consiguientes retos jurídicos y económicos se describen en la subsección B.

## **B. El sistema vigente de reestructuración de la deuda soberana: principales características y limitaciones**

28. Dado que la economía mundial financiarizada presenta una gran vulnerabilidad ante las crisis de deuda y el consiguiente costo social, político y económico, los responsables políticos nacionales e internacionales deben disponer de instrumentos adecuados para gestionar las crisis y minimizar sus costos. En principio, los mecanismos de resolución de crisis de deuda deberían servir para evitar que en el futuro se reproduzcan crisis financieras o de deuda cuando los países encuentren dificultades para cumplir sus obligaciones externas. Deberían impedir la brusca pérdida de confianza de los mercados que puede tener consecuencias catastróficas a largo plazo para la economía deudora. Al mismo tiempo, tales mecanismos deberían procurar una distribución justa de la carga de la reestructuración de la deuda entre deudores y acreedores. Por último, deberían respetar la soberanía nacional y preservar un espacio de políticas a nivel nacional que permita a la economía deudora crecer, lograr una mayor sostenibilidad de la deuda y poner en práctica sus propias estrategias de desarrollo.

29. El sistema vigente de reestructuración de la deuda soberana está muy fragmentado y se basa en una serie de arreglos específicos que abarcan distintos procedimientos para los diversos tipos de deuda externa soberana.

30. El Club de París, fundado en los años cincuenta, es el principal foro de negociación de la reestructuración de la deuda bilateral oficial de sus Estados miembros. Las negociaciones abarcan la deuda a medio y largo plazo, incluidos los créditos a la exportación con plazos superiores a un año. Durante muchos años, el Club de París no consideraba que la sostenibilidad de la deuda fuera un problema y el alivio de la deuda no figuraba en su agenda. Esto cambió a finales de los años ochenta, cuando empezó a considerar el tratamiento especial de la deuda que los países pobres habían contraído con sus acreedores oficiales. Desde entonces, las condiciones concedidas a los países pobres (las condiciones de Toronto, de Londres, de Nápoles y de Colonia) han sufrido una serie de modificaciones, que culminaron en las condiciones de Evian, en 2003, en las que también se incorporaron consideraciones

expresas acerca de los indicadores de sostenibilidad de la deuda (véase <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/reechelonnement>).

31. Las instituciones multilaterales siguen cumpliendo un papel fundamental en la resolución de la deuda externa soberana, a pesar de que las deudas multilaterales por lo general no sean objeto de medidas de reestructuración y alivio. La participación del FMI, el Banco Mundial y los bancos multilaterales de desarrollo suele consistir en la prestación de asistencia financiera excepcional cuando la financiación privada voluntaria se interrumpe o deja de estar disponible. Por consiguiente, esas instituciones se benefician del hecho de convertirse en acreedores privilegiados. La financiación que ofrecen a menudo está condicionada a la aplicación de medidas políticas estrictas y amplias cuyo fin es garantizar que los países puedan corregir sus desequilibrios y pagar sus préstamos. Por consiguiente, la suscripción de un acuerdo de crédito con esas instituciones (en particular el FMI) ha sido generalmente una condición previa para la negociación de la reestructuración o el alivio de la deuda con los demás acreedores.

32. La principal excepción a la regla de la reestructuración de la deuda multilateral es la deuda de los países pobres, a la que se aplica la Iniciativa en Favor de los Países Pobres Muy Endeudados iniciada en 1996 y mejorada en 1999. La iniciativa original tenía por objeto permitir que los países más pobres pudieran salir de un proceso de sucesivas reestructuraciones de la deuda. En junio de 2005, en complemento del alivio de la deuda multilateral previsto en la Iniciativa en Favor de los Países Pobres Muy Endeudados, el Grupo de los Ocho propuso una Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral, que preveía el alivio del 100% de la deuda contraída con el FMI, el Banco Mundial y el Banco Africano de Desarrollo, así como la Asociación Internacional de Fomento y el Fondo Africano de Desarrollo.

33. La reestructuración de la deuda con los acreedores oficiales tiene lugar después de un proceso predeterminado que deja escaso margen de negociación. Distinto es el tratamiento de la deuda soberana contraída con acreedores privados, que consiste en préstamos bancarios y bonos externos. Los préstamos de bancos son objeto de negociaciones en el marco del Club de Londres, un grupo oficioso de bancos comerciales internacionales fundado en 1976. Cuando un deudor soberano solicita una reestructuración de deuda mediante el procedimiento del Club de Londres, se constituye un comité asesor bancario presidido por un banco director cuya tarea principal consiste en coordinar la posición de los acreedores en las negociaciones. Dado que el Club de Londres no dicta resoluciones vinculantes ni tiene procedimientos de voto establecidos, los acuerdos requieren a veces largas negociaciones y surge el problema recurrente de los beneficiarios oportunistas. Aunque en el marco del derecho privado el proceso de negociación ofrece una flexibilidad considerable, ha mantenido algunos vínculos con las negociaciones relativas a la deuda oficial bilateral y multilateral. Por ejemplo, la obtención de un acuerdo de crédito con el FMI es una condición *de facto* para que un Estado pueda solicitar la reestructuración de su deuda con el Club de Londres y, a su vez, una condición habitual para suscribir un acuerdo con el FMI es mantener al día los pagos a los bancos privados. En cuanto a los acuerdos con el Club de París, suele pedirse a los bancos comerciales que ofrezcan un trato comparable (es decir, alivio de la deuda) al que brindan los acreedores oficiales.

34. El cambio sustancial en la forma de financiación registrado en los últimos veinte años, que supuso la sustitución de los préstamos bancarios sindicados por bonos externos hace que la reestructuración de la deuda resulte mucho más compleja. Los millares de bonistas con intereses diversos pueden enfrentarse a distintas limitaciones normativas y puede haber series de bonos emitidas en distintas jurisdicciones. Habitualmente, se celebran negociaciones oficiosas con distintos grupos de tenedores

de bonos antes de que un país deudor proponga canjear los bonos por otros con menor valor nominal, vencimientos a más largo plazo y/o menor tasa de interés. También pueden modificarse otras características básicas de los bonos; los nuevos bonos pueden estar denominados en otra moneda, estar sujetos a otra jurisdicción o incorporar nuevas cláusulas, como las cláusulas de acción colectiva. Los tenedores de bonos votan a favor o en contra del canje. Si los bonos originales incluían una cláusula de acción colectiva, el voto de una mayoría cualificada será vinculante para el conjunto de los bonistas. En caso de que no incluyan tal cláusula o de que no se alcance la mayoría necesaria, los acreedores que no hayan aceptado el canje (acreedores disidentes) pueden tratar de obtener mejores condiciones o incluso el pago íntegro por vía judicial. Los bonistas clásicos están siendo sustituidos por inversores especializados (incluidos fondos buitres) que no tienen interés en lograr un acuerdo sino que pretenden obtener el pago íntegro mediante demandas judiciales.

35. La fragmentación del sistema de restructuración de la deuda soberana entraña diversos riesgos y limitaciones, como se explica en las subsecciones que siguen.

### 1. Muy poco y muy tarde

36. Se observa que en el marco del actual sistema ni los gobiernos deudores ni los acreedores encuentran incentivos para reconocer una situación de sobreendeudamiento y adoptar medidas rápidas y generales<sup>10</sup>. Para los Estados endeudados resulta disuasiva la probabilidad de que la declaración de una moratoria de deuda desencadene una crisis económica. Además, si la decisión de cesación de pagos es demasiado temprana, los acreedores podrían considerarla como una medida estratégica y evitable encaminada a reducir el servicio de la deuda. Los gobiernos pueden tener interés en evitar el consiguiente daño a su reputación, que podría conllevar una reducción del acceso al crédito. A los acreedores también les conviene retrasar la admisión explícita de una crisis de solvencia, frente a una mera crisis de liquidez, ya que, en el primer caso ninguno de ellos podría aspirar a recuperar la totalidad de los préstamos (salvo, en cierta medida, las instituciones multilaterales en su calidad de acreedores privilegiados). Por consiguiente, los prestamistas privados tienden a minimizar la importancia de los problemas de deuda, y su posición a menudo ha sido respaldada por el FMI y otros acreedores oficiales. La subsiguiente ayuda de emergencia para remediar la falta de liquidez a menudo se destina al pago de los acreedores privados que son más reacios a renovar las líneas de crédito, en lugar de utilizarse para la reactivación de la economía<sup>11</sup>.

### 2. Procesos de resolución asimétricos y procíclicos

37. A diferencia de las empresas privadas, los Estados endeudados no pueden declararse en quiebra. Los procesos de resolución de la deuda deben atender pues a la capacidad de la economía deudora para recuperarse lo antes posible y reducir en lo posible los costos sociales, políticos y económicos del ajuste. Ello requiere un marco internacional propicio que deje a los países el margen necesario para adoptar políticas anticíclicas de modo que la economía deudora vuelva a ser capaz de asumir el servicio de la deuda, gracias al crecimiento de las inversiones, la producción y las

<sup>10</sup> L. C. Buchheit, A. Gelpern, M. Gulati, U. Panizza, B. Weder di Mauro y J. Zettelmeyer, 2013, *Revisiting sovereign bankruptcy – Committee on International Economic Policy and Reform* (Brookings Institution, Washington, D.C.).

<sup>11</sup> A fin de evitar esa utilización ineficiente del financiamiento excepcional, los artículos del acuerdo del FMI contienen la disposición de que “ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capital” (artículo VI). Desde el decenio de 1980, esta norma ha sido reiteradamente ignorada en la gestión de las crisis de deuda soberana.

exportaciones y no mediante la contracción de las importaciones, y la deuda pública puede reducirse aumentando los ingresos públicos y no reduciendo el gasto.

38. El actual sistema financiero y monetario internacional es deficiente en este sentido y se caracteriza por un sesgo contractivo. Así pues, los créditos normales del FMI en el marco de acuerdos *stand-by* suelen incluir medidas de austeridad fiscal y monetaria. Además de los ajustes macroeconómicos convencionales, los posteriores programas del FMI han introducido reformas estructurales como nueva forma de condicionalidad, aunque en sus distintas modalidades han seguido centrándose en medidas estrictas y contradictorias. Cabe afirmar que esas condicionalidades poco o nada han hecho por favorecer la sostenibilidad de la deuda mediante el crecimiento y que generalmente han sido contraproducentes. El FMI ha ido observando errores en su política de condicionalidades en situaciones de crisis, y ha destacado que la austeridad fiscal durante las recesiones resulta más costosa de lo que se había supuesto, ya que los multiplicadores fiscales son mayores, la supuesta sustitución de la demanda pública por la privada es cuestionable y los recortes del gasto público no se ven compensados automáticamente por un aumento de la demanda privada<sup>12</sup>. El FMI ha reconocido igualmente que su condicionalidad estricta y el engorroso procedimiento para la adopción de medidas de apoyo mediante el crédito no eran adecuados para prevenir o superar las crisis de deuda externa causadas por vuelcos de la cuenta de capital. Sin embargo, hasta la fecha, sus nuevas líneas de crédito no se han utilizado demasiado y no resuelven la situación de los países más vulnerables, incluidos los afectados por la crisis de la deuda externa<sup>13</sup>.

### 3. Aumento del número de litigios iniciados por acreedores no cooperativos

39. La amplia promoción de los derechos de los acreedores y el aumento rápido de la financiación por medio de bonos en los mercados de deuda externa han propiciado la aparición de fondos sumamente especulativos gestionados por bonistas no cooperativos, incluidos los fondos buitres. Su estrategia consiste en comprar bonos impagados a un precio muy reducido y en interponer demandas judiciales agresivas contra los gobiernos para exigir el pago de las deudas a su valor nominal, más intereses, atrasos y costas, obteniendo beneficios de entre el 200% y el 3.000%. Los litigios de acreedores disidentes han sido particularmente desestabilizadores en el contexto de los esfuerzos de alivio de la deuda multilateral destinados a reducir la carga de la deuda externa de los países pobres muy endeudados<sup>14</sup>. En la práctica este tipo de litigios ha erosionado considerablemente el (escaso) margen fiscal que las medidas de alivio dejaban para aliviar la pobreza y fomentar el desarrollo económico de esos países. Desde 1999, dichos acreedores han amenazado con iniciar o han iniciado acciones judiciales contra al menos 18 países pobres muy endeudados, lo que, según las estimaciones, dio lugar a más de medio centenar de demandas. La tendencia general de la mayoría de los tribunales a pronunciarse a favor de los intereses de los demandantes quedó de manifiesto recientemente en el caso de la *República Argentina c. NML Capital, Ltd.* Concretamente, el juez titular interpretó que la cláusula *pari passu* (idéntico trato para todos los bonistas) obligaba a la Argentina a pagar a prorrata a todos los acreedores. Por consiguiente, la Argentina ya no podía pagar su deuda reestructurada si no pagaba al mismo tiempo la deuda total con NML Capital, Ltd. El fallo también prohibió a los intermediarios financieros que colaboraran con la Argentina en el pago a los bonistas que aceptaron el canje mientras no tuvieran

<sup>12</sup> FMI, 2012, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington D.C.).

<sup>13</sup> Colombia, México y Polonia han solicitado la Línea de Crédito Flexible del FMI y la ex República Yugoslava de Macedonia y Marruecos han solicitado la Línea de Precaución y Liquidez.

<sup>14</sup> Véanse el informe de 2010 del Experto Independiente sobre las consecuencias de la deuda externa y las obligaciones financieras internacionales conexas de los Estados para el pleno goce de todos los derechos humanos, sobre todo los derechos económicos, sociales y culturales (A/HRC/14/21).

constancia de que los acreedores que no lo habían aceptado habían recibido pagos a prorrata. Esos fallos dificultan las futuras reestructuraciones, ya que alientan a los acreedores a rechazar los acuerdos de reestructuración para tener más medios de presión en la obtención del pago íntegro. Además, los que acepten la reestructuración ya no tendrán la certeza de que recibirán el pago. A ello se añade que en muchos de esos fallos se ignora la soberanía del prestatario, así como los intereses de terceros y las repercusiones socioeconómicas generales que puedan ocasionar en la economía deudora.

#### 4. El papel de los pasivos contingentes en la reestructuración de la deuda soberana

40. Por último, cabe mencionar un nuevo aspecto que suscita cada vez mayor preocupación, a saber, el problema de los pasivos contingentes de una entidad soberana y su tratamiento en los procesos de reestructuración de la deuda. Los pasivos contingentes soberanos consisten por lo general en garantías otorgadas en relación con la deuda de terceros. Prácticamente por definición, no se incluyen en el balance de las cuentas públicas, precisamente porque son pasivos que dependen de la capacidad del deudor inicial de asumir el servicio de la deuda. Al mismo tiempo, esta práctica mantiene la tasa de endeudamiento oficial a un nivel bajo, facilitando así el acceso a nuevos préstamos. Los primeros indicios apuntan a que, desde la crisis financiera mundial los pasivos contingentes soberanos han crecido exponencialmente, si bien principalmente en Europa Occidental<sup>15</sup>. Aún no queda clara la manera de incluir estos pasivos contingentes en la reestructuración de la deuda externa soberana.

### IV. Mecanismos alternativos de resolución de la deuda

41. La preocupación por la falta de un mecanismo de resolución de la deuda externa soberana no es nueva (véase por ejemplo el anexo al capítulo VI del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 1986*, el capítulo IV del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 1998* y el capítulo VI del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2008*). Desde la crisis financiera mundial, vuelve a verse la necesidad de facilitar la reestructuración de la deuda soberana. Actualmente, hay tres enfoques generales de los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, a saber, un enfoque de mercado, centrado en mejorar los mecanismos existentes basados en la ley aplicable a los contratos y que atiende en primer lugar a la deuda soberana en manos privadas; un enfoque semiinstitucional que propugna el uso de principios jurídicos internacionales no vinculantes; y un enfoque estatutario que pretende establecer un tratado multilateral general que defina mecanismos vinculantes a nivel internacional.

42. Estas propuestas difieren en varios aspectos fundamentales, como los tipos de deuda abarcados, el grado de coordinación y centralización necesario para los mecanismos de reestructuración de la deuda y cuán participativos y transparentes deben ser, si deben o no incluir mecanismos de decisión jurisdiccional en caso de que no se logre un acuerdo voluntario y la coherencia que debe existir entre los diversos arreglos de reestructuración de la deuda.

<sup>15</sup> Véase L. C. Buchheit y G. M. Gulati, 2013, The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring, Social Science Research Network, en: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2292669](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669) (consultado el 5 de agosto de 2015).

## A. Enfoque contractual o de mercado

43. Varias de las principales propuestas relativas a la facilitación de la reestructuración de la deuda soberana se orientan a mantener la integridad de los modelos de mercado vigentes, aclarando y reforzando sus bases jurídicas, en particular mejorando las cláusulas de acción colectiva. Otras propuestas incluyen disposiciones de pago contingente y la aclaración de la norma *pari passu* de los contratos de deuda. El pago contingente no está directamente relacionado con el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana en sí, pero introduce una cláusula por la que los futuros pagos de los deudores soberanos dependen de que se cumplan condiciones económicas observables, por ejemplo, mediante bonos indizados en relación con el producto interior bruto, o bonos contingentes convertibles.

44. La principal ventaja del enfoque de mercado es que las reestructuraciones de la deuda conservan su carácter voluntario y, en teoría, consensual. Ese enfoque también permite reformas graduales, ya que la generalización de la aplicación de las propuestas contractuales podría contribuir a promover la sostenibilidad de la deuda y reducir la incertidumbre acerca de los resultados, preparando el terreno para acometer reformas más amplias.

45. Sin embargo, las cláusulas de acción colectiva también presentan limitaciones considerables. Las cláusulas de acción colectiva tradicionales, para cada emisión de deuda, que requieren la aprobación de una mayoría calificada de los bonistas de cada emisión individual de deuda, pueden ser desactivadas fácilmente por acreedores disidentes que adquieran una minoría de bloqueo. Las cláusulas de acción colectiva agregadas, que requieren doble mayoría, de los tenedores de cada emisión de bonos así como de los bonistas del conjunto de las emisiones abarcadas en la negociación, pueden reducir el riesgo de esas conductas, aunque no lo eliminan. No obstante, ni siquiera las mejores cláusulas de acción colectiva que no requieren votación serie por serie de bonos pueden garantizar que los acreedores disidentes no encuentren un modo de bloquear el acuerdo necesario. En última instancia, hasta las cláusulas de acción colectiva “unificada” de tercera generación siguen presentando deficiencias estructurales.

46. Además, las cláusulas de acción colectiva se aplican únicamente a la deuda en bonos, y no son muy útiles para los Estados con una deuda multilateral, bilateral o bancaria importante. Además, persiste la preocupación ante el riesgo de que beneficiarios oportunistas se aprovechen de la ausencia de coordinación entre las distintas categorías de inversores. Las cláusulas de acción colectiva además responden a un enfoque restringido de los problemas de deuda soberana. No impiden las crisis ni ofrecen las herramientas necesarias para solucionarlas. Por último, las cláusulas de acción colectiva no garantizan que los resultados de las negociaciones, que dependerán del respectivo poder negociador de las partes, ofrezcan una solución duradera basada en el retorno del crecimiento.

## B. Enfoque semiinstitucional y principios internacionalmente aceptados

47. El enfoque semiinstitucional se orienta a lograr una solución internacionalmente aceptada en relación con los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana y por ende un mayor grado de coordinación, y posiblemente de centralización, de tales mecanismos que el enfoque contractual o de mercado. A diferencia del enfoque estatutario, el semiinstitucional se centra en principios jurídicos no vinculantes o en directrices recogidas en el derecho público internacional. La Asamblea General en sus resoluciones relativas a la sostenibilidad de la deuda externa y el desarrollo, ha pedido

reiteradamente que se estudie la aplicación de enfoques perfeccionados a los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana que se basen en los marcos y principios vigentes con amplia participación de los acreedores y los deudores<sup>16</sup>. Un ejemplo de esos principios se encuentra en *Sovereign Debt Workouts: Going Forward – Road Map and Guide* (“Hoja de ruta y guía para la reestructuración de la deuda soberana”, disponible en [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf)) de la UNCTAD.

48. Más generalmente, se trata de principios básicos como la soberanía, la legitimidad (exhaustividad, inclusión, previsibilidad y participación), la imparcialidad (ausencia de sesgos), la transparencia (institucional y de los datos relativos a la posición de deudores y acreedores, las proyecciones en las que se basa la reestructuración y los indicadores utilizados), la buena fe (ecuanimidad, honradez y fiabilidad) y la sostenibilidad (la deuda soberana es sostenible si su servicio no entraña graves mermas del desarrollo social y económico de la sociedad, de no ser así deberá reestructurarse).

49. Los promotores de este enfoque han elaborado una serie de propuestas en favor de la institucionalización de esos principios generales de la reestructuración de la deuda. Entre otros, son la creación de un órgano de supervisión independiente de las negociaciones de la reestructuración, como un foro de la deuda soberana (una organización privada) o un instituto de reestructuración de la deuda respaldado por un proceso multilateral (en relación con esta última propuesta, véase la hoja de ruta de la UNCTAD mencionada en el párrafo 47). Otro medio para promover la aplicación de principios generales o no vinculantes a los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana es la legislación interna, por ejemplo la Ley de Alivio de la Deuda (países en desarrollo) de 2010 del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte aborda los problemas que plantean los litigios iniciados por bonistas no cooperativos. Del mismo modo, en junio de 2015, el Parlamento Federal de Bélgica aprobó una ley para combatir las actividades de los fondos buitres, con el fin de limitar las prácticas especulativas nocivas de esos fondos (puede consultarse en [www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057](http://www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057)).

50. En líneas generales, el enfoque semiinstitucional basado en normas no vinculantes, aunque arraigadas en el derecho público internacional, presenta la ventaja de que, casi en su totalidad, parte de los mecanismos de negociación y reestructuración existentes. Ese enfoque podría ampliarse en el futuro si atrae a suficientes participantes. Sin embargo, este enfoque también adolece, aunque en menor grado, de la principal limitación del enfoque contractual, a saber de que sus principios no son vinculantes y de la falta de garantías de que se alcance una masa crítica de partes que estén dispuestas a comprometerse de forma más permanente con esos principios. El problema solo puede resolverse mediante un enfoque plenamente multilateral y estatutario.

### C. Enfoque estatutario

51. En septiembre de 2014, la Asamblea General, mediante su resolución 68/304, decidió elaborar y aprobar un “marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”, lo que representó un primer paso hacia un enfoque internacional oficial y estatutario del establecimiento de normas vinculantes para todas las partes a través de un proceso multilateral. Es sin duda el enfoque más ambicioso y difícil de aplicar.

<sup>16</sup> Véanse las resoluciones 64/191, 65/144, 66/189, 67/198 y 68/304 de la Asamblea General.

52. Los partidarios de procedimientos multilaterales de renegociación de la deuda a menudo señalan a la atención la asimetría existente entre la enérgica legislación nacional sobre la quiebra, como parte integrante de una economía de mercado sana, y la falta de una contrapartida para aplicarla a la reestructuración de la deuda soberana. Dado el papel particular de los actores soberanos en relación con los resultados económicos, jurídicos y políticos, tal procedimiento debería cumplir dos objetivos. En primer lugar, debe ayudar a prevenir un colapso financiero en los países que tienen dificultades para cumplir sus obligaciones externas, del que suelen derivarse la pérdida de confianza de los mercados, el hundimiento de la moneda y subidas drásticas de los tipos de interés. Todo ello perjudica gravemente los balances públicos y privados y causa grandes pérdidas de producción y empleo, y un gran aumento de la pobreza. En segundo lugar, debe ofrecer mecanismos que faciliten una reestructuración equitativa de la deuda que ya no pueda servirse según las condiciones del contrato inicial. El logro de estos objetivos implica adoptar unas cuantas medidas muy sencillas, a saber:

a) El establecimiento de una moratoria de la deuda, ya sea pública o privada, con independencia de que las dificultades para servirla se deban a problemas de solvencia o de liquidez. A fin de evitar conflictos de intereses, la moratoria debería ser decidida unilateralmente por el país deudor y sancionada por una entidad independiente. La sanción debería entrañar la suspensión inmediata de los procedimientos judiciales iniciados por los acreedores.

b) La moratoria debe ir acompañada de controles de cambio, incluida la suspensión de la convertibilidad de los depósitos en moneda extranjera y de otros activos de residentes y no residentes.

c) La financiación de países en situación concursal, que daría automáticamente preferencia a la deuda contraída tras la imposición de la moratoria. El FMI debería conceder préstamos a los países con atrasos para financiar las operaciones vitales por cuenta corriente.

d) Velar por que la reestructuración de la deuda, incluida su refinanciación y condonación, esté basada en negociaciones entre deudores y acreedores y sea facilitada por la introducción en los contratos de deuda de cláusulas de refinanciación automática y de acción colectiva.

53. Actualmente podrían cumplir esos objetivos dos las principales propuestas de un enfoque estatutario oficial. La primera prevé la preparación de algún tipo de mecanismo de reestructuración de la deuda soberana bajo los auspicios del FMI. Para ello sería necesario modificar el Convenio Constitutivo del FMI. La segunda propuesta pone el énfasis en la necesidad de una institución internacional más permanente e imparcial que no intervenga en los préstamos soberanos. También propugna la creación de un tribunal independiente, bien en el seno de los tribunales existentes, como la Corte Permanente de Arbitraje o la Corte Internacional de Justicia o totalmente nuevo. En cualquier caso, la institución permanente debería crearse mediante un tratado multilateral (o mediante la debida modificación de un tratado vigente).

54. Las diferentes propuestas de enfoque estatutario de la reestructuración de la deuda soberana coinciden en algunos puntos esenciales, como en que la adopción de decisiones judiciales en relación con casos de reestructuración de la deuda se regiría por un cuerpo legal internacional convenido previamente en el marco del mecanismo internacional de reestructuración de la deuda; el objetivo esencial de todo mecanismo o tribunal de reestructuración de la deuda soberana sería ofrecer un sistema transparente, previsible, equitativo y eficaz de resolución de la deuda, cuyas decisiones serían vinculantes para todas las partes y universalmente aplicables.

55. El establecimiento de una solución estatutaria para la reestructuración de la deuda sería un proceso sumamente difícil y largo, desde las negociaciones hasta su ratificación. Para resultar eficaz, el enfoque estatutario debería ser aceptado por un número crítico de futuros miembros y signatarios del tratado multilateral. En particular, debería ser aprobado por las economías cuya jurisdicción rige la mayoría de las emisiones de deuda externa. Será difícil conseguirlo, y también es probable que surjan preocupaciones legítimas acerca de las competencias de un tribunal internacional o mecanismo del FMI.

56. La principal ventaja de un enfoque estatutario multilateral es que, si tiene éxito, promoverá una serie de normas y prácticas que integrarán unos principios y objetivos a largo plazo, como el desarrollo sostenible, la equidad y la justicia de los resultados y la transparencia del proceso, que están por encima de cualesquiera intereses particulares. Dados los arraigados problemas de rendición de cuentas, parcialidad y falta de legitimidad que caracterizan a muchos de los mecanismos vigentes de reestructuración de la deuda, así como su fragmentación, el hecho de disponer de un marco institucional estable y claro para la reestructuración de la deuda podría contribuir a que se solucionara más eficazmente el problema de la deuda impidiendo que surgieran previsiones autocumplidas de desestabilización y haciendo más previsibles y coherentes los resultados de la resolución de los problemas de deuda.

## V. Conclusión

57. Probablemente las crisis de deuda externa recurrentes seguirán suponiendo un reto importante para la gobernanza financiera mundial. Como se ha señalado en el presente documento, uno de los principales motivos de ese endeudamiento creciente es el aumento rápido de las entradas de capital financiero que se ven impulsadas en el contexto de una expansión rápida y excesiva de la liquidez global. Además, el aumento concomitante de los instrumentos financieros y de deuda a menudo complejos y opacos, junto con cambios sustanciales de la estructura y la composición de la deuda externa de los países en desarrollo, han hecho que su deuda sea sumamente vulnerable a los caprichos de los mercados financieros privados en particular y, en general, de la presente economía global. Ni siquiera las economías en desarrollo mayores y más adelantadas pueden prever claramente su grado de preparación para afrontar los múltiples retos derivados de una exposición mucho mayor de su deuda externa a los riesgos del mercado, un sistema de mecanismos de reestructuración de la deuda *ad hoc* y fragmentado y una situación económica e institucional general que introduce un sesgo recesionista en los procesos de ajuste macroeconómico.

58. Por consiguiente, ante la persistencia de las vulnerabilidades y los retos que presentan los mercados financieros internacionales urge abordar seriamente el debate sobre los mecanismos mejorados de reestructuración de la deuda. Los distintos enfoques de esta cuestión reflejan, como se ha visto en el presente documento, maneras muy distintas de entender el funcionamiento y las necesidades de la economía que pueden ser difíciles de conciliar. Así pues, posiblemente sería prudente abordar el cambio en esta esfera de manera gradual, empezando por propuestas minimalistas y pasando luego a otras más ambiciosas. Lo que resulta claro es que, a pesar de las evidentes dificultades para lograr consenso político, es indispensable un marco general, previsible, equitativo y coherente para una reestructuración eficiente y eficaz de la deuda soberana. A largo plazo será beneficioso para los deudores soberanos y sus acreedores, con la única excepción de los que se focalizan exclusivamente en la litigación especulativa.