

LA DEUDA EXTERNA EN EL MUNDO EN DESARROLLO: SOSTENIBILIDAD, ALIVIO Y REESTRUCTURACIÓN

Alfredo Macías Vázquez



Estos materiales están pensados para que tengan la mayor difusión posible y que, de esa forma, contribuyan al conocimiento y al intercambio de ideas. Se autoriza, por tanto, su reproducción, siempre que se cite la fuente y se realice sin ánimo de lucro.

Los trabajos son responsabilidad de los autores y su contenido no representa necesariamente la opinión de la Fundación Carolina o de su Consejo Editorial.

Están disponibles en la siguiente dirección:
<http://www.fundacioncarolina.es>

Primera edición, junio de 2008
© Fundación Carolina - CeALCI
C/ Guzmán el Bueno, 133 - 5.º dcha.
Edificio Britannia
28003 Madrid
www.fundacioncarolina.es
informacion@fundacioncarolina.es

Diseño de la cubierta: Alfonso Gamo

Foto de la cubierta: Quaziefoto

DERECHOS RESERVADOS CONFORME A LA LEY

Impreso y hecho en España

Printed and made in Spain

ISSN: 1885-866-X

Depósito legal: M-27.891-2008

Fotocomposición e impresión: EFCA, S.A.

Parque Industrial «Las Monjas»

28850 Torrejón de Ardoz (Madrid)

Impreso en papel reciclado

***A André Gunder Frank (1929-2005),
por el alto valor que le otorgaba a la amistad
y su fidelidad a una ética humanista,
por su espíritu autocrítico***

ÍNDICE

SOBRE EL AUTOR	XI
AGRADECIMIENTOS.....	XIII
PRÓLOGO, <i>Jaime Atienza Azcona</i>	XV
INTRODUCCIÓN	XIX
1. EL NUEVO ESCENARIO DE LOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA LOS PAÍSES EN DESARROLLO.....	1
PARTE I: MARCO GENERAL	2
I. Principales características de los flujos financieros hacia los países en desarrollo	2
II. La diferenciación de la inserción financiera internacional entre los países de renta media y los países de bajos ingresos	5
III. Nuevos patrones de endeudamiento en los países en desarrollo	7
IV. Nuevos riesgos y oportunidades para los países de bajos ingresos ...	9
PARTE II: LAS NUEVAS CRISIS FINANCIERAS	11
V. La «financierización» de la economía	12
VI. La gestación de las crisis financieras en países de elevado endeudamiento	14
VII. Las nuevas crisis financieras en los países de renta media.....	16
PARTE III: LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.....	18
VIII. Por una reforma que priorice a los países de bajos ingresos.....	20
IX. La reforma y sus implicaciones en los países de renta media	22
2. LAS INICIATIVAS PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS (I): HIPC.....	27
I. Los tratamientos tradicionales para reducir el sobreendeudamiento de los países de bajos ingresos	28
II. Iniciativa para el alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados	29
III. La reforma de 1999	36
IV. La estrategia de lucha contra la pobreza.....	38
V. Evolución y resultados de la Iniciativa HIPC	40
VI. Valoración de la Iniciativa HIPC	47
VII. Ampliar el marco del debate.....	51

3.	LAS INICIATIVAS PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS (II): MDRI.....	55
	I. La Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral	55
	II. La transición de la Iniciativa HIPC a la MDRI: La cláusula de caducidad	61
	III. Evolución y resultados de la MDRI	67
	IV. Valoración de la MDRI y perspectivas tras su implementación.....	74
4.	HACIA ESTRATEGIAS DE ENDEUDAMIENTO SOSTENIBLE	77
	I. Sostenibilidad de la deuda, capacidad de pago y solvencia	77
	II. ¿Cómo garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo?	80
	III. Las limitaciones originales del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda en la Iniciativa HIPC	82
	IV. Un marco analítico más amplio para evaluar la sostenibilidad de la deuda en los países de bajos ingresos.....	83
	V. Valoración del Marco de Sostenibilidad de la Deuda.....	86
	VI. La revisión del Marco de Sostenibilidad de la Deuda tras la implementación de la MDRI	87
5.	LA BÚSQUEDA DE PROCEDIMIENTOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA.....	95
	I. Características del Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (SDRM)	98
	II. El SDRM como un instrumento complementario de las cláusulas de acción colectiva	100
	III. Las críticas de los acreedores privados	103
	IV. ¿Cómo contrarrestar la pérdida de soberanía de los países deudores sobre sus recursos y activos nacionales?	107
	V. La resolución de los conflictos en el marco del SDRM	109
	VI. Los mecanismos de reestructuración y las iniciativas de alivio en los países de bajos ingresos.....	112
	VII. Un proceso de arbitraje justo y transparente como alternativa de la sociedad civil	113
6.	NUEVOS DESAFÍOS EN EL TRATAMIENTO DE LOS PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: EL MEGACANJE ARGENTINO	119
	I. La «autocrítica» del Fondo Monetario Internacional	120
	II. Breve crónica de una crisis anunciada	124

III. La costosa ficción de la solvencia financiera	126
IV. Después del incumplimiento de los pagos, las propuestas de reestructuración.....	128
V. ¿Qué significa reestructurar una deuda que no se puede pagar?	130
VI. El Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana después del megacanje argentino	131
CONCLUSIONES	135
ANEXO: LA APORTACIÓN ESPAÑOLA AL TRATAMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA	141

SOBRE EL AUTOR

Alfredo Macías Vázquez (La Coruña, 1970), es Doctor por el Departamento de Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente, es Investigador «Isidro Parga Pondal» en el Departamento de Historia e Instituciones Económicas de la Universidad de Santiago de Compostela. Previamente, realizó labores de docencia y de investigación en las siguientes instituciones académicas: Instituto Universitario de Desarrollo y Coopera-

ción (Universidad Complutense de Madrid), Universidad Antonio de Nebrija, Universidad Carlos III de Madrid, Instituto de Economía y Geografía (Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Madrid) y Universidad Autónoma de San Luis Potosí (México). Desde diferentes vertientes, su trabajo de investigación ha tenido como referencia la problemática del desarrollo económico, siendo autor de diversas publicaciones en revistas nacionales e internacionales.

AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer al Centro de Estudios para América Latina y la Cooperación Internacional (CeALCI) de la Fundación Carolina, el apoyo y la confianza que en todo momento me brindaron en la realización de este estudio. En particular, me gustaría señalar que esta iniciativa hubiera sido muy difícil de concretar sin el empuje decidido de Jaime Atienza, responsable del área de re-

laciones económicas internacionales en dicho Centro. Jaime no sólo me planteó la idea y el esquema original del trabajo a realizar, sino que tuvo una contribución fundamental en la discusión del mismo y en su edición definitiva, aportando sugerencias, críticas y comentarios que han permitido una mejora sustancial de las sucesivas versiones provisionales.

PRÓLOGO

La relación entre financiación y desarrollo ha dado lugar a un enorme caudal de literatura tanto desde la economía y el análisis financiero como desde aproximaciones sociológicas y multidisciplinarias. Se trata, parece obvio, de una de las grandes cuestiones que cualquier país ha de tener en cuenta a la hora de proyectar su desarrollo, y de la disponibilidad de financiación, sus condiciones y de la constancia del flujo depende la estabilidad de las más diversas políticas —inversiones en infraestructuras o educación, gasto social—. La financiación de los estados tiene una fuente principal: los impuestos que ciudadanos y empresas pagan y con los que se diseñan las intervenciones públicas directas o indirectas —que operan mediante la intervención o la regulación— que contribuirán a dar forma al modelo de desarrollo de cada país. Así, si visto desde el sector privado la financiación es el elemento indispensable para que pueda producirse mayor inversión, desde el sector público es el elemento necesario —pero no suficiente— para el desarrollo de políticas públicas eficientes.

La deuda externa, que no es sino la otra cara de la financiación, es el tema principal del presente documento de trabajo. Es bien sabido que tener acceso a financiación internacional es una ventaja indudable, pero igualmente conocido es que la historia reciente de la economía mundial tiene demasiados ejemplos que expresan a las claras las dificultades que el sobreendeudamiento o que un endeudamiento inadecuado pueden

producir sobre las economías de los países en desarrollo. Del mismo modo, si bien los problemas con la deuda externa han sido en la historia reciente patrimonio de los países en desarrollo —como lo fue, por cierto, de los países industrializados en el período de entreguerras— su origen y la responsabilidad sobre ella no corresponde tan solo a esos países.

La corresponsabilidad entre países ricos y pobres en las sucesivas crisis de la deuda que se han vivido desde la crisis del petróleo del año 1973 es un elemento central para poder discutir y abordar tanto los problemas asociados al exceso de endeudamiento externo como las recetas para superarlos. Pero la responsabilidad en la evolución de la economía global de los mecanismos y modalidades de financiación trasciende a los estados para abarcar también al sector privado y a sus operadores, que se han diversificado desde los grandes bancos hacia fondos de inversión y de pensiones, que juegan hoy un papel determinante.

La *financierización* de la economía —el peso relativamente muy superior de las operaciones financieras respecto a la evolución y operaciones con efectos sobre la economía real— a la que alude Alfredo Macías en el presente texto es un elemento definitorio de la actual etapa de la economía global, y explica algunas de las tendencias en materia de financiación y endeudamiento que el presente documento analiza.

La crisis de la deuda que estalló en el año 1982 dio lugar a un ciclo histórico de altos niveles de endeudamiento externo en el mundo en desarrollo —según el Banco Mundial, casi 90 países se encuentran hoy dentro de las categorías de severa o moderadamente endeudados— y en el que el momento del ciclo económico y la abundancia o escasez relativa de liquidez y crédito internacional han sido factores que han explicado algunas de las crisis posteriores, las crisis financieras de los años noventa y comienzos del siglo XXI en los países emergentes.

Precisamente la emergencia de los mercados financieros y la abundancia volátil de flujos de crédito hacia un pequeño grupo de economías emergentes han establecido una clara diferenciación entre los países más pobres, ajenos en términos generales al circuito del crédito privado, y aquellos otros países de renta media alta, o economías de gran tamaño y dinamismo con acceso. Cada grupo ha debido afrontar problemas distintos y abordarlos también con herramientas distintas.

La comunidad internacional ha puesto el acento, desde el año 1996, en los países más pobres del planeta con la puesta en marcha de la Iniciativa HIPC —Países Pobres Muy Endeudados— de reducción de la deuda externa. Una iniciativa pionera en muchos aspectos y de un alcance notable, pero a la que se le han achacado problemas de funcionamiento y en última instancia de impacto

por los recurrentes atrasos en su efectiva implementación y sus limitados efectos para algunos de los países beneficiarios.

Pero la realidad de los países menos adelantados del planeta no es el único asunto preocupante desde un punto de vista de desarrollo cuando nos centramos en el ámbito de la deuda externa. El establecimiento de medidas y umbrales de sostenibilidad adecuados que ofrezcan a los países en desarrollo oportunidades de crecimiento y por tanto de desarrollo económico y social es también una clave de futuro a tener en cuenta. Asimismo, el dilema cotidiano de muchos países pobres es entre cumplir con el servicio de la deuda o bien cumplir con las inversiones precisas para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio o cualesquiera objetivos internos de desarrollo diseñados desde el interior del país.

La importancia de buscar sistemas de renegociación de la deuda equitativos y garantistas para todas las partes, en un mundo en que ya son muy numerosos y diversos los acreedores, es otro de los grandes debates abiertos en su día desde el FMI lanzando la propuesta de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (*SDRM*). Neutralidad y garantías para todos —incluida la parte normalmente más débil, el deudor— serían elementos esenciales de un nuevo sistema en el que debiera haberse avanzado ya, aprovechando un ciclo necesariamente limitado en el tiempo de bo-

nanza financiera internacional que pareciera estar agotándose ya en 2008.

En un principio el presente texto fue concebido como un documento sencillo de presentación de la problemática de los países más pobres y endeudados, clarificando el desempeño y buscando los impactos de las medidas de reducción de la deuda en el marco de la Iniciativa HIPC. Sin embargo, a medida que el autor, Alfredo Macías Vázquez, profesor de economía en la Universidad de Santiago de Compostela, fue profundizando en el análisis convenimos en la pertinencia de realizar un trabajo con una carga de desarrollo mucho mayor, de modo que junto a capítulos de análisis más coyuntural y referido a los datos más actualizados, el documento se adentra con un análisis económico riguroso y un enfoque integral de desarrollo en los temas mencionados: financiación del mundo en desarrollo, sostenibilidad, mecanismos de negociación e iniciativas de reducción de la deuda. El minucioso análisis de la crisis financiera y el megacanje argentino que realiza el autor ofrecen pistas clarificadoras sobre los problemas que pueden producirse —y sobre la forma de abordarlos, lejos de la ortodoxia en ese caso— cuando se trata de países con acceso a mercados y una cartera de acreedores verdaderamente compleja.

El texto contiene además un breve anexo que ofrece los datos más actualiza-

dos disponibles sobre la aportación española a las iniciativas de condonación y conversión de la deuda, un ámbito en el que se ha producido un esfuerzo notable, más allá de lo inicialmente establecido en la Iniciativa HIPC. Quiero destacar que tanto en el diálogo sobre el contenido del presente documento como en la presentación de la información que aquí se refiere, la cordial colaboración de Mario Delgado e Isabel Rata, del Ministerio de Economía y Hacienda, ha sido esencial y muy importante para el autor y para quienes preparamos los términos iniciales del mismo.

La capacidad de Alfredo Macías por abarcar dimensiones complejas de los problemas de la financiación del desarrollo y realizar al tiempo un ejercicio riguroso de análisis técnico de las iniciativas de tratamiento de la deuda en marcha constituye el principal activo de este documento, que combina los datos e información más actualizada —a otoño de 2007— en materia de tratamiento internacional de la deuda externa con el análisis de aspectos esenciales en ese debate que a buen seguro ganarán relevancia en un futuro muy cercano en una agenda distraída en el último lustro por una extraordinaria abundancia de crédito y que ha trasladado hacia el futuro debates esenciales.

Jaime Atienza Azcona
Madrid, febrero de 2008

INTRODUCCIÓN

La deuda externa continúa siendo un elemento decisivo para las posibilidades de progreso de decenas de países en desarrollo y un componente estructural de las relaciones económicas entre el Norte y el Sur, con consecuencias negativas para las condiciones de vida de la mayoría de la población en dichos países. En el pasado la crisis de la deuda afectó a grandes economías del mundo en desarrollo, poniendo en dificultades la estabilidad del sistema financiero por el riesgo en que en la década de los ochenta incurrieron varios de los más importantes bancos privados del planeta. Hoy el endeudamiento es un problema grave y visible para los países más pobres —los agrupados en la Iniciativa HIPC— y un factor de inestabilidad larvado para no pocos países de ingresos medios o emergentes que un eventual deterioro del ciclo económico podría hacer aflorar.

El escenario financiero internacional en que se produjo el estallido de la crisis de la deuda en 1982, con la moratoria mexicana, muy poco tiene que ver con el escenario actual. Las economías de renta media, que lograron mejorar su acceso a los mercados financieros en los años noventa, consiguieron remontar la «década perdida» enfocando con mayor optimismo el porvenir. Sin embargo, pronto cambiarían las expectativas, cuando el «efecto tequila» tras la nueva crisis mexicana de 1994-1995 no sólo anunció que el acceso a la financiación internacional contenía implícitamente inéditas dificultades, sino que además éstas se

contagiaban de una manera increíblemente rápida entre los países en desarrollo.

Este trabajo se inicia con un capítulo, que precisamente intenta analizar estos cambios en la inserción financiera de los países en desarrollo, contrastándolos con la evolución que han experimentado los países de ingresos bajos. Lamentablemente, estos últimos países fueron todavía más marginados del escenario financiero internacional, cronificándose sus situaciones de elevado endeudamiento. Al tratarse de economías pequeñas y pobres, su alto endeudamiento les impedía obtener financiación, con lo cual se hundían cada vez más en la acumulación de deudas y atrasos. Sus fuentes de financiación se han reducido de manera principal a la ayuda oficial al desarrollo, en forma de donaciones y de créditos concesionales, facilitada por los organismos financieros multilaterales y los acreedores bilaterales, especialmente los pertenecientes al Club de París. Una financiación más barata que la recibida por las economías de renta media, pero con la contrapartida del establecimiento de una serie de condiciones en el diseño y la ejecución de los programas económicos aplicados en cada país.

Este sobreendeudamiento estaba extenuando a los países más pobres del planeta, impidiendo que los mismos pudiesen dedicar recursos a la lucha contra la pobreza. En 1996, una década después de que comenzasen los primeros trata-

mientos para resolver la crisis de la deuda de los países en desarrollo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) lanzaron la primera iniciativa de alivio de la deuda destinada específicamente a los países con ingresos bajos, que se vio reforzada posteriormente. Así, los capítulos segundo y tercero de esta publicación se interesan por estas iniciativas multilaterales para el alivio de la deuda, tanto por sus características fundamentales como por su evolución y sus resultados.

La persistencia del problema de la deuda contrasta con los repetidos intentos que, con menor o mayor acierto, la comunidad internacional ha puesto en marcha para tratar de mitigarlo. Por ello, en la última década, el debate sobre la deuda externa de los países en desarrollo ha ido tomando progresivamente una nueva orientación. En lugar de seguir buscando solamente soluciones coyunturales para superar situaciones recurrentes de sobreendeudamiento, que parecieran reproducirse como si se tratase de un fenómeno meteorológico cíclico, la atención se desplazó hacia la posibilidad de prevenir este tipo de situaciones. A pesar del amplio debate y de las iniciativas diseñadas para tal propósito, todavía no se observa un cambio de rumbo significativo a este nivel. Como se discutirá en el capítulo cuarto, el nuevo marco analítico que las instituciones multilaterales han diseñado para afrontar esta cuestión ha mejorado técnicamente el análisis de la solvencia financiera de los países endeudados, incluso se han revisado sus

indicadores para que se adecue a los nuevos riesgos asociados al cambiante entorno financiero internacional. Sin embargo, por el momento no se ha abordado suficientemente el debate sobre la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, que intente definir estrategias de endeudamiento sostenible orientadas a resolver los problemas del desarrollo socioeconómico de los países pobres.

Pero además, la cuestión de la sostenibilidad cruza transversalmente la valoración del alcance de todas las acciones orientadas a solucionar los problemas de sobreendeudamiento. Por un lado, las iniciativas de alivio de la deuda sólo serán eficaces si consiguen colocar a los países por debajo de los umbrales sostenibles de endeudamiento. Por otro lado, como se analiza en el capítulo quinto, las crisis de insolvencia pueden ser el resultado de una dificultad estructural para poner en marcha un proceso ordenado de reestructuración de las deudas soberanas, que minimice los costes de ambas partes cuando se llega a una situación de incumplimiento en los pagos. En este capítulo examinamos la propuesta multilateral, misteriosamente abandonada sin explicaciones, que pretendía poner en funcionamiento un marco jurídico e institucional común para la reestructuración de las deudas soberanas en todos los países; pero además exponemos las principales críticas que ha recibido, así como profundizamos en las respuestas que desde el mercado y desde la sociedad civil se han dado a esta cuestión.

El capítulo sexto está dedicado al estudio de la crisis argentina de 2001-2002, pues la evolución de los acontecimientos vividos en este país nos permite extraer lecciones hacia el futuro, y además los cambios en la agenda multilateral han estado muy influidos por la misma. Esta crisis no sólo abrió un serio debate sobre los contenidos de las condiciones económicas que los organismos multilaterales imponen a los países que solicitan ser apoyados financieramente por los mismos, sino que perfiló un proceso de reestructuración de las deudas que difícilmente el FMI hubiera imaginado con anterioridad. Por otro lado, da la sensación que

algunos países latinoamericanos han tomado nota de lo sucedido en Argentina, cuya economía ha experimentado una importante recuperación no prevista por los organismos internacionales, y han comenzado a tomar distancia de las directrices políticas del FMI saldando anticipadamente sus obligaciones financieras gracias a los elevados precios de las materias primas, particularmente del petróleo.

Por último, en el capítulo séptimo, se plantean algunas reflexiones finales, donde se recogen y se comentan los aspectos más relevantes de los temas tratados a lo largo del trabajo.

1. EL NUEVO ESCENARIO DE LOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

La insuficiencia del ahorro nacional ha sido considerada tradicionalmente como la justificación principal para buscar financiación externa con el objetivo de impulsar el proceso de desarrollo. Tal insuficiencia puede ser el resultado de una brecha entre la inversión y el ahorro internos, pero también puede estar asociada a obstáculos estructurales que impiden la transferencia de recursos de un sector a otro. Por lo tanto, la financiación internacional, ya sea en forma de inversión directa, de préstamos bancarios, bonos o de ayuda al desarrollo, no siempre da lugar a los efectos deseados, pues en muchas ocasiones los problemas no son meramente de insuficiencia de recursos. No es casual entonces que el debate sobre la financiación del desarrollo se solape en parte con el de las políticas económicas y las reformas estructurales adoptadas para que esa financiación dé lugar a un proceso de desarrollo sostenible a largo plazo.

Por otro lado, en esta época de globalización, las características y los resultados de la financiación internacional del desarrollo se relacionan crecientemente con el funcionamiento del sistema financiero internacional en su conjunto. La necesidad de avanzar en su reforma, dando pie a una mayor coherencia entre las relaciones financieras internacionales y los procesos de desarrollo de los países pobres, se vincula no sólo con las políticas defendidas por los orga-

nismos multilaterales en estos países, sino también con una diversa gama de problemáticas que se han ido poniendo en evidencia en las crisis financieras de los últimos años, como la inestabilidad asociada a los flujos de capital a corto plazo o la complejidad de los procesos de reestructuración de las deudas incumplidas.

Para abordar este complejo asunto, hemos decidido dividir la exposición en tres partes. En primer lugar, esbozaremos sintéticamente un marco general de la evolución financiera de los países en desarrollo en los últimos años, intentando analizar los procesos de inserción financiera y la diferenciación en los patrones de endeudamiento según el nivel de ingreso de los países. En segundo lugar, nos centraremos en el análisis de las crisis financieras acaecidas en las economías emergentes en la última década. Por un lado, intentaremos explicar sus fundamentos estructurales. Por otro lado, analizaremos cómo lo que son crisis de liquidez en principio, se pueden convertir en crisis de solvencia, agravando los problemas de endeudamiento externo que estos países arrastran desde la década de los ochenta. Por último, intentaremos perfilar algunas líneas estratégicas para la reforma del sistema financiero internacional, estableciendo una diferenciación entre las economías de renta media y los países de ingresos bajos.

PARTE I: MARCO GENERAL

En las últimas décadas, la deuda externa se ha consolidado como un componente estructural de las relaciones económicas entre los países del Norte y del Sur. No obstante, desde la crisis de 1982, se vienen produciendo cambios sustanciales en las fuentes de financiación internacional de los países en desarrollo, que han terminado afectando a las características del endeudamiento. Como resultado, se ha desencadenado un proceso de diferenciación de la inserción financiera externa entre los países de renta media y de ingresos bajos, que está provocando la aparición de trayectorias alternativas en la forma de gestarse los problemas financieros y las crisis de endeudamiento.

I. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

La internacionalización del capital financiero es un proceso que viene de muy atrás, es casi consustancial a la historia del capitalismo. No obstante, retomó un nuevo impulso en la década de los sesenta, y se agudizó en los setenta con la ruptura del orden monetario internacional de posguerra, que significó la privatización del riesgo cambiario. A partir de ese momento, con la desaparición del

sistema de tipos de cambio fijos bajo la dirección del dólar, la variación de las cotizaciones entre las divisas pasa a ser objeto del negocio financiero privado. En consecuencia, aumentó el intercambio de divisas y la emisión de préstamos y obligaciones internacionales destinadas a los países en desarrollo, surgiendo paralelamente nuevos instrumentos financieros que permitieran sacar partido de la volatilidad en torno a las tasas de interés y los tipos de cambio.

A comienzos de los años ochenta, el panorama financiero internacional se modificó significativamente con la aplicación en las economías más industrializadas de políticas económicas de carácter monetarista, basadas en la elevación de los tipos de interés. Estas políticas, que se comenzaron a poner en práctica en Estados Unidos y en Reino Unido, fueron capaces de alterar tanto las condiciones internas como la inserción internacional de estas economías, provocando una enorme atracción de capitales extranjeros hacia los países desarrollados¹. La crisis de la deuda de 1982 es en gran parte el resultado de estos cambios en los países centrales, que implicaron que los países en desarrollo pasasen a ser exportadores netos de capital durante esos años.

A partir de la década de los noventa, bajo la influencia oscilante de los ciclos de liquidez financiera, tuvo lugar un nue-

¹ E. Palazuelos (1998): *La globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo xx*, Madrid, Síntesis, pp. 17-40.

vo crecimiento sin precedentes de los flujos netos de capital hacia las economías en desarrollo de mayor tamaño. Si en 1980, dichos flujos habían alcanzado los 82.200 millones de dólares; en 1992, fueron 260.000 millones; y en 2006, se estima que se superen los 571.000 millones². En sus comienzos, este aumento masivo de los flujos, fundamentalmente a los llamados «mercados emergentes», resultó en cierta medida inesperado, debido a que los efectos de la crisis de 1982 no se habían superado todavía y a que los países receptores del capital aún mantenían mercados financieros relativamente cerrados. Por otro lado, si bien este auge de los flujos de capital fue recibido en un principio con alabanzas, en la actualidad se observa con mayor preocupación y, de hecho, se discute la posibilidad de que sus componentes más volátiles sean sujetos a un control más exhaustivo.

En la última década, los flujos internacionales de capital dirigidos a los países en desarrollo han evolucionado según tres características destacables:

1. Los flujos de capital oficial y privado han mostrado tendencias divergentes. Mientras que los primeros en términos agregados han tendido a disminuir, las corrientes privadas han mostrado un fuerte incremento a medio plazo.
2. Los distintos flujos de capital privado han manifestado diferencias no-

torias en términos de estabilidad. Mientras la inversión extranjera directa (IED) se ha mantenido relativamente estable durante las crisis, no ha sido así con las inversiones en cartera y los préstamos a corto plazo, que han mostrado una elevada volatilidad y una marcada sensibilidad al «contagio».

3. Los flujos financieros oficiales también han mostrado diferencias importantes en su evolución, a pesar de la tendencia general hacia su reducción. Mientras la ayuda bilateral ha evolucionado de manera netamente positiva, los flujos de deuda oficial han mostrado un creciente saldo negativo.

El cuadro 1 ilustra dichas tendencias. Los flujos financieros netos privados de todo tipo han experimentado un crecimiento importante durante la última década, que ha tenido un carácter prácticamente regular. Desde 2003, son superiores incluso a los flujos netos totales, ya que la deuda oficial presenta un balance negativo. No obstante, estos flujos privados presentan profundas diferencias en términos de estabilidad. Mientras que la IED se ha mantenido relativamente inalterable durante las últimas crisis financieras, manifestándose en los años recientes un crecimiento significativo de la misma que le permite explicar más de la mitad de los flujos netos de capital privado que captan los países en desarrollo. En cambio, el con-

² Banco Mundial, *Global Development Finance*.

CUADRO 1. *Flujos netos de recursos hacia los países en desarrollo, 1998-2006* (en miles de millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Flujos netos de capital (3+5)	228,9	209,6	181,1	191,1	174,2	262,0	385,9	480,7	571,0
2. Flujos oficiales netos (3+4)	78,0	58,4	37,4	70,3	55,6	51,5	43,9	0,6	-5,2
3. Deuda oficial	35,5	14,0	-5,9	26,6	5,0	-12,1	-26,6	-70,7	-75,8
4. Ayuda bilateral	42,5	44,4	43,3	43,7	50,6	63,6	70,5	71,3	70,6
5. Flujos privados netos (6+9+10)	193,4	195,6	187,0	164,5	169,2	274,1	412,5	551,4	646,8
6. Deuda privada (7+8)	17,6	6,0	7,1	-12,1	6,3	89,8	154,8	203,9	228,0
7. A largo plazo	82,9	23,3	13,4	11,6	5,8	34,8	86,4	136,2	156,0
8. A corto plazo	-65,3	-17,3	-6,3	-23,7	0,5	55,0	68,4	67,7	72,0
9. Inversiones en cartera	5,8	11,6	13,4	5,6	5,8	24,3	39,9	66,7	94,1
10. IED	170,0	178,0	166,5	171,0	157,1	160,0	217,8	280,8	324,7

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2007*, Washington D.C., 2007.

junto restante de los flujos financieros privados, especialmente las deudas de corto plazo y las inversiones en cartera, han mostrado una marcada reducción después del estallido de la crisis asiática en 1997, debido a la alta propensión al «contagio» de la misma entre los diferentes países. A partir de 2002, no obstante, los flujos comienzan de nuevo su recuperación.

Por otro lado, en contraste con el dinamismo de los flujos privados, el financiamiento oficial para el desarrollo ha manifestado una evolución poco satisfactoria. En primer lugar, la deuda oficial ha tenido un comportamiento neto muy negativo, poniendo en evidencia que los organismos multilaterales no han contribuido precisamente a resolver los problemas de financiación de los países más necesitados. En realidad, lo que ha prevalecido es un intento

de ciertos países de renta media, especialmente latinoamericanos, de desvincularse de la influencia y de los dictados de los organismos financieros internacionales, mediante el pago por adelantado del servicio de la deuda aprovechando la buena coyuntura de los precios internacionales del petróleo y de las materias primas. En segundo lugar, la asistencia bilateral, aunque se ha ido recuperando después de mantener un tímido perfil durante la década anterior, no consigue compensar la partida anterior. Si tenemos en cuenta además que la recuperación reciente de la ayuda bilateral se encuentra estrechamente relacionada con la condonación de la deuda externa de Irak y Afganistán, nos encontramos ante la paradoja de que son los acreedores oficiales los que en la actualidad repercuten de forma más tímida en el balance financiero de los países en desarrollo.

II. LA DIFERENCIACIÓN DE LA INSERCIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL ENTRE LOS PAÍSES DE RENTA MEDIA Y LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS

En los años ochenta, los flujos financieros que llegaban a los países en desarrollo se componían de sus fuentes tradicionales, es decir, de las aportaciones de la ayuda oficial y de los préstamos de la banca comercial. A partir de la década de los noventa, se comienza a producir una diferenciación en la inserción financiera internacional de estos países. En los países de renta media, surgen otras nuevas fuentes de financiación: los bonos y las inversiones en cartera³. En cambio, los países de ingresos bajos se tendrán que conformar con acceder a la estancada financiación oficial, pues no

tendrán acceso a estas nuevas fuentes de financiación, ni a los préstamos bancarios, dados sus niveles de sobreendeudamiento. En el cuadro 2 se puede verificar la evolución reciente del flujo neto de bonos privados hacia las diferentes regiones del mundo en desarrollo. Si bien hace una década existía un relativo reparto de este tipo de recursos, en la actualidad se concentran de forma exagerada en una única región, Europa y Asia Central. Además, se observa una marginación crónica de las regiones donde se concentra la mayor parte de los países de ingresos bajos, especialmente África Subsahariana.

En cuanto a las inversiones en cartera, además de repetirse una relativa concentración de las mismas (en este caso, en el Sudeste Asiático), se observa otra

CUADRO 2. *Flujos netos de bonos de los países en desarrollo, por regiones geográficas, 1998-2006 (en miles de millones de dólares)*

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Países en desarrollo	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,8	39,8	55,1	49,3
Sudeste Asiático y Pacífico	0,9	0,9	-0,8	0,4	0,1	2,0	9,7	9,9	7,0
Europa y Asia Central	14,3	7,8	5,7	1,2	3,6	9,5	23,3	28,4	48,3
América Latina y Caribe	17,7	20,0	8,4	2,9	-0,4	11,0	-1,9	16,6	-7,1
Oriente Medio y Norte de África	1,3	1,4	1,2	4,4	5,0	0,7	3,3	2,6	-2,3
Sur de Asia	4,2	-1,2	5,5	-0,5	-0,7	-3,1	4,1	-2,9	2,0
África Subsahariana	0,3	1,1	1,0	1,9	2,7	4,5	1,2	0,4	1,4

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2007*, Washington D.C., 2007.

³ Los países de renta media representan un conglomerado muy heterogéneo de países. Algunos de ellos, como puede ser el caso de Perú o Ecuador, presentan características estructurales y de inserción externa propias de los países de ingresos bajos, aunque formalmente sean catalogados como países de renta media.

característica, que de omitirla puede dar lugar a valoraciones engañosas. En el cuadro 3 se puede percibir cómo en la mayor parte de las regiones geográficas existen una serie de países de renta media de gran tamaño con mercados bursátiles más desarrollados, que en realidad son los que concentran dichas inversiones. Así, por ejemplo, las inversiones en cartera serían irrelevantes en África Subsahariana, si no tuviésemos en cuenta a Sudáfrica. Por otro lado, en el último año, destaca que China haya captado más de la tercera parte de las inversiones en cartera destinadas a los países en desarrollo.

En términos generales, parece claro que *si la volatilidad financiera ha representado el principal problema de los*

países de renta media, dadas las características de sus nuevas fuentes de financiación, la marginación de los mercados de capitales ha constituido un escollo fundamental para el desarrollo de los países de ingresos bajos. Por lo tanto, aunque las consecuencias de las crisis financieras han tendido a polarizar el debate sobre la reforma del sistema financiero internacional, hay cuestiones, como la marginación de los países más pobres de los flujos de capital privado o el lento crecimiento de los flujos oficiales de ayuda, que requieren también de la aplicación de un programa de reformas más orientado a las necesidades de los países de ingresos bajos, pues sus efectos sobre el desarrollo socioeconómico son mucho más negativos.

CUADRO 3. *Flujos netos de inversiones en cartera hacia los países en desarrollo, por regiones geográficas, 1998-2006 (en miles de millones de dólares)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Países en desarrollo	13,4	5,6	5,8	24,3	39,9	66,7	94,1
Sudeste Asiático y Pacífico	6,6	1,8	3,8	12,5	19,0	26,1	48,4
— China	6,9	0,8	2,2	7,7	10,9	20,3	32,0
Europa y Asia Central	0,6	-0,4	0,1	-0,6	5,3	6,3	10,5
— Rusia	0,2	0,5	2,6	0,4	0,2	-0,2	9,2
América Latina y Caribe	-0,6	2,5	1,4	3,4	-0,6	12,4	11,1
— Brasil	3,1	2,5	2,0	3,0	2,1	6,5	7,7
— México	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-2,5	3,4	3,9
Oriente Medio y Norte de África	0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,7	2,3	1,6
Sur de Asia	2,4	2,7	1,0	8,0	8,8	12,2	10,0
— India	2,3	2,9	1,0	8,2	9,1	12,2	8,7
África Subsahariana	4,2	-0,9	-0,4	0,7	6,7	7,4	12,5
— Sudáfrica	4,2	-1,0	-0,4	0,7	6,7	6,9	12,4

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2007*, Washington D.C., 2007.

III. NUEVOS PATRONES DE ENDEUDAMIENTO EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Antes de comenzar un análisis más en profundidad de las iniciativas para enfrentar el fenómeno del endeudamiento externo en los países en desarrollo, debemos de señalar que se operaron cambios importantes en su estructura a partir de la década de los años noventa. Las transformaciones han sido sustanciales respecto a los tipos de acreedores, así como en las condiciones del endeudamiento. En 1982, cuando México declaró la suspensión unilateral de los pagos, los flujos financieros privados a los países en desarrollo revestían esencialmente las características de préstamos bancarios bajo condiciones de mercado. Se trataba de un número limitado de grandes bancos prestamistas, que ponían a disposición de los países enormes sumas de capital en forma de créditos. Con el estallido de la crisis y las amenazas que implicaba sobre sus resultados, los bancos redujeron sensiblemente su participación en la financiación de los países en desarrollo. Entre 1990 y 1997, los créditos bancarios se redujeron de 102.700 millones de dólares a 33.900 millones⁴.

En 1990, los bonos tenían todavía un escaso peso en la estructura de deudas privadas no garantizadas. Con el Plan Brady (1989), los bancos sustituyeron progresivamente sus operaciones tradicionales en forma de créditos sindicados hacia los llamados títulos transables de deuda, más conocidos como bonos. El origen de los mercados emergentes se encuentra en este proceso, pues dichos instrumentos financieros condujeron a un crecimiento acelerado de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo de mayor tamaño, que a la par habían apostado por la liberalización gradual de sus mercados financieros. A partir de entonces, los inversores institucionales aparecen en el escenario como un nuevo tipo de acreedores privados, sustituyendo paulatinamente a los bancos⁵. Por otro lado, como parte de la liberalización y de la desregulación del sistema financiero internacional, aumenta la complejidad de los diversos activos financieros, lo que conlleva necesariamente un cambio en la estructura y en el monto de las deudas, que terminará complicando los procesos de reestructuración de las mismas cuando se incumplen sus pagos y, en consecuencia, incrementando las probabilidades de

⁴ Banco Mundial, *Global Development Finance*, varios años.

⁵ Muy pocas de las transformaciones vividas en los mercados financieros internacionales en las últimas décadas se podrían explicar sin tener en cuenta la irrupción en la escena financiera de un nuevo tipo de inversor privado, encarnado principalmente en la figura de los fondos de pensiones y de seguros. Estos inversores, mal llamados institucionales, aumentaron su peso específico como consecuencia de los procesos de privatización en los países desarrollados y de la liberalización de los principales mercados emergentes en el mundo en desarrollo.

incurrir en crisis prolongadas de insolvencia⁶.

Por lo tanto, en la década de los noventa, asistimos a cambios importantes en el perfil del endeudamiento de los países en desarrollo, que consistieron básicamente en la aparición de nuevos acreedores y en la modificación de los plazos de vencimiento. En el cuadro 4 se puede examinar la evolución más reciente de los cambios que se vienen produciendo en los tipos de acreedores, además de constatar un curso preocupante de los plazos de vencimiento de los activos. Por un lado, las deudas a corto plazo han crecido proporcionalmente en mayor medida que las deudas a largo plazo. Por otro lado, los derechos de los acreedores oficiales pierden peso en relación a los bancos y otros acreedores privados, que pasan a ocupar el liderazgo entre los prestamistas. Si en 1999, los oficiales ocupaban el primer puesto

entre los acreedores; desde 2006, ocupan el último lugar, distanciándose cada vez más de los acreedores privados.

En cambio, tomada aisladamente, la evolución del endeudamiento de los países de bajos ingresos fue muy diferente. Efectivamente, las economías emergentes asumieron nuevos riesgos al acceder a esas nuevas formas de endeudamiento, pero lograron financiar sus procesos de crecimiento económico. Sin embargo, los países pobres no tuvieron esta oportunidad, se estancaron y, por lo tanto, el peso relativo de las deudas se hizo mayor. En realidad, se instaló un círculo vicioso, al que nos referimos con «trampa del sobreendeudamiento»: sin financiación no hubo crecimiento; y sin crecimiento no hubo manera de reducir la carga de la deuda, lo cual a su vez mantuvo el acceso vedado a los mercados internacionales de capital. Los acreedores oficiales multilatera-

CUADRO 4. *La deuda externa en los países en desarrollo, por vencimientos y tipos de acreedores, 1999-2008 (en miles de millones de \$)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^P	2008 ^P
A corto plazo	323	302	345	340	415	510	613	702	773	829
A largo plazo	2.130	2.066	2.035	2.109	2.258	2.414	2.410	2.540	2.720	2.886
Acreedores oficiales	929	887	883	919	957	959	860	765	773	789
Bancos	701	646	618	615	649	731	756	870	972	1.079
Otros acreedores	823	835	878	914	1.067	1.235	1.406	1.608	1.748	1.847

^P Previsiones.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial (abril de 2007)*, Washington D.C., 2007.

⁶ P. Morazán (2003): «Deuda externa: Nuevas crisis, ¿nuevas soluciones?», Fundación Friedrich Ebert, Buenos Aires, *Ocasional Papers*, núm. 2, enero.

les y bilaterales fueron los únicos que continuaron prestando a estos países, garantizando que los estados mantuviesen estables sus «constantes vitales» macroeconómicas. El alivio de la deuda y las estrategias para la reducción de la pobreza fueron más recientes, de la última década.

IV. NUEVOS RIESGOS Y OPORTUNIDADES PARA LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS

El panorama internacional de la deuda externa ha cambiado significativamente en los últimos años. Aunque en términos absolutos la deuda externa de los países en desarrollo ha seguido aumentando

tanto en su monto total (DET, con la excepción de los países africanos) como en los pagos del servicio de la deuda (SD), como se puede observar en el cuadro 5, su importancia en relación a las exportaciones (XBS) y al PIB ha ido menguando significativamente. Esta mejoría de la solvencia financiera de la deuda ha sido generalizada en todas las regiones geográficas, y es el resultado tanto de las iniciativas multilaterales para el alivio de la deuda en los países de bajos ingresos, como del crecimiento de las exportaciones y, particularmente, de la subida de los precios de las materias primas, que reflejan la evolución de variables con un comportamiento más coyuntural⁷.

Sin embargo, con este menor peso de la deuda, será necesario paradójicamente

CUADRO 5. *La deuda externa en los países en desarrollo, 1999-2008* (en miles de millones de dólares)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^p	2008 ^p
DET	2.453,0	2.367,6	2.379,4	2.448,6	2.673,0	2.924,6	3.022,6	3.242,9	3.492,8	3.715,1
SD	397,0	446,7	424,7	416,1	465,4	478,3	593,7	665,2	575,0	607,6
DET/XBS (en %)	155,4	122,1	125,1	118,7	107,3	91,2	75,8	67,4	65,3	62,6
SD/XBS (en %)	25,2	23,0	22,3	20,2	18,7	14,9	14,9	13,8	10,8	10,2
DET/PIB (en %)	42,0	37,3	36,9	37,0	35,7	33,0	28,7	26,3	25,3	24,4

^p Previsiones.

DET: Deuda Externa Total, SD: Servicio de la Deuda, XBS: Exportaciones de Bienes y Servicios, PIB: Producto Interior Bruto.

Fuente: *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril de 2007), Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., 2007.

⁷ Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington D.C., abril de 2007.

vigilar con mayor atención la asunción de cargas insostenibles de deuda en el medio y el largo plazo. Particularmente en el caso de los países de bajos ingresos, el problema se puede agravar significativamente, poniendo en entredicho los logros alcanzados. En la actualidad, con la reducción de sus deudas, se abre un espacio de financiación en dichos países, que en principio puede representar una oportunidad para financiar nuevos proyectos que estimulen el desarrollo de sus economías. Sin embargo, existen riesgos derivados de ciertos operadores financieros especulativos, tales como los llamados *hedge funds*, cuya participación como financiadores podría derivar en un nuevo exceso de acumulación de endeudamiento. Del mismo modo, nuevos financiadores bilaterales que han entrado en escena dadas sus condiciones de exceso de liquidez, como pueden ser los casos de China o Venezuela, representan al mismo tiempo una oportunidad y el riesgo de un comportamiento que no es lo suficientemente predecible.

Es decir, tras el alivio de la deuda, lo importante ahora sería evitar una desacertada gestión del endeudamiento, que derivase de nuevo en una repetición de la «trampa del sobreendeudamiento». Los países de bajos ingresos poseen un elevado riesgo de volver a caer en una situación semejante. Este tipo de créditos, facilitados por acreedores privados y bilaterales menos institucionalizados, no suelen ser concesionales, y pueden representar un porcentaje significativo

del PIB de un país pobre, a lo que se suman las dificultades de gestión de una cartera de deuda compleja por parte de sus aparatos administrativos.

Paralelamente, la mayor estabilidad macroeconómica y especialmente el control de la inflación han hecho posible la expansión del mercado de deuda en moneda local en los países de bajos ingresos. Las reformas de los sistemas de pensiones han constituido también otra forma alternativa de desarrollar un mercado financiero en moneda local, eliminando los riesgos de cambio vinculados con el endeudamiento en moneda extranjera. No obstante, a pesar de sus ventajas, un nivel demasiado elevado de la deuda doméstica puede elevar los tipos de interés, repercutiendo negativamente en la inversión productiva y por tanto en los niveles de crecimiento económico. Además, el peso total de la deuda pública sigue siendo considerable, incluso mayor que al comienzo de la década de los noventa. Como analizaremos más adelante, este crecimiento de la deuda pública representa una importante amenaza para la sostenibilidad de la deuda externa.

En el fondo, se requeriría de un plan de acción de conjunto para prevenir una nueva situación de elevado endeudamiento, que estableciese medidas eficaces sobre el conjunto de riesgos planteados y que facilitase un debate multilateral con la participación de los países pobres. Seguramente, el primer paso tendría que proceder de la comuni-

dad internacional, ofreciendo una mayor ayuda concesional para financiar el desarrollo de estos países. Desafortunadamente, los organismos financieros internacionales no reconocen que el interés de los países de bajos ingresos en este tipo de préstamos más arriesgados, concedidos por acreedores menos institucionalizados de alta liquidez, en gran medida es el resultado de los montos insuficientes de la ayuda oficial⁸.

PARTE II: LAS NUEVAS CRISIS FINANCIERAS

En la década de los noventa, los capitales volvieron a fluir hacia los países en desarrollo, particularmente hacia las economías de renta media. En parte, este cambio de tendencia se explica por la existencia de un exceso de liquidez en los circuitos financieros internacionales, como había ocurrido durante la década de los setenta, pero aparecen otros factores novedosos que lo animan. Entre otros, las altas tasas de interés en los países en desarrollo, con un significativo diferencial respecto a Estados Unidos; las innovaciones en productos financieros, que reducen los costes de transacción al otorgar una serie de garantías; y, por qué no decirlo, los importantes desembolsos que de todas mane-

ras los países en desarrollo realizaron durante la década anterior para pagar sus deudas, que van a representar una credencial valiosa para acceder a nuevas fuentes de financiación⁹.

La atracción de los países en desarrollo fue mayor cuando los gobiernos empezaron a adoptar medidas de liberalización financiera, como el levantamiento del control de capitales. Luego, las privatizaciones —concretamente, las expectativas de rentabilidad que generaron— aumentaron el interés de los mercados internacionales. El *dinero caliente* fue atraído por las condiciones de una rentabilidad particularmente alta, tal como lo demuestra el crecimiento de la capitalización bursátil de las principales plazas financieras de las economías emergentes. En este proceso, los capitales a corto plazo tendieron a constituir la mayor parte de los flujos financieros recibidos, sobre todo cuando los procesos de privatización se fueron agotando.

Las teorías tradicionales suelen explicar una crisis financiera como resultado de un castigo que los inversores internacionales ejercen sobre gobiernos poco disciplinados en materia de política económica. Es más, suelen argumentar que una posición especulativa de corto plazo por parte de dichos inversores es estimulada por una acción gubernamental

⁸ F. Oddone (2007): «Debt Sustainability or Defensive Deterrence? The Rise of New Lenders and the Response of the Old», *Eurodad*, enero.

⁹ P. Salama (1999): *Riqueza y pobreza en América Latina. La fragilidad de las nuevas políticas económicas*, México D.F., Fondo de Cultura Económica, pp. 14-18.

errática. Sin embargo, como analizaremos más adelante, tal vez resulte más razonable pensar en el advenimiento de dichas crisis como un proceso de retroalimentación entre las decisiones del sector público y privado, que finalmente desestabiliza las economías nacionales¹⁰. Además, hay que tener en cuenta que los episodios más recientes de auge y desplome financiero ocurrieron en países cuyas cuentas fiscales y monetarias estaban en perfecto orden. En varios países, como Rusia o Brasil, fue la especulación privada —antes que la indisciplina del estado— la que originó el desequilibrio fiscal, al elevar las tasas de interés sobre la deuda pública.

Por otro lado, para prevenir las crisis financieras y sus *efectos externos* tan devastadores, se hace necesario establecer nuevos instrumentos que fortalezcan la capacidad de la comunidad internacional de orientar los flujos financieros internacionales hacia las necesidades de desarrollo de los países receptores del capital, sin poner en riesgo el funcionamiento estable de sus sistemas económicos y financieros. Esta necesidad es urgente para los países de renta media que han abierto sus mercados financieros en las últimas décadas, pero las

amenazas también se ciernen sobre los países de ingresos bajos que se han beneficiado de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda, ya que recientemente están comenzando a acceder a financiación privada externa.

V. LA «FINANCIERIZACIÓN» DE LA ECONOMÍA

La forma financiera de la riqueza ha evolucionado de una manera muy imaginativa a lo largo de las últimas décadas. La búsqueda de la acumulación de dinero ha proporcionado grandes incentivos para adoptar innovaciones, que desarrollasen su movilidad y su capacidad para escapar a los controles políticos. Sin embargo, comparativamente a los avances en otros sectores económicos, siempre se ha prestado poca atención a las innovaciones técnicas y organizativas utilizadas por los bancos y por los operadores financieros, a pesar de que éstas han venido cambiando profundamente el funcionamiento de los mercados financieros, alterando de este modo la distribución del poder entre los principales centros económicos del mundo¹¹.

¹⁰ J. Eatwell y L. Taylor (2000): *Finanzas globales en riesgo. Un análisis de la regulación internacional*, Buenos Aires, Siglo XXI/CEFIDAR, 2005, pp. 162-166.

¹¹ Las innovaciones no fueron la única novedad en el funcionamiento de los mercados financieros en la década de los noventa. Otras alteraciones tuvieron que ver con el propio tamaño de los mercados, los volúmenes de contratación, la variedad de operaciones posibles, el número de nuevos centros financieros, en resumen, hay una mayor cantidad de recursos implicados en el mundo de las finanzas, que incrementa su potencial de inestabilidad. Por otro lado, se ha producido una tendencia a la desintermediación bancaria. Los bancos abandonan sus negocios tradicionales y, por otro lado, aparecen nuevos actores financie-

Cuando la paridad dólar-oro establecida en Bretton Woods ¹² colapsó y las fluctuaciones significativas en los tipos de cambio se volvieron algo cotidiano, comenzaron a proliferar las oportunidades de obtener mayores ganancias con la compra y venta de títulos extranjeros. No es una casualidad que el crecimiento de los flujos internacionales de capital haya coincidido con la desaparición del régimen de tipos de cambio fijos. Nuevos productos financieros fueron introducidos con el objetivo de aprovechar las nuevas fuentes de rentabilidad asociadas a la privatización del riesgo de cambio. Ante todas estas innovaciones, no sólo ha sido muy difícil desarrollar un marco regulador a escala internacional, sino que las propias regulaciones nacionales han reaccionado muy lentamente a los desafíos que los nuevos productos financieros implicaban en términos de estabilidad macroeconómica.

A mediados de la década de los noventa, los avances en las telecomunicaciones y la informática modificaron el sistema predominante de ajuste de las cuentas financieras hasta un punto irreconocible según los parámetros tradicionales. Dichos avances han transformado no sólo la forma física en que el dinero funciona como medio de pago, sino los sistemas de intercambio y registro de los pagos. En 1995, lo que se desarrolló como un sistema electrónico de compensación entre bancos estadounidenses pasó a convertirse en el mayor sistema de compensación internacional, liquidando alrededor de 200.000 transacciones diarias valoradas en un total de 1,3 billones de dólares ¹³. Probablemente, es demasiado pronto para adivinar todas las implicaciones potenciales derivadas del uso del «dinero digital», pero es muy posible que las autoridades monetarias de los países ya se estén viendo ampliamente desborda-

ros. En consecuencia, es más difícil identificar los interlocutores del sistema financiero internacional, en el caso de que el estallido de una crisis demande su presencia institucionalizada.

¹² Los *Acuerdos de Bretton Woods* son las resoluciones de la *Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas*, realizada en el complejo hotelero de Bretton Woods, New Hampshire, en julio de 1944, donde se establecieron las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo. Se decidió la creación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, y el uso del dólar como moneda internacional. El objetivo más importante de la reunión de Bretton Woods fue la creación de un nuevo orden de la economía mundial a través de un régimen internacional monetario, con tipo de cambio estable entre las monedas nacionales y con el dólar estadounidense como patrón. Los componentes más importantes de este sistema fueron: total convertibilidad del dólar estadounidense en oro con una cotización de 35 US\$ por onza; obligación del resto de los países de mantener las respectivas cotizaciones internas a través de intervenciones en el mercado de divisas, manteniendo los márgenes de fluctuación establecidos; adjudicación de créditos por parte del FMI debido a problemas transitorios en la balanza de pagos; y ajuste de las paridades por dificultades permanentes en la balanza de pagos.

¹³ S. Strange (1999): *Dinero loco. El descontrol del sistema financiero global*, Barcelona, Paidós, pp. 37-38.

das por la avalancha de transacciones sin control ¹⁴.

Habitualmente, se ha considerado que el desarrollo del sistema financiero era necesario para la expansión del sector productivo, cuando éste alcanzaba cierta envergadura y complejidad. Por otro lado, existen innovaciones en productos financieros que proporcionan cobertura contra los riesgos asociados a las oscilaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés. Sin embargo, *si el desarrollo del sector financiero es desmesurado, los efectos negativos pueden superar a los positivos* ¹⁵. Hoy en día, los mercados financieros tienden a convertirse en un foco de especulación, más que de captación de fondos o de obtención de garantías. La actividad financiera de compra y venta de títulos tiende a realizarse en detrimento de la actividad productiva: las empresas invierten parte de sus beneficios de la producción en títulos de otras empresas o el estado, con el fin de obtener una mayor rentabilidad. El sector financiero tiende a independizarse del productivo, pues en muchas ocasiones las ganancias financieras se generan sea cual sea la situación de la economía real.

Lo más preocupante es que este proceso, llamado de «financierización» de las economías, tiende a ser más importante

en los países en desarrollo en relación al tamaño de sus economías, lo cual termina provocando mayores deformaciones estructurales. La entrada de capitales puede financiar el déficit comercial y asegurar el servicio de la deuda externa. Sin embargo, si este flujo financiero se revierte, las salidas de capital se harán en detrimento del ahorro nacional, lo cual incrementa el temor de los inversores de no ser reembolsados. La situación puede complicarse, puesto que las políticas de ajuste para recuperar la capacidad de pago se orientan a lograr un superávit comercial que, en muchas ocasiones, sólo puede alcanzarse mediante la aplicación de medidas recesivas.

VI. LA GESTACIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS EN PAÍSES DE ELEVADO ENDEUDAMIENTO

Tras décadas de alto endeudamiento, los gobiernos de los países en desarrollo han contraído sistemáticamente créditos que no siempre pueden ser invertidos productivamente, sino que sirven para pagar el vencimiento de deudas anteriores. En consecuencia, el servicio de la deuda sólo puede pagarse con los ingresos fiscales, sin que los mismos hayan aumentado como resultado del

¹⁴ Por ejemplo, actualmente, los agregados monetarios que se utilizaban tradicionalmente para medir la cantidad de dinero que circulaba en una economía nacional, resultan incapaces de garantizar esta función tan importante para el buen diseño de la política monetaria.

¹⁵ P. Salama (1999): *Riqueza y pobreza en América Latina. La fragilidad de las nuevas políticas económicas*, México D.F., Fondo de Cultura Económica, pp. 72-76.

efecto en la recaudación tributaria del crecimiento económico provocado por el gasto público en nuevas inversiones. Los intereses están en muchas ocasiones por encima de la tasa de beneficio de las empresas, con lo cual los ingresos privados adicionales resultan insuficientes para elevar dichos ingresos fiscales hasta cubrir el servicio de la deuda. En estas circunstancias, el mercado debería corregirse automáticamente, reduciéndose los intereses. Sin embargo, esta reacción no se presenta cuando los inversores tienen mayor libertad y flexibilidad, al tener opciones alternativas para inversiones financieras más allá de las fronteras estatales.

Los problemas surgirán cuando el valor de los títulos financieros ya no pueda realizarse en términos reales. Mientras tanto, la euforia acreedora podría mantenerse, aunque los datos económicos del país no acompañasen tal estado de ánimo. Al principio, las dificultades se manifestarán como crisis en los regímenes cambiarios y, en general, en los sistemas financieros y bancarios a nivel nacional, lo que dará pie a la pérdida de confianza de los inversores y a la retirada de los capitales. Posteriormente, los problemas fiscales, de balanza de pagos y, en última instancia, en las expectativas de crecimiento económico que se generan ante la salida masiva y repentina de los capitales, provocarán que los coeficientes de endeudamiento se deterioren en mayor medida. Las ratios del monto y del servicio de la deuda con respecto al PIB, las exportaciones netas

y los ingresos fiscales terminarán sufriendo un deterioro considerable en la mayoría de los países afectados. Es decir, la carga de la deuda terminará ahogando las capacidades de liquidez del presupuesto público y del crecimiento económico futuro. Dada la complejidad del conglomerado de acreedores y de los títulos de deuda implicados, normalmente será muy difícil organizar una reestructuración de las deudas que prevenga el incumplimiento generalizado de los compromisos financieros. En este contexto, las crisis de liquidez rápidamente pueden transformarse en crisis de insolvencia.

En consecuencia, las nuevas crisis que hacen eclosión en mercados de capitales abiertos son resultado de complejas disfunciones y, en general, no tienen una naturaleza exclusivamente macroeconómica de carácter interno, derivada de la irresponsabilidad de los gobernantes de turno. Por este motivo, las recetas tradicionales del FMI para garantizar el pago del servicio de la deuda, basadas en medidas restrictivas para frenar el consumo interno, no suelen evitar la crisis, incluso pueden tener el efecto contrario. Las políticas de ajuste del FMI partían de considerar que para pagar las deudas hay que generar capacidad exterior de pago recortando la capacidad interna de gasto de los agentes económicos. Sin embargo, dichas políticas no hicieron nada por mejorar la productividad de los sectores económicos. Tampoco prepararon a los países para adaptarse a las nuevas condiciones financieras

internacionales, y para evitar los impactos más negativos de las crisis. De todas maneras, el FMI continúa exigiéndolas con ciertas variaciones a los países en problemas, a pesar de las numerosas críticas que han recibido en los últimos años¹⁶.

VII. LAS NUEVAS CRISIS FINANCIERAS EN LOS PAÍSES DE RENTA MEDIA

Los países de renta media, especialmente las llamadas *economías emergentes*, se han beneficiado enormemente del proceso de liberalización financiera internacional. En contrapartida, dichas economías experimentaron crisis financieras de gran envergadura, que en ningún caso fueron anticipadas por los organismos financieros internacionales. La actual configuración del sistema financiero internacional tiene un doble coste sobre las economías de renta media. Por un lado, la mayor integración financiera acarrió mayores cuotas de vulnerabilidad en el proceso de crecimiento económico, acentuando los riesgos de-

rivados de los desequilibrios macroeconómicos. Por otro lado, no siempre el mercado proporciona la financiación necesaria, en la moneda y en el plazo que les sería deseable¹⁷.

Las crisis financieras reaparecieron a mediados de los noventa, poniendo en cuestión la estabilidad de las economías emergentes. La crisis de la deuda externa, que se abrió en México en 1982, había presentado unas características diferentes. En la década de los noventa, un grupo significativo de países en desarrollo aplicaban políticas económicas de corte monetarista, bajo la tutela de los organismos financieros internacionales. A diferencia de la situación planteada a inicios de los ochenta, y con la excepción discutible de los países del Sudeste Asiático, no se puede argumentar que el rebrote de los problemas financieros haya podido ser causada por la aplicación de políticas heterodoxas. Por otro lado, resulta también difícil de verificar que las políticas de ajuste hayan servido para evitar los nuevos problemas. A este respecto, resulta llamativo que el FMI elogiase y apoyase las políticas eco-

¹⁶ En este ámbito, ciertos economistas del *establishment*, como Jeffrey Sachs y Paul Krugman, comenzaron a cuestionar las políticas deflacionarias del FMI, poniendo en duda no sólo su efectividad sino también su justificación última, esto es, las consecuencias catastróficas que podrían tener los problemas de endeudamiento externo de los países en desarrollo para el sistema financiero internacional y la economía mundial en su conjunto. Estos economistas «críticos», a los que se añadió significativamente el que fue Vicepresidente del Banco Mundial, Joseph Stiglitz, comenzaron a denunciar que podía ser peor el remedio que la enfermedad, planteando alternativamente que era necesaria no sólo una reforma del sistema financiero internacional, sino más específicamente una reforma de las principales instituciones financieras multilaterales, el FMI y el BM.

¹⁷ J. A. Alonso (dir.) (2007): *Cooperación con Países de Renta Media*, Madrid, Editorial Complutense/Instituto Complutense de Estudios Internacionales.

nómicas de varios países latinoamericanos y asiáticos, poco tiempo antes del estallido de sus respectivas crisis. Por ejemplo, en los primeros años de la década de los noventa, México era considerado un «alumno modelo» de las directrices del organismo multilateral.

En realidad, las crisis sucedidas a lo largo de las dos últimas décadas en los países de renta media dieron lugar a distintas interpretaciones, que a menudo entraron en contradicción unas con otras. Antes de 1994, se insistía en la necesidad de contener el déficit fiscal. Tras el derrumbe mexicano, se pensó que los desequilibrios en la cuenta corriente y el limitado ahorro nacional eran los principales factores causantes de la crisis. Sin embargo, los países asiáticos no presentaban este tipo de problemas en la crisis de 1997. En este caso, la atención se dirigió a los problemas de riesgo moral entre los inversores, motivados por las garantías de intervención pública, el mantenimiento de tipos de cambio fijos y la falta de supervisión y control por parte de los sistemas bancarios nacionales.

Tampoco las nuevas crisis tuvieron rasgos genéricos. Hubo varios tipos de deudores, cada uno de ellos con problemas y aspiraciones diferentes. En algunos países, el problema no fue tanto de deuda como de carencia de crédito,

mientras que en otros se dieron a conocer deudas de empresas sobre las que ni el mismo FMI tenía alguna duda¹⁸. Los fondos de seguros y de pensiones y otros inversores en cartera, con mayor movilidad y menor vulnerabilidad, ocuparon el protagonismo de los bancos durante la década de los noventa.

Lo nuevo no fue sólo la facilidad con la que cuantiosos fondos podían ser empleados y la rapidez con la que podían ser desplazados, sino la presencia de un marco de política económica que permitía a los inversores de corto plazo imponerse sobre los demás mecanismos económicos de generación de riqueza en los países. Así, en los años noventa, los fondos británicos y estadounidenses encabezaron una oleada de inversiones en cartera en los mercados asiáticos y latinoamericanos. Por ejemplo, entre 1990 y 1993, México recibió 91.000 millones de dólares, una quinta parte de todas las entradas netas de capital en los países en desarrollo. Dos terceras partes de esa suma fueron invertidas en cartera, mayoritariamente en la bolsa mexicana, cuyo índice de cotizaciones se incrementó un 436% durante esos tres años¹⁹.

A partir de estas «burbujas» financieras que comenzaron a hincharse, no sólo en México sino también en el resto de América Latina y del Sudeste Asiático,

¹⁸ E. Altvater y B. Mahnkopf (2002): *Las limitaciones de la globalización. Economía, ecología y política de la globalización*, México D.F., Siglo XXI, p. 131.

¹⁹ S. Strange (1999): *Dinero loco. El descontrol del sistema financiero global*, Barcelona, Paidós, pp.122-123.

contraer deudas comenzó a convertirse nuevamente en un juego sumamente arriesgado que podía tener serias consecuencias, no sólo para los agentes financieros implicados directamente sino también para las sociedades afectadas. La crisis financiera estalló primeramente en México en 1994, después se trasladó a los países del Sudeste Asiático en 1997, luego le tocó el turno a Rusia en 1998 y también a Brasil en 1999. En todos los casos, los especuladores buscaban endeudarse en una moneda susceptible de ser devaluada, cambiándola posteriormente a dólares y obligando así a los bancos centrales a realizar compras para sostener el precio de su propia moneda. Cuando se agotaban las reservas, ya no se podía sostener el tipo de cambio. La devaluación permitía a los especuladores recomprar la moneda por un monto menor, resolviendo sus deudas con una ganancia extraordinaria.

No obstante, es importante dejar claro que las crisis financieras no han sido el resultado de la acción de unos ávidos inversores privados, que se aprovechan de la indisciplina fiscal del gobierno. Resulta más adecuado decir que los inversores privados —tanto domésticos como extranjeros— actuaron para obtener beneficios a corto plazo cuando la política económica brindaba condiciones favorables y el sector público expresaba su aquiescencia. En estos ca-

sos, la retroalimentación mutua entre el sector financiero y la economía real conducen a la crisis. Supongamos una retroalimentación en principio positiva, por ejemplo, que las entradas de capitales están disparando el crecimiento de la producción doméstica. El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentará, y hará caer las reservas cuando los ingresos financieros se equilibren y aumente el total de pagos de intereses sobre las obligaciones contraídas. En consecuencia, se necesitarán tipos de interés más elevados para equilibrar las carteras de activos y atraer capital extranjero. En realidad, las repercusiones adversas afectarán por igual a los sectores público y privado. Las quiebras de bancos y de empresas contribuirán a mermar la credibilidad de la tasa de cambio. Si el gobierno tiene deuda pendiente de pago, el aumento de los intereses puede provocar una crisis fiscal, como ocurrió en Rusia y Brasil a finales de los noventa²⁰.

PARTE III: LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Tras la crisis en el Sudeste Asiático, comenzaron a generalizarse las críticas sobre el funcionamiento del sistema financiero internacional, y comenzó a mencionarse la necesidad de una reforma de la *arquitectura financiera global*.

²⁰ J. Eatwell y L. Taylor (2000): *Finanzas globales en riesgo. Un análisis de la regulación internacional*, Buenos Aires, Siglo XXI/CEFIDAR, 2005, pp. 162-166.

Como resultado entre otros factores de la opinión de sectores académicos y sociales, se han introducido nuevas preocupaciones en el discurso institucional, ahora se habla de transparencia y de lucha contra la corrupción, de participación, de reducción de la pobreza. No obstante, la reforma del sistema financiero internacional no se presenta como una tarea sencilla en los países más vulnerables a las crisis financieras, y no sólo por la complejidad que han llegado a alcanzar las transacciones financieras en el mundo actual, sino por ciertas características de la economía política del proceso de globalización en marcha, entre las que se encuentran las siguientes²¹:

1. Existe una resistencia de la mayoría de los estados, tanto centrales como periféricos, a ceder su soberanía sobre los asuntos económicos a organizaciones e instancias internacionales.
2. Se constata una desorganización de los actores gubernamentales y no gubernamentales, sobre todo en los países en desarrollo, lo que ha elevado el coste de articular coaliciones internacionales que incidan sobre la agenda del proceso de reformas.
3. Por último, la agenda multilateral de políticas que acompaña a este proceso de reformas presenta un carácter sesgado e incompleto. Hay

temas que directamente son ignorados, como la tributación de los flujos internacionales de capital.

Lo ideal sería que la reforma del sistema financiero internacional lograra generar nuevas relaciones entre la economía real y la financiera, que devolviesen la hegemonía a la primera, permitiendo que se gestase una relación estructural positiva entre las finanzas internacionales y los procesos nacionales de desarrollo económico, abarcando en los mismos la necesidad de una distribución del ingreso más equitativa. Algunas propuestas, como la emisión de una moneda mundial (semejante a los Derechos Especiales de Giro) que reemplazaría al patrón dólar-euro, asegurando una cierta estabilidad en los tipos de cambio y proporcionando a los países en desarrollo la liquidez necesaria para un ajuste con crecimiento económico, podrían crear un cierto vínculo entre las finanzas internacionales y las necesidades de los países endeudados. Por otro lado, transformar el BM en un fondo que captaría el excedente mundial de liquidez, reconduciéndolo al Tercer Mundo en lugar de financiar con el mismo el déficit norteamericano, tal como ocurre actualmente a través del mercado de capitales, obligaría en primer lugar a los Estados Unidos a reducirlo y, en segundo lugar, permitiría estimular el desarrollo económico en los países pobres²².

²¹ J. A. Ocampo (1999): «La reforma financiera internacional: una agenda ampliada», *Revista de la CEPAL*, núm. 69, diciembre.

²² S. Amin (1999): *El capitalismo en la era de la globalización*, Barcelona, Paidós, pp. 58-59.

Obviamente, las propuestas mencionadas representan objetivos ideales, difíciles de alcanzar en el contexto actual. Para aproximarse a los mismos, sería necesario abrir una transición, una etapa de reformas graduales que comenrase a sentar las bases de un sistema financiero más justo y equitativo a nivel internacional, un proceso en el que los organismos multilaterales deberían de jugar un papel fundamental.

VIII. POR UNA REFORMA QUE PRIORICE A LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS²³

El problema más importante al que se enfrentan los países de bajos ingresos es cómo financiar de forma apropiada su proceso de desarrollo económico, disponiendo para ello de un flujo adecuado y sostenido de asistencia oficial y préstamos concesionales de los organismos multilaterales y de los países desarrollados y, por otro lado, de la creación de mecanismos que aseguren su participación más activa y más segura en los mercados financieros internacionales. De estas dos alternativas, la asistencia oficial al desarrollo y la financiación privada, la aportación oficial continúa siendo el componente más importante en la financiación de los países de bajos ingresos, especialmente si incluimos la ayuda bilateral ofrecida por los países

desarrollados. No obstante, es necesario advertir que los esfuerzos destinados a intensificar el alivio de la deuda en el marco de las iniciativas multilaterales diseñadas para tal fin, no deberían implicar una disminución posterior de la ayuda oficial que reciben los países pobres. De hecho, más allá de las iniciativas de alivio de la deuda, lo que estos países precisan de una manera urgente es una «iniciativa de ayuda oficial al desarrollo» más ambiciosa y estable, que permita alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio en 2015.

Como parte de esta nueva iniciativa, se debería también replantear la cuestión de la condicionalidad de las políticas macroeconómicas, que fueron impuestas por los organismos multilaterales como condición para el alivio de la deuda y la financiación de los programas de lucha contra la pobreza. Como analizaremos en posteriores capítulos, las políticas económicas defendidas por los organismos financieros internacionales no sólo han sido contraproducentes para alcanzar las metas de desarrollo propuestas, sino que también han podido agravar las situaciones de pobreza y de endeudamiento en el medio y largo plazo. Como alternativa, se requiere que los países puedan asumir un mayor protagonismo en el diseño de sus estrategias y sus políticas de desarrollo, otorgándoles además mayor capacidad de

²³ Las propuestas recogidas en este apartado se pueden encontrar más desarrolladas en J. A. Ocampo (1999): «La reforma financiera internacional: una agenda ampliada», *Revista de la CEPAL*, núm. 69, diciembre.

decisión en la asignación global de la ayuda al desarrollo.

Además, hay que tener en cuenta que la financiación concesional de los países de bajos ingresos fue sometida a las condiciones en materia de políticas del Fondo Monetario Internacional, mediante lo que se llamó la «condicionalidad cruzada». Así, para que un país pudiese acceder a financiación externa oficial, era un requisito exigido por el resto de organismos y la mayor parte de los donantes el tener un convenio firmado con el FMI. Adicionalmente, la valoración del riesgo del sector privado, estimado desde las empresas calificadoras de riesgo, tenía como un elemento de análisis determinante el comportamiento de cada país en su relación crediticia y de cumplimiento de políticas con el Fondo. En dichos convenios se especificaban una serie de condiciones de política económica que el país debería cumplir para acceder a la financiación del Fondo y, por esta vía, al resto de posibles fuentes de financiación. Por este motivo, el FMI alcanzó una influencia política enorme en la gestión económica de los países de bajos ingresos, aunque el monto de la deuda de estos países con dicho organismo financiero no necesariamente ha llegado

a alcanzar cotas significativamente elevadas²⁴.

Por otro lado, se debería evitar que la financiación multilateral destinada a frenar las crisis financieras en los países de renta media (los llamados «rescates financieros»), pueda llegar a reducir la concesión de fondos a los países de bajos ingresos, que siempre debería de representar el objetivo prioritario para las instituciones multilaterales. No obstante, el gran desafío continúa siendo cómo reincorporar a los países de bajos ingresos en los mercados financieros internacionales de una manera activa y segura, por ejemplo, apoyando sus emisiones iniciales de bonos. Posiblemente, esto podría lograrse mediante el establecimiento de mecanismos internacionales complementarios, tales como regímenes de cofinanciación o de provisión de garantías, que fortaleciesen dichas emisiones, lo cual exigiría una profunda modificación del manejo de las garantías por parte de los fondos oficiales de desarrollo.

Por último, en el marco de esta creciente integración en los mercados financieros, debería dársele una mayor importancia a las tareas de gestión de los riesgos, que deberían de incluir el fo-

²⁴ No obstante, el FMI reconoce haber sido «cuantitativamente marginado» (*IMF in Focus*, septiembre de 2006). Los créditos y los préstamos del organismo multilateral pendientes de reembolso han disminuido espectacularmente desde 2003, lo que reduce de manera sensible su influencia política en los países en desarrollo. Como ya anunciamos, esta evolución se explica por la duplicación de los precios de las materias primas desde 2003 (petróleo, cobre, plata, zinc, níquel, etc.), que les permite pagar sus deudas con antelación. Políticamente, el FMI también se encuentra a la defensiva tras la cascada de derrumbes financieros en Asia Oriental, Europa del Este y América Latina, desde 1994.

mento de las capacidades para absorber los mismos por parte de los sectores sociales más vulnerables. Sin embargo, la mayoría de las sociedades de los países con bajos ingresos cuentan con redes de seguridad endeblas, lo cual convierte en esencial el crecimiento de la ayuda internacional al desarrollo con el objetivo de potenciar dichas capacidades sociales. La existencia de redes sólidas de protección social es esencial para hacer frente a las repercusiones sociales de la creciente vulnerabilidad financiera, que puede terminar afectando a los países de bajos ingresos.

IX. LA REFORMA Y SUS IMPLICACIONES EN LOS PAÍSES DE RENTA MEDIA

Hoy existe un consenso sobre los peligros planteados por los flujos de capital a corto plazo y la liberalización prematura de los mercados financieros, aunque el FMI sigue manteniendo una firme oposición al establecimiento de controles en el mercado de capitales. Por otro lado, se reconoce que los rescates financieros auspiciados por el FMI, como los destinados a frenar los efectos de las crisis mexicana o asiática, pudieron haber alimentado el riesgo moral y las prácticas laxas de préstamos, y por eso se llegaron a aplicar estrategias de rescate compartido, donde los acreedores extranjeros han soportado parte de los costes. Sin embargo, en las economías

de mayor tamaño, como Rusia o Brasil, no se aplicaron, a pesar de que el fracaso del rescate compartido en Argentina, como veremos más adelante, parece que finalmente ha forzado que comiencen una serie de replanteamientos en este terreno²⁵.

En realidad, las respuestas estrictamente nacionales a las crisis financieras no son suficientes, deberían ser complementadas con acciones internacionales que mejorasen el marco normativo e institucional a escala global, con el objetivo de fortalecer las capacidades de prevención y tratamiento de las crisis, así como de mitigar sus efectos de contagio. Reforzar la regulación supranacional es si cabe más importante, dada la aparición de nuevos actores menos institucionalizados en el escenario financiero internacional. Por el contrario, el FMI y el BM han defendido históricamente que la liberalización de los mercados financieros generará por sí sola un crecimiento más dinámico de los países en desarrollo.

Considerando las dificultades existentes para introducir contenidos novedosos en la agenda multilateral, algunos analistas sostienen que podría ser más provechoso partir de los aspectos que preocupan al FMI y al BM, y a partir de ahí comenzar a señalar intervenciones más audaces que permitan avanzar en la reforma. Por ejemplo, los temas relacionados con la prevención y la resolución

²⁵ J. Stiglitz (2002): *El malestar en la globalización*, Madrid, Taurus, pp. 290-295.

de las crisis financieras en las economías de renta media han sido objeto de gran atención en los debates recientes en los foros multilaterales. En esta línea, siguiendo en gran medida las iniciativas planteadas por J. Stiglitz²⁶, entre las reformas básicas que sería necesario introducir para fortalecer la eficacia de los instrumentos adoptados en estos ámbitos, estarían las siguientes:

1. Tomar en consideración los peligros de la liberalización de los mercados financieros internacionales, y de las externalidades negativas que los flujos de capital a corto plazo imponen a colectivos sociales que no son parte directa en las transacciones financieras. Cuando estas externalidades son demasiado grandes, la intervención política se hace deseable, particularmente sobre el sistema financiero y fiscal. Concretamente, la introducción de la Tasa Tobin²⁷ o su variante propuesta por Spahn²⁸, podría ser interesante desde este punto de vista, a pesar de las indudables dificultades para su aplicación universal en un entorno financiero tan complejo como el actual.
2. Reformar los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana. Se necesita una reforma de la regulación de las quiebras y de las moratorias de los países deudores, que reconozca la naturaleza especial de las mismas cuando las dificultades de pago de la deuda se deriven de perturbaciones macroeconómicas. Se requieren unas condiciones de trato a las situaciones de bancarrota que faciliten la reestructuración de la deuda y, sobre todo, que confieran una base más sólida para la gestión de la necesaria recuperación subsiguiente. Por otro lado, una reforma de este tipo permitiría desincentivar las conductas irresponsables entre los acreedores, induciendo la precaución entre los mismos en lugar de estimular los comportamientos temerarios. Tratar de imponer reformas en la regulación de las quiebras que se preocupen más por los acreedores, o donde el

²⁶ *Ibid.*, pp. 295-314.

²⁷ La Tasa Tobin es un hipotético impuesto sobre el flujo de capitales en el mundo que fue propuesto por el economista James Tobin en 1971. En concreto, la Tasa Tobin consiste en pagar un impuesto cada vez que se produce una operación de cambio entre divisas. La Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD) concluyó que la Tasa Tobin permitiría recaudar 720.000 millones de dólares anuales, distribuibles a partes iguales entre los gobiernos recaudadores y los países más pobres. Por su parte, el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) afirma que con el 10% de la suma recaudada sería posible proporcionar atención sanitaria a todos los habitantes del planeta, suprimir las formas graves de malnutrición y proporcionar agua potable a todo el mundo, y que con un 3%, se conseguiría reducir a la mitad la tasa de analfabetismo presente en la población adulta, universalizando asimismo la enseñanza primaria.

²⁸ P. Spahn (2002): *Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer* [Hacia la viabilidad de un impuesto sobre las transacciones de divisas]. Estudio encargado por el Ministerio Federal de Cooperación Económica (BMZ), Bonn y Frankfurt.

propio FMI —como acreedor— juegue un papel de árbitro, no es la solución. La experiencia de la crisis argentina, como analizaremos, ha abierto las puertas de un debate, que en todo caso irrumpe con retraso.

3. Dedicar menos recursos a los rescates financieros, en la medida que se perfeccionen y se generalicen los mecanismos de reestructuración de las deudas. Los rescates no sólo no han conseguido evitar las crisis, sino que han contribuido a agravar los problemas, al incentivar una conducta poco responsable entre ciertos operadores de los mercados de capitales.
4. Mejorar la regulación bancaria, tanto en los países acreedores como en los deudores. Una deficiente regulación bancaria en los países desarrollados puede derivar en malas prácticas de préstamo, es decir, en una exportación de la inestabilidad. Se necesita una aproximación a la regulación más global, que simultáneamente logre tener en cuenta y adaptarse a las capacidades y a las circunstancias de cada país.
5. Mejorar la gestión del riesgo. La volatilidad de los tipos de cambio pro-

voca una situación de riesgo difícil de solucionar. No existe un régimen de tipos de cambio que se haya mostrado particularmente eficaz para minimizar el riesgo. Después de la crisis en el Sudeste Asiático, el FMI defendió que los países deberían de tener un tipo de cambio fijo o libremente flotante. Sin embargo, la crisis argentina ha desarmado sus argumentos. Posiblemente, la respuesta a corto plazo a este tipo de amenaza sería la organización de un mercado de seguros contra las fluctuaciones de los tipos de cambio en los mercados financieros internacionales, que permita un acceso de los países en desarrollo en mejores condiciones.

6. Fortalecer las respuestas a las crisis financieras, que tomen en cuenta el contexto social concreto en el que se desarrollan. Más que en fortalecer la confianza de los acreedores, las condiciones impuestas por el FMI a los países altamente endeudados deberían inspirarse en su mandato original de proporcionar financiación para restaurar la demanda de los países que afrontan una recesión económica²⁹.

²⁹ Aunque Stiglitz termina siendo enormemente escéptico respecto a la capacidad de recuperación de la economía argentina tras la crisis de diciembre de 2001, no tuvo en cuenta que ciertas condiciones nacionales e internacionales permitieron una significativa mejoría de sus resultados económicos en un período de tiempo relativamente corto. En una hipótesis alternativa pero no excluyente a la planteada por el economista norteamericano, la experiencia argentina debería hacernos reflexionar sobre los márgenes de maniobra que los países pueden desarrollar en la solución de sus problemas financieros. Concretamente, valorar en qué medida una mayor autonomía respecto al FMI en la gestión de la crisis argentina pudo haber influido en su superación más acelerada, sin menoscabar otros factores explicativos, será analizado en un capítulo posterior.

Por último, está abierto un debate sobre la intervención del FMI en las crisis. No sólo porque la condicionalidad asociada a los créditos del FMI dificulte su función como prestamista de última instancia, sino porque las políticas recomendadas han llegado a terrenos mucho más reducidos que los de la política eco-

nómica, incurriendo en lo que se ha llegado a entender como una microinjerencia del FMI en la gestión económica de los países en desarrollo, lo que ha impedido el deseable diseño autónomo de las políticas públicas para el desarrollo, responsabilidad que ha de recaer centralmente en los estados en desarrollo³⁰.

³⁰ No hay que perder de vista que otras potencias emergentes, particularmente China, están concediendo préstamos preferenciales a países en desarrollo, sobre todo africanos, sin exigir ningún tipo de condicionalidad política. Por ejemplo, sin hacer tanto ruido mediático, China ha cancelado la deuda que 31 países africanos tenían con ella, el 44% de la ayuda china al desarrollo está destinada a África. Las autoridades chinas enmarcan este tipo de medidas en lo que ellas llaman la construcción de un «nuevo compañerismo estratégico», que consiste en el «respeto por la elección autónoma de los países africanos en su camino de desarrollo». Esto es importante desde un punto de vista geopolítico, ya que la imposición por parte de los países occidentales de este tipo de condiciones tan rígidas, en un contexto competitivo con otras potencias en ascenso, puede favorecer su pérdida de influencia en ciertas zonas del mundo, especialmente en África.

2. LAS INICIATIVAS PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS (I): HIPC

Desde el estallido de la crisis de los años ochenta, la comunidad internacional se ha visto obligada a asumir que las situaciones de sobreendeudamiento en los países de bajos ingresos, lejos de evolucionar como crisis temporales de liquidez, se han ido transformando en problemas estructurales de insolvencia, con efectos muy negativos sobre el crecimiento económico y la reducción de la pobreza en dichos países. Hasta avanzada la década de los noventa, y en coherencia con esta interpretación, las respuestas de los organismos financieros internacionales fueron de corto plazo, adaptándose a los problemas tal cual iban sucediéndose, a pesar de la sensación creciente de la imposibilidad de alcanzar una solución definitiva. En ese contexto, los organismos multilaterales empiezan a diferenciar dos tipos de problemáticas en el ámbito de los procesos de endeudamiento externo:

- Por un lado, se encontraría el conjunto de dificultades asociadas a la crisis de la deuda en los países de renta media. En estos casos, las crisis se relacionan muy estrechamente con la fase cíclica de la economía mundial, suelen manifestarse como un cese temporal en los pagos de la deuda y, sobre todo, son crisis que poseen unas significativas secuelas de desestabilización sobre el sistema financiero internacional, como se ha podido observar en las crisis financieras recientes.
- Por otro lado, se hallarían las penalidades sufridas por los países de bajos

ingresos aplastados por cargas insostenibles de deuda, que han comportado resultados devastadores en términos de crecimiento económico y de reducción de la pobreza, como se refleja dramáticamente en la realidad social africana. Al tratarse de países marginados de los mercados financieros internacionales, y que suelen contraer su deuda con acreedores públicos en condiciones concesionales, el impacto sobre la economía internacional del incumplimiento de sus obligaciones suele ser menor que en el caso anterior.

Ante la terquedad de los hechos, el FMI y el BM han pasado a enfrentar los problemas desde una perspectiva más estratégica, buscando la aplicación de políticas que representen realmente una solución duradera a esta lacra histórica que sufren los países pobres. En este marco, se han planteado diferentes propuestas de carácter complementario. En primer lugar, se ha pretendido alcanzar un desenlace definitivo a las dificultades que los países de bajos ingresos manifiestan ante la persistencia de cargas insostenibles en las obligaciones financieras. En segundo lugar, el FMI y el BM están trabajando conjuntamente en el desarrollo de un marco analítico, con implicaciones políticas, para la prevención de futuras situaciones de endeudamiento insostenible. Y por último, se está debatiendo la posibilidad de establecer un entramado institucional y legal para favorecer una resolución más ordenada y transparente de las crisis de

insolvencia, que de todas maneras llegarán a producirse de forma inevitable debido a las propias características del sistema financiero internacional. En este capítulo y el siguiente, trataremos el primer aspecto, mientras que los dos temas restantes se abordarán en los capítulos cuatro y cinco.

I. LOS TRATAMIENTOS TRADICIONALES PARA REDUCIR EL SOBREENDEUDAMIENTO DE LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS

A comienzos de la década de los noventa, se intensificó la preocupación de la comunidad internacional por la evolución del endeudamiento de los países de bajos ingresos, cuya deuda estaba contraída principalmente frente a acreedores multilaterales y bilaterales oficiales. Durante muchos años, los acreedores oficiales habían negado la existencia de un problema estructural, prefiriendo hablar de una coyuntura de falta de liquidez. A pesar de que el BM reconoce que la demora en identificar una problemática de endeudamiento insostenible ha afectado negativamente a los niveles de actividad económica de los países deudores, los organismos financieros internacionales nunca han asumido responsabilidades en este error de caracterización. Además, han manteni-

do como práctica habitual la construcción de escenarios macroeconómicos exageradamente optimistas, que indicarían que con la aplicación de condonaciones parciales se terminaría solucionando la cuestión¹.

En esta lógica, los primeros tratamientos que se diseñaron fueron implantados por el Club de París, agrupamiento informal que reúne a los principales acreedores oficiales bilaterales. Posteriormente, los demás acreedores públicos y privados, excluyendo a las instituciones multilaterales, participarían en dichos tratamientos en virtud de la exigencia del Club de París de que los países deudores, a riesgo de que se les retirase el trato de favor, negociasen tratamientos comparables con el resto de los acreedores. Los tratamientos tuvieron su origen en las cumbres del G-7, donde se proponían unos términos que posteriormente fueron asumidos, desarrollados y aplicados por el Club de París. El primero, acordado en 1988, fue el Tratamiento Toronto y supuso una condonación del 33% en la deuda tratada, afectando a 20 países entre los más pobres y endeudados. Los siguientes tratamientos (Londres, Nápoles, Lyon, Colonia,...) fueron avanzando en su generosidad en las condonaciones de deuda de los países más pobres, exigiéndose como condición previa que los deudores aplicasen un programa económico respaldado

¹ K. Raffer (2000): «La necesidad de internacionalizar los procedimientos del Capítulo 9 de Insolvencia», *Jubilee 2000 Coalition*, Informes e Investigación, mayo (<http://www.jubileeresearch.org/jubilee2000/espanol/informes/raffer050500.html>).

por el FMI. En 2003, con el llamado Tratamiento Evian, el G-7 decidió adoptar la posibilidad de tratamientos *ad hoc*, adaptados para que reflejasen el punto de vista de los países mediante sus propios análisis de sostenibilidad de la deuda.

No obstante, a pesar de los sucesivos incrementos en los niveles de condonación, estos tratamientos han resultado ser insuficientes para zanjar definitivamente la cuestión, exacerbándose por el contrario el peso insostenible del endeudamiento. Existen varios factores que explicarían esta insuficiencia de las medidas adoptadas²:

- El porcentaje de condonación se concedía de forma fija, y no en función de las necesidades específicas del país.
- El porcentaje de condonación que efectivamente se termina concediendo es menor del nominal, ya que el mismo hace referencia al flujo de vencimientos debidos en un determinado período de tiempo y no al monto total de la deuda. Para proteger la nueva financiación y evitar que los países pierdan su capacidad de acceso a nuevos préstamos, los tratamientos afectaban solamente a la deuda comprometida con anterioridad a una determinada fecha.
- Por último, se excluye la condonación de la deuda con las instituciones fi-

nancieras multilaterales que, como ya hemos mencionado, representa un porcentaje significativo de la deuda total de estos países.

En el fondo, la razón que subyace a esta insuficiencia es la negativa a reconocer que los países atraviesan verdaderas situaciones de sobreendeudamiento, lo que implicaría la necesidad de determinar qué porcentaje de las deudas es irrecuperable. Si se cometen insistentemente errores en esta apreciación inicial para calcular el alivio de la deuda, se ocasionan nuevos problemas de difícil resolución en el futuro. Dado que los acreedores han sido siempre reacios a reconocer una dimensión más profunda del problema, y dado el evidente optimismo de las estimaciones económicas efectuadas por el FMI y el BM para calcular dichas cancelaciones, necesariamente los primeros tratamientos del Club de París tendrían que fracasar en sus objetivos.

II. INICIATIVA PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES POBRES ALTAMENTE ENDEUDADOS

En septiembre de 1996 fue aprobada la Iniciativa *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC)³ por el Fondo Monetario In-

² M. Delgado, E. Ortiz y M. A. Martínez (2005): «La sostenibilidad de la deuda en los Países de Bajos Ingresos. Iniciativas multilaterales frente al problema del sobreendeudamiento», *Información Comercial Española*, núm. 827, diciembre.

³ Iniciativa para el alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados. En adelante, la nombraremos por sus siglas en inglés, HIPC.

ternacional y el Banco Mundial, que ha representado un salto cualitativo en relación a los tratamientos anteriores, y en torno a la cual ha ido girando la política sobre la deuda externa impulsada por los organismos financieros internacionales durante la última década. La Iniciativa ya no consiste exclusivamente en un procedimiento propio del Club de París, sino que encarna un impulso conjunto del FMI y el BM con el objetivo de abordar los problemas estructurales de endeudamiento de los países de más bajos ingresos, que en realidad venían presentando una situación de sobreendeudamiento que ha impedido su desarrollo y los ha mantenido atrapados en un círculo de pobreza. Estos países tienen los peores indicadores de desarrollo humano del planeta, aunque han debido de emplear buena parte de sus recursos en pagar la deuda externa a los países desarrollados. La Iniciativa HIPC es un intento de romper esta deriva inercial, nace con la pretensión de rescatar a esos países del colapso económico y social, con la hipótesis implícita de que el alivio de la deuda permitiría generar oportunidades de crecimiento económico y de progreso social para los mismos.

Con la novedad de que los organismos financieros multilaterales pasan a condonar parte de su deuda con los países beneficiarios, el objetivo de la Iniciativa sería la reducción específica del endeudamiento de cada país hasta un nivel considerado «sostenible», lo que significaría que los países podrían concentrar sus esfuerzos en la lucha contra la pobreza y por el crecimiento económico. Dicho análisis de sostenibilidad de la deuda se concretó en la medición de una serie de coeficientes de endeudamiento que, en su formulación original, debían de superar las siguientes magnitudes para que su carga de la deuda fuese considerada insostenible⁴:

- un rango entre 200 y 250% en la ratio *deuda externa total/exportaciones anuales* (DET/XBS),
- un rango entre 20 y 25% en la ratio *servicio anual de la deuda/exportaciones anuales*, y
- un límite del 280% en la ratio complementaria *deuda externa total/ingreso fiscal*⁵.

La meta de la Iniciativa, tras recorrer sus sucesivas etapas, consistiría en conducir a los países altamente endeudados a

⁴ Obviamente, si el país de bajos ingresos mantiene unos niveles de endeudamiento por debajo de este umbral o, si después de aplicar las reformas económicas previas que impone el FMI como condición para poder disfrutar del alivio de la deuda, dichos niveles retroceden tempranamente por debajo del umbral de sostenibilidad, se considera que dicho país no podrá incorporarse a la Iniciativa HIPC. En dicho caso, se opta por el método alternativo de reducción de la deuda más generoso.

⁵ Como en el caso de los países de base exportadora amplia, la ratio DET/XBS puede presentar un sesgo a la baja, ocultando un problema de insostenibilidad, se estableció este segundo indicador fiscal, que va acompañado de dos condiciones calificatorias adicionales: el coeficiente *exportaciones/PIB* > 40% y el coeficiente *ingresos fiscales/PIB* > 20%.

colocarse por debajo de este umbral en cada uno de dichos coeficientes, alcanzando en consecuencia un endeudamiento sostenible. No obstante, estos niveles fueron ampliamente criticados. En primer lugar, porque implicaban una reducción demasiado limitada del servicio de la deuda de los países beneficiarios de la Iniciativa HIPC. En segundo lugar, porque al optar por indicadores universales, se dejaba en un segundo plano el análisis específico de las condiciones de endeudamiento de cada país.

La Iniciativa HIPC requeriría la participación de todos los acreedores: bilaterales, multilaterales y privados. Entre sus novedades principales, por vez primera una iniciativa de este tipo abarca a los acreedores multilaterales, incluidos el FMI y el BM. También es respaldada por el G7 y por el conjunto de los acreedores bilaterales reunidos en el Club de París. Otra novedad sin precedentes es que la Iniciativa exige un elevado nivel de coordinación entre las partes implicadas: deudores, acreedores y donantes⁶. En los hechos, *la Iniciativa HIPC se ha perfilado como el único marco consensuado internacionalmente para lograr un alivio amplio de la deuda externa de los países de más bajos ingresos,*

aunque la participación acreedora siguiese siendo voluntaria.

Antes de incorporarse en la Iniciativa HIPC, los países debían de cumplir una serie de condiciones para ser considerados potencialmente elegibles. En primer lugar, en relación con el acceso al crédito internacional y el nivel de sus ingresos, sólo pudieron ser elegidos los países que precisamente por su alto nivel de endeudamiento y de atraso económico (la renta *per capita* debía de estar por debajo de los 785 \$USA), sólo tuviesen acceso a financiación internacional por parte de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) del BM. En segundo lugar, solamente eran elegibles los países con un comportamiento macroeconómico «adecuado», es decir, con un cumplimiento satisfactorio de los objetivos establecidos en los programas previamente acordados con el FMI y el BM. Por último, se consideraba a los países donde la aplicación completa de los mecanismos tradicionales de alivio de la deuda del Club de París (*Tratamiento Nápoles*, en aquel entonces) hubiese sido, o se preveía fuese, insuficiente para devolver los coeficientes de endeudamiento por debajo de sus umbrales de sostenibilidad⁷.

⁶ Para más información, se puede consultar la bibliografía citada en el trabajo de Miguel Carrera y Dorothea de Diego, «Deuda y Desarrollo», publicado en el libro colectivo *Más allá de la ayuda*, Madrid, Real Instituto Elcano, 2006.

⁷ En una reestructuración de la deuda según el *Tratamiento Nápoles*, el VAN de las obligaciones del servicio de la deuda elegibles, que se encuentran en el período de vencimiento, es reducible hasta en un 67%. En las negociaciones con el Club de París, sólo es considerada elegible la deuda contraída antes de la «fecha de corte», es decir, antes del momento en que el país acude por primera vez al Club de París para una reestructuración de la deuda. Con el objetivo de conseguir la requerida reducción del VAN del servicio de

Tras un análisis basado en estos criterios, se dio a conocer una relación inicial de países elegibles que tendrían la oportunidad de beneficiarse de la Iniciativa, un total de 41, de los cuales 33 pertenecían a África Subsahariana⁸. Sin embargo, no todos los países elegibles han tenido la posibilidad real de acogerse a los beneficios de la Iniciativa, al no cumplir con las condiciones establecidas en las diferentes etapas del proceso. Por ejemplo, Nigeria y Guinea Ecuatorial fueron apartados de la Iniciativa HIPC ya que, en el primer caso, también recibía créditos del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), entidad principal del BM, y, en el segundo caso, sus niveles de renta *per capita* a lo largo del año 2000 crecieron por encima de los requeridos para poder ser un país beneficiario. Más adelante, Angola, Kenia, Vietnam y Yemen fueron excluidos de la Iniciativa, ya que consiguieron establecer sus coeficientes de endeudamiento por debajo de los umbrales de sostenibilidad sin necesidad de continuar el proceso fijado. Por el contrario, Comores, Gambia y Malawi, que no se encontraban en el listado inicial, fueron

incluidos posteriormente en la Iniciativa. Y por otra parte, existen tres países (Laos, Kenia y Ghana) incorporados inicialmente a la Iniciativa, que no han tenido una reestructuración completa de la deuda en el marco del Club de París. Los dos primeros países han terminado por negarse a participar en la Iniciativa HIPC, mientras que Ghana llegó a incorporarse más adelante. Posteriormente, se han incorporado cuatro países (Eritrea, Haití, Kirguistán, Nepal), que cumplieron los criterios de elegibilidad en función de sus datos de deuda y de ingreso de finales de 2004⁹. En abril de 2007, se ha incorporado en función de estos criterios el último país, Afganistán, tras un acuerdo sobre el monto de sus obligaciones con Rusia¹⁰.

Como ejemplo que pone en evidencia cierto grado de arbitrariedad por parte de los organismos multilaterales a la hora de determinar qué países son efectivamente elegibles, mencionar que dos países latinoamericanos, Bolivia y Honduras, no cumplen los mencionados criterios y sin embargo participan en la Iniciativa HIPC. Bolivia ha recibido prés-

la deuda, los acreedores pueden escoger entre una variedad de opciones, desde la cancelación del reembolso del principal o de los intereses hasta el incremento de la concesionalidad o del plazo para los reembolsos.

⁸ Angola, Benin, Bolivia, Burkina Faso, Burundi, Camerún, República Centroafricana, Chad, Congo, República Democrática del Congo, Costa de Marfil, Etiopía, Ghana, Guinea, Guinea Bissau, Guinea Ecuatorial, Guyana, Honduras, Kenia, Laos, Liberia, Madagascar, Malí, Mauritania, Mozambique, Myanmar, Nicaragua, Níger, Nigeria, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Tanzania, Togo, Uganda, Vietnam, Yemen y Zambia.

⁹ FMI y AIF: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – List of Ring-Fenced Countries that Meet the Income and Indebtedness Criteria at end-2004», 11 de abril de 2006.

¹⁰ AID y FMI: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

tamos también del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, no pudiendo ser clasificado como país que sólo recibe financiación de la AIF. Honduras es un caso más especial, pues su renta *per capita* asciende a 850 \$USA, por encima del límite de los 785 \$USA que cataloga a un país como de bajos ingresos¹¹.

Una vez que los países son considerados elegibles y sus gobiernos aprueban la incorporación en la Iniciativa, se produce la incorporación efectiva de los países en la misma. En la tabla 1 se exponen sintéticamente los contenidos principales de cada una de las fases y etapas que atraviesa la Iniciativa HIPC. A continuación, desarrollamos brevemente los aspectos más importantes de cada una de ellas.

En la *primera etapa* se analiza si inicialmente el país cumple las condiciones de elegibilidad anteriormente mencionadas. Si es así, se determina si los coeficientes de endeudamiento se encuentran por encima del umbral de sostenibilidad de la deuda. Por otro lado, se introduce la aplicación de un programa de ajuste con una duración de tres años, con la posibilidad de que ese período se considerase de manera retroactiva. En ese período, el país debería perfilar una trayectoria de resultados positivos en la implementación de los programas de ajuste, manteniéndose al corriente en el pago del servicio de la deuda con todos

sus acreedores externos. En esta etapa, el Club de París accede a llevar a cabo una reprogramación de los flujos del servicio de la deuda bajo las condiciones del *Tratamiento Nápoles*.

Después de los tres años, el país alcanzaría el llamado *punto de decisión*, siempre y cuando la valoración que realizase el FMI y el BM de las políticas económicas aplicadas y sus resultados y, lo más importante, del nivel de sostenibilidad de la deuda, así lo ameritase. A todos los efectos, los países serían finalmente elegidos o no como beneficiarios de la Iniciativa en ese preciso momento. En el caso de que la ejecución del programa de ajuste se hubiese realizado con éxito, y que por lo tanto se recupere la sostenibilidad de su carga de endeudamiento al recibir un *Tratamiento Nápoles*, no sería necesario que el país continuase en la Iniciativa HIPC. Si, pese a la aplicación de los mecanismos tradicionales de la reducción de la deuda, los coeficientes se mantienen por encima del umbral de sostenibilidad, el país entrará en la segunda fase de la Iniciativa. En este caso, se entiende que aun habiendo manifestado sus buenas intenciones frente a los organismos financieros internacionales, es decir, habiendo demostrado un buen comportamiento a nivel macroeconómico, la insuficiencia de los resultados de la aplicación del programa de ajuste vendría a indicar que es necesario abrir una segunda fase donde se amplían los términos de alivio de la deuda.

¹¹ EURODAD (2002): «HIPCs: An Arbitrary List of Countries?», *Eurodad*, enero.

TABLA 1. Fases de la Iniciativa HIPC

<p>Elegibilidad.—Para ser «elegido» como beneficiario de la Iniciativa HIPC, los países deben cumplir las siguientes condiciones:</p> <ul style="list-style-type: none">• Ser oficialmente clasificados por el BM como un País Pobre Altamente Endeudado, de manera que el principal criterio para ser elegidos por la Iniciativa HIPC consistía en ser prestatarios de la AIF y en el nivel de ingreso del país.• Tener en marcha un programa avalado por el FMI, prioritariamente los programas auspiciados por el Servicio Reforzado al Ajuste Estructural, en la Iniciativa original, y por el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la pobreza (PRGF), en la reforma de 1999.• Haber disfrutado previamente de reestructuraciones de la deuda en términos concesionales dentro del marco del Club de París, que resultaron insuficientes para revertir las condiciones insostenibles del endeudamiento.
<p>Primera etapa:</p> <ul style="list-style-type: none">• El país debe aplicar un primer programa de ajuste del FMI y el BM de tres años de duración (contándose el recorrido anterior), manteniendo una trayectoria de resultados positivos de al menos un año.• El país debe preparar, con la participación de la sociedad civil, un Documento de Estrategia de Lucha contra la Pobreza (PRSP), para ser entregado al BM y al FMI en el punto de decisión.• El país recibe <i>Tratamiento Nápoles</i> en la reducción del servicio anual de la deuda.• El personal del BM y el FMI prepara un documento preliminar sobre la Iniciativa HIPC, donde los mencionados coeficientes de endeudamiento deben estar por encima del umbral de sostenibilidad indicado.
<p>Punto de decisión.—Si una operación de reestructuración del stock de la deuda del Club de París, bajo el <i>Tratamiento Nápoles</i>, resulta suficiente para reducir la deuda a niveles sostenibles, el país no se beneficiará de la Iniciativa HIPC. En caso contrario:</p> <ul style="list-style-type: none">• El BM y el FMI aprueban la condición de «elegible», que concede al país la posibilidad de incorporarse a la Iniciativa HIPC, acompañada de una valoración positiva por parte de los organismos financieros multilaterales de los programas económicos aplicados.• Los diferentes grupos de acreedores se comprometen a proporcionar el alivio requerido en el punto de culminación¹². <p>Los países buscan tratamientos equivalentes de otros acreedores bilaterales ajenos al Club de París, y de los acreedores privados.</p>

¹² En la Iniciativa HIPC original, la cantidad de alivio de la deuda que debía ser comprometida se basaba en proyecciones —normalmente, del crecimiento de las exportaciones— en el punto de culminación. En la reforma de 1999, los cálculos se realizan en función de los datos actuales en el punto de decisión. Sin embargo, no existe en ninguno de los casos una revisión automática del alivio de la deuda requerido cuando se alcanza el punto de culminación.

Segunda etapa:

- El país abre un segundo período de tres años para la aplicación exitosa del PRSP. Con la reforma de 1999, se flexibiliza este criterio, estableciéndose los *puntos de culminación flotantes*, que hacen posible que la consecución de los objetivos del PRSP se logren en un año como mínimo, y también en períodos significativamente más largos.
- En la Iniciativa original, el BM se comprometía en esta segunda etapa a proveer ayudas de la AIF, en lugar de créditos. En la reforma de 1999, se establece un *alivio interino* del servicio de la deuda, que será proporcionado en diferentes modalidades por el BM y el FMI, siguiendo un análisis específico de cada país. Adicionalmente, el FMI se ha comprometido a extender su asistencia financiera en forma de ayudas para cubrir los vencimientos de las obligaciones del servicio de la deuda.
- Por parte de otros acreedores multilaterales y bilaterales, se continúa procediendo a la aplicación de los mecanismos tradicionales de reducción del servicio de la deuda. En la Iniciativa original, el Club de París ofrecía un *Tratamiento Lyon*, que implicaba una reducción de hasta el 80% en los vencimientos de la deuda elegible; mientras que con la reforma de 1999, la reducción se elevó hasta el 90% (*Tratamiento Colonia*), siempre en términos de VAN.

El alivio interino de la deuda proporcionado por los diversos grupos de acreedores en esta segunda etapa es parte de, y no adicional a, los compromisos acordados en el punto de decisión, a realizarse en el punto de culminación.

Punto de culminación.— El momento preciso en que se alcanza este punto está condicionado a la consecución de los objetivos establecidos en el PRSP. Entonces, los acreedores facilitan el alivio de la deuda acordado en el punto de decisión, menos el alivio interino o la asistencia temporal facilitada en la segunda etapa, en las siguientes condiciones:

- Los miembros del Club de París ofrecen una reducción del monto de la deuda admisible de hasta un 90% o mayor, en términos del VAN. Algunos acreedores, como Estados Unidos, Reino Unido y Canadá, han ido más allá, cancelando hasta el 100% de los créditos a la exportación, e incluyendo aquellas deudas posteriores a la «fecha de corte».
- En el caso de que aún así los países no puedan alcanzar la sostenibilidad de la deuda, los acreedores multilaterales ofrecerán un alivio adicional de la deuda y nueva financiación.
- Paralelamente, los países buscarán tratamientos equivalentes de otros acreedores bilaterales ajenos al Club de París, y de otros acreedores privados.

En esta *segunda etapa*, para la que en la práctica no ha habido un plazo determinado, se procede a la aplicación de las medidas previstas en el punto de decisión. En principio, se continuará proce-

diendo al empleo de los *mecanismos tradicionales de reducción de la deuda*. Entretanto, los países deberían continuar con sus programas de ajuste económico concertados con el FMI y el BM,

incorporando exigencias no sólo de carácter cuantitativo, sino de carácter cualitativo, vinculadas con una mayor eficacia en la ejecución del gasto público y de las políticas sociales, dentro del marco de las llamadas reformas institucionales de segunda generación¹³. La segunda etapa se cerraría entonces con el llamado *punto de culminación*, donde se procede al alivio comprometido de la deuda, con reducciones residuales de la deuda multilateral hasta alcanzar los umbrales de sostenibilidad, y con acceso a nueva financiación por parte de los organismos financieros internacionales¹⁴.

III. LA REFORMA DE 1999

En septiembre de 1999, en el contexto de la Asamblea Anual del FMI y del BM (y tras la «luz verde» emitida en la cumbre del G7 celebrada en Colonia en junio de ese año), la Iniciativa fue reformada, después de un largo y complejo proceso de discusiones, debido entre otros motivos a la lentitud con la que progresaban los países incluidos en la misma y a las presiones de la sociedad civil para

buscar soluciones más acordes con los intereses de los países endeudados. En este sentido, la reforma persigue un alivio de la deuda más acelerado y profundo, con el objetivo de relacionar el mismo con las medidas de carácter social y de reducción de la pobreza. Su puesta en práctica ha significado un importante cambio en la forma en cómo los países desarrollados han enfrentado el problema de los países pobres altamente endeudados, no sólo en el sentido de realizar un compromiso más firme en términos de la financiación de la Iniciativa, a la vez que se flexibilizaban las condiciones requeridas para que los países pudiesen optar a un alivio en su carga de deuda, sino también —y lo que tal vez resulte más relevante— se han producido modificaciones sustanciales en los mecanismos de ajuste que articulan el proceso de transición entre los períodos de decisión y de conclusión. Entre 1996 y finales de 1999, sólo seis países alcanzaron el punto de decisión y únicamente cuatro el punto de culminación. Después de su reforma, a la cual pudieron sumarse inicialmente 38 países, la Iniciativa se mostró más eficaz, ya que 22 países habían alcanzado su punto de decisión en 2000. En término medio, los

¹³ Las reformas contenidas en esta segunda fase describen un amplio temario de reformas estructurales e institucionales, incluyendo la reforma del Estado, el desarrollo institucional y el fortalecimiento de la gobernabilidad. El nuevo discurso se basa en la premisa fundamental de que las instituciones son cruciales para el desarrollo sostenible con equidad y que el Estado debe ser reconstituido para poder desempeñar sus responsabilidades.

¹⁴ En casos excepcionales, debido siempre a causas exógenas al país deudor (caída de los precios de las exportaciones, variaciones en el tipo de cambio, etc.), un país puede recibir un alivio adicional de deuda por parte de la Iniciativa HIPC cuando, alcanzado el punto de culminación, sus coeficientes de endeudamiento permanecen por encima del umbral de sostenibilidad.

países han empleado 2,9 años en atravesar el trayecto entre el punto de decisión y de culminación, lo cual representa un punto de inflexión importante respecto al ritmo de avance anterior a la reforma¹⁵.

Se pusieron en marcha toda una serie de modificaciones que incrementaron el atractivo de la Iniciativa. En primer lugar, los umbrales de sostenibilidad en los coeficientes del endeudamiento fueron ajustados a la baja, pasándose a considerar como deuda sostenible aquella que no superase el 150% en el coeficiente DET/XBS y el 250% de la ratio *deuda externa total/ingreso fiscal*, lo cual ha permitido que una mayor cantidad de países pudiese optar a los beneficios de la Iniciativa. En segundo lugar, un cierto número de acreedores, incluyendo algunas instituciones multilaterales, también comenzaron a proporcionar una asistencia más temprana calificando a los países bajo la forma de un *alivio interino* de la deuda, que implicaba una reducción del servicio de la deuda bajo las condiciones del *Tratamiento Colonia*¹⁶. Como condición, los fondos libe-

rados deberían ser invertidos en gastos sociales que acelerasen la reducción de la pobreza. Por último, fueron introducidos novedosamente los *puntos de culminación flotantes*, que perseguían proporcionar incentivos a la aplicación rigurosa de las reformas estructurales, apresurando el alivio de la deuda y la entrega de las ayudas.

Por otro lado, los acreedores del Club de París tendrían que defender con mayor flexibilidad sus tratamientos para asegurarse de que fuese factible alcanzar el punto de culminación en el marco de la Iniciativa. Además, se podrían hacer efectivas las cláusulas no escritas según las cuales los acreedores privados y el resto de acreedores bilaterales oficiales, no incluidos en el Club de París, tendrían que adoptar un tratamiento comparable al planteado por los miembros de dicho Club. De no ser así, las reducciones de la deuda serían en ciertos casos verdaderamente insuficientes y obligarían a un alivio residual superior de la deuda multilateral, siempre mucho más difícil de llevarse a la práctica¹⁷.

¹⁵ AID y FMI: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006.

¹⁶ Las cancelaciones pueden alcanzar el 90% de dicho servicio, e incluso puede ser mayor en algunos casos determinados.

¹⁷ Los organismos financieros multilaterales no pueden suprimir sus créditos de la misma manera que los acreedores bilaterales, principalmente por su estatus de acreedor preferencial. Como planteamos a continuación, el FMI ha podido cumplir sus compromisos a través de una revalorización de una parte de su stock de oro. Por su parte, el BM ha movilizado algunos de sus recursos propios, y adicionalmente ha establecido un fondo fiduciario para recoger las aportaciones suplementarias de los acreedores bilaterales, que podría sustentar también las cancelaciones realizadas por los bancos multilaterales de carácter regional, en el caso de que existiese la voluntad política para hacerlo.

En este nuevo marco auspiciado por la reforma de la Iniciativa HIPC, caracterizado por un mayor compromiso financiero, otro foco de tensión surgió en torno al reparto de los costes de la reducción de la deuda multilateral entre los países más prósperos. Por acuerdo entre los organismos financieros internacionales y los bancos regionales de desarrollo, se acordó no utilizar sus reservas en dicho proceso, sino que los créditos que dejaran de ser cobrados serían cubiertos con aportaciones adicionales de los propios países miembros. Al margen de que ya en 1999 se estableció que la financiación de una parte de ese coste se haría con cargo a los beneficios obtenidos mediante la actualización del valor de un 15% de las reservas de oro del FMI (pasando de 47 dólares la onza a 250 dólares), las aportaciones adicionales de los países miembros dieron lugar a una serie de diferencias. Mientras que algunos países anticiparon sus compromisos económicos, otros expresaron sus reservas, especialmente aquellos países que debieron asumir una elevada proporción de la reducción de la deuda bilateral.

IV. LA ESTRATEGIA DE LUCHA CONTRA LA POBREZA

La novedad más interesante de esta reforma es que el alivio de la deuda quedó condicionado a que los recursos liberados por el mismo se deriven a la lucha contra la pobreza en cada país. La comunidad internacional asumirá entonces que las iniciativas de alivio de la deuda externa necesitan ser parte de una estrategia más amplia de reducción de la pobreza, enfocada al fortalecimiento de la capacidad institucional, el crecimiento económico más elevado y una mayor eficacia social de los programas económicos. En este marco, se estableció que el tránsito de cualquier país endeudado por la Iniciativa HIPC no debería superar en ningún caso los seis años de duración, que se corresponderían con dos períodos de tres años de aplicación de la versión renovada de los programas de ajuste estructural, los programas de crecimiento y reducción de la pobreza, que pasarían a concretarse en los llamados *Documentos de Estrategia de Lucha contra la Pobreza* (en inglés, PRSP)¹⁸.

¹⁸ En el caso de que los países hayan alcanzado el punto de decisión o de culminación en la Iniciativa HIPC original, y que por lo tanto no elaboraron ni aplicaron los PRSP, serán considerados casos retroactivos con posibilidad de ser elegidos para alivios adicionales de deuda, solamente tendrán que implementar un «PRSP provisional» para alcanzar el nuevo punto de decisión establecido en la reforma de 1999. Igualmente, podrán gozar de esta oportunidad los países que habían avanzado bastante en la primera etapa de la Iniciativa original, en el momento en que los PRSP fueron introducidos. Por otro lado, se proyectó una versión «light» de los PRSP participativos para los países que ya poseían un historial exitoso de reformas económicas, con el objetivo de facilitar el progreso en la Iniciativa.

La financiación de los PRSP se articularía en torno a los propios fondos liberados por el alivio de la deuda, así como los fondos nacionales procedentes del futuro crecimiento acelerado y sostenible, resultado de la implementación de los propios PRSP, y una financiación internacional adicional. Por su parte, el FMI creó una nueva modalidad crediticia con tal objetivo. En consecuencia, los créditos otorgados para respaldar la puesta en marcha de los programas reformados también cambiarían de nombre, de *Servicio de Reforzamiento del Ajuste Estructural* pasarían a llamarse *Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza* (sus siglas en inglés, PRGF). En principio, tanto el alivio de la deuda como el otorgamiento de este tipo de financiación adicional quedarían condicionados a la evaluación de los PRSP.

De forma novedosa, forma parte de los requisitos a los gobiernos de los países altamente endeudados el diseñar sus PRSP en diálogo con la oposición política y la sociedad civil organizada, y con el asesoramiento de los organismos financieros internacionales. Ciertas expe-

riencias en el diseño de los PRSP observadas sugieren que su elaboración fue considerablemente participativa en cuanto a la discusión, aunque desde sectores sociales denuncian sistemáticamente la limitada inclusión de sus propuestas distanciadas de las tradicionales políticas de ajuste. Dada la enorme heterogeneidad de intereses y de capacidades dentro de dichas sociedades, así como los plazos marcados para la elaboración de los documentos, difícilmente se podría haber consensuado un grupo reducido y operativo de prioridades¹⁹.

Desde un punto de vista estratégico, la otra aportación importante de este período es que tanto el alivio de la deuda como los PRSP quedarán relacionados estrechamente con las metas universales de desarrollo a largo plazo. En 2000, las Naciones Unidas definen un conjunto de objetivos, metas e indicadores universales para la reducción de la pobreza hasta 2015, que recibirán el nombre de Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). En 2002, el Consenso de Monterrey²⁰ vinculó el cumplimiento de estos objetivos con la puesta en práctica de

¹⁹ J. Cuesta (2004): «PRSP, ¿nuevas siglas o nuevas ideas en la lucha contra la pobreza?», Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos, Madrid, 28 de abril de 2004.

²⁰ En marzo de 2002, se adoptó el Consenso de Monterrey, resultado de la Conferencia Internacional sobre Financiamiento al Desarrollo celebrada en la ciudad mexicana del mismo nombre. Organizada bajo el liderazgo de Naciones Unidas, esta conferencia pretendía marcar un nuevo rumbo en la cooperación internacional para el desarrollo al fijar compromisos específicos para todos los actores involucrados. Los gobiernos de los países en desarrollo se comprometieron, sin fijar metas concretas, a llevar a cabo reformas que permitieran movilizar recursos domésticos: combatir la corrupción, poner en marcha políticas macroeconómicas coherentes y recaudar impuestos más eficientemente, entre otras. Por su parte, los representantes del sector privado adquirieron el compromiso de aumentar la magnitud y alcance, así como disminuir la vulnerabilidad de los flujos financieros privados. Finalmente, tanto las instituciones financie-

los PRSP, aun cuando se trata de documentos que no son completamente coincidentes.

No obstante, siguen siendo muchos los interrogantes suscitados en torno a la aplicación de los PRSP. A pesar de todas las esperanzas que estaban depositadas en su elaboración, existen contradicciones intrínsecas en los PRSP que limitan su efectividad. Dichas contradicciones tienen que ver con la imposibilidad de acomodar los objetivos nacionales con una condicionalidad, siquiera soterrada establecida desde los organismos multilaterales. Dichos organismos continuaron sosteniendo que la principal respuesta a la pobreza y a la falta de crecimiento debía ser la profundización en políticas de apertura externa y liberalización. Por tal motivo, la lógica económica de los PRSP continuó siendo la misma que la de las viejas políticas de ajuste y en su elaboración se puso más el acento en la asignación presupuestaria a políticas paliativas que atenuasen sus efectos sociales más nocivos²¹.

V. EVOLUCIÓN Y RESULTADOS DE LA INICIATIVA HIPC

En septiembre de 2006, se cumplió el décimo aniversario de la Iniciativa *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC). El período promedio que los países han permanecido entre los puntos de decisión y de culminación se ha incrementado desde 2000. Dicho período ha oscilado desde tres meses en Uganda, que representa un caso de aplicación retroactiva, hasta más de seis años en Santo Tomé y Príncipe. Aunque la experiencia de cada país es diferente, pueden realizarse dos observaciones de carácter general. En primer lugar, la mayor parte de los países que alcanzaron tempranamente el punto de culminación habían realizado progresos sustanciales en sus reformas económicas bajo la Iniciativa HIPC original. El período interino promedio para los países que participaron en la Iniciativa original es aproximadamente dos años más corto que el de los países que se unieron después de la reforma de 1999 (2 años frente a 3,8). En segundo lugar, los países que salían de

ras internacionales como los representantes de los países desarrollados se comprometieron a tomar las medidas necesarias para que los beneficios del comercio internacional llegaran hasta los países pobres, aumentar la ayuda oficial al desarrollo y aliviar la carga de la deuda externa. Además, adquirieron el compromiso de reformar el sistema monetario, financiero y de comercio a escala global para tener una mayor coherencia, aumentar la participación del mundo en desarrollo en la toma de decisiones y dar un mayor papel a las Naciones Unidas. Aunque fue recibida con escepticismo por los sectores más críticos de la globalización, la Conferencia de Monterrey marcó un hito histórico ya que fue la primera vez que representantes de gobiernos, instituciones internacionales, sociedad civil y sector privado se reunieron en un mismo foro para discutir asuntos de la economía global.

²¹ J. Atienza (2002): *La deuda externa del mundo en desarrollo. Teoría, realidad y alternativas*, Madrid, Akal, pp. 140-142.

un conflicto han necesitado o pueden necesitar períodos más largos para re-conducir la debilidad institucional y obtener apoyos políticos suficientes para implementar las reformas.

Como se puede observar en la tabla 2, de los cuarenta y un países que finalmente se han acogido a la Iniciativa HIPC, se habían obtenido los siguientes resultados a finales de julio de 2007²²:

- 31 países han alcanzado el punto de decisión y se han acogido a los beneficios de alivio de deuda establecidos en la Iniciativa.
- De estos países, 22 han alcanzado el punto de culminación.
- De los nueve países interinos que no han superado el período de transición entre el punto de decisión y de culminación, cuatro están avanzan-

do satisfactoriamente en la implementación de sus programas macroeconómicos en los últimos años. Gambia ha comenzado a implementar un nuevo programa apoyado por el FMI. Haití ha sido recuperado del desorden político y continúa fortaleciendo su disciplina macroeconómica. Afganistán y Burundi se han colocado también en el grupo más dinámico gracias al cumplimiento de su agenda de política económica. Los cinco países interinos restantes han experimentado interrupciones en la ejecución de sus programas, encontrando obstáculos considerables en la aplicación de las reformas estructurales y macroeconómicas, particularmente en la gestión de los recursos públicos.

- Seis de los países interinos han completado la preparación del PRSP. Bu-

TABLA 2. Estado de implementación de la Iniciativa HIPC por parte de los países vinculados, julio de 2007

Países post-punto de culminación (22)
Benin, Bolivia, Burkina Faso, Camerún, Etiopía, Ghana, Guyana, Honduras, Madagascar, Malawi, Malí, Mauritania, Mozambique, Nicaragua, Níger, Ruanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Tanzania, Uganda, Zambia.
Países interinos, entre los puntos de decisión y de culminación (9)
Afganistán, Burundi, Chad, Congo, República Democrática del Congo, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Haití.
Países pre-punto de decisión (10)
República Centroafricana, Comores, Costa de Marfil, Eritrea, Kirguizistán, Liberia, Nepal, Somalia, Sudán, Togo.

Fuente: FMI.

²² AID y FMI: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

rundi, Chad, la República Democrática del Congo, Gambia, Guinea-Bissau y Guinea han adoptado el PRSP completo. En los últimos meses, otros tres países se encontraban finalizando sus PRSP. En el caso del Congo, se espera que esto ocurra a finales de 2007, mientras las autoridades de Haití y Afganistán esperan concluir el proceso entre finales de 2007 y comienzos de 2008.

- En varios países que no han alcanzado el punto de decisión, los progresos en la Iniciativa HIPC han sido dificultados por conflictos internos, problemas de gobernabilidad, atrasos sustanciales con las instituciones multilaterales y dificultades en la formulación de programas viables a nivel macroeconómico y de reducción de la pobreza. La República Centroafricana, Costa de Marfil, Kirguistán y Nepal tienen programas apoyados por el FMI. En Liberia, Somalia, Sudán y Togo, la existencia de considerables atrasos con las instituciones multilaterales representan un obstáculo importante para entablar dichos programas. Ocho de los 10

países poseen PRSP en varios estados de preparación, y seis de ellos han completado ya un PRSP interino.

En estos diez años, como se observa en el cuadro 1, se ha incrementado significativamente el volumen total de alivio de deuda, especialmente después de la puesta en marcha de la reforma de 1999.

En el cuadro 2 podemos observar cómo se distribuía el alivio de la deuda entre los países participantes en la Iniciativa. Afganistán, aunque ingresó en la Iniciativa en marzo de 2007, ya en julio del mismo año había alcanzado el punto de decisión, por lo que en el cuadro aparece reflejado el correspondiente alivio de la deuda.

En el cuadro 3 se puede observar cómo se han reducido los montos totales de la deuda de los países pobres altamente endeudados, en función de los sucesivos tratamientos aplicados para reducir la deuda a los que han ido teniendo acceso dichos países. En términos VAN de

CUADRO 1. *Alivio de la deuda externa en los países pobres altamente endeudados, 1996-2006 (en millones de dólares, en términos VAN del año que cada país alcanzó el punto de decisión)*

	HIPC 1996	HIPC 1999	Total
Países que han alcanzado el punto de culminación	3.118	19.020	22.138
Países que han alcanzado el punto de decisión	—	12.613	12.613
Total	3.118	31.633	34.751

Fuente: FMI y AIF, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – Statistical Update», 21 de marzo de 2006.

CUADRO 2. *Alivio de la deuda externa en los países pobres altamente endeudados, por países (en millones de dólares, en términos VAN del año que cada país alcanzó el punto de decisión)*

	HIPC 1996	HIPC 1999	Total
Países que han alcanzado el punto de culminación (22)			
Benin	0	265	265
Bolivia	448	854	1.302
Burkina Faso	229	324	553
Camerún	0	1.267	1.267
Etiopía	0	1.982	1.982
Guyana	256	335	591
Ghana	0	2.186	2.186
Honduras	0	556	556
Madagascar	0	836	836
Malawi	0	643	643
Malí	121	417	538
Mauritania	0	622	622
Mozambique	1.717	306	2.023
Nicaragua	0	3.308	3.308
Níger	0	664	664
Ruanda	0	696	696
Santo Tomé y Príncipe	0	117	117
Senegal	0	488	488
Sierra Leona	0	675	675
Tanzania	0	2.026	2.026
Uganda	347	656	1.003
Zambia	0	2.499	2.499
Países que han alcanzado el punto de decisión (9)			
Afganistán	0	571	571
Burundi	0	826	826
Chad	0	170	170
R.D. del Congo	0	6.311	6.311
R. del Congo	0	1.679	1.679
Gambia	0	67	67
Guinea	0	545	545
Guinea-Bissau	0	416	416
Haití	0	140	140

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006 y 28 de agosto de 2007.

CUADRO 3. *Evolución del monto total de la deuda externa de los países pobres altamente endeudados, según el alivio de la deuda (en miles de millones de dólares, en términos VAN 2006)*

	Antes del alivio tradicional	Después del alivio tradicional	Después de la Iniciativa HIPC	Después del alivio bilateral adicional
Países (22) que alcanzaron el punto de culminación	76,1	64,0	31,2	26,4
Países (9) interinos	28,7	21,3	9,2	9,2
Total	104,8	85,3	40,4	35,6

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

finales de 2006, la reducción del monto total de la deuda en los países que han superado el punto de decisión en la Iniciativa HIPC ha superado los 69.000 millones de dólares, correspondiendo casi 50.000 millones al alivio de deuda de los 22 países que han alcanzado el punto de culminación.

Con el servicio de la deuda, se produce una situación aparentemente contradictoria. Aunque los montos de la deuda se reducen como consecuencia del alivio de la misma, el servicio de la deuda puede llegar a incrementarse. Hay que tener en cuenta que la mayor parte del ahorro en el servicio de la deuda debido al alivio es más teórico que real. En general, los países pobres altamente endeudados no suelen estar en condiciones de pagar totalmente el servicio de la deuda. Posiblemente, lo que ha logrado la Iniciativa HIPC es simplemente eliminar la porción no pagadera de la deuda. Por esta razón, *el alivio de la misma pue-*

de ser perfectamente compatible con que los países pobres terminen pagando en ciertos ejercicios un servicio de la deuda mayor que antes de beneficiarse de la Iniciativa. En el cuadro 4 se puede observar la evolución del pago del servicio de la deuda de los países pertenecientes a la Iniciativa HIPC en los últimos años. Por otro lado, como consecuencia añadida de la evolución económica, también se puede observar cómo el servicio de la deuda pagado por estos países ha declinado significativamente en relación al PIB y a las XBS, y se espera que decline más en el medio plazo, como resultado de la implantación de la nueva iniciativa de alivio de la deuda multilateral.

En consecuencia, como se observa en el cuadro 5, está haciéndose posible un incremento de los recursos fiscales dedicados a la lucha contra la pobreza. En términos nominales, los recursos destinados a la reducción de la pobreza sumaron 17.000 millones de dólares en

CUADRO 4. Evolución del pago total por servicio de la deuda en los países pobres altamente endeudados, y coeficientes de endeudamiento, 2000-2006 (en millones de dólares y en porcentajes)

	2000	2003	2005	2006^P
Servicio de la deuda pagado tras HIPC-II	3.795	3.292	3.875	3.285
Servicio de la deuda/XBS (%)	16,6	11,5	9,7	6,4
Servicio de la deuda/PIB (%)	4,6	2,9	2,7	1,9

^P Previsiones.

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

CUADRO 5. Lucha contra la pobreza en los países pobres altamente endeudados, 2000-2006 (en millones de dólares y en porcentajes)

	2000	2003	2005	2006^P
Gastos reducción de la pobreza	5.819	9.124	13.864	17.040
Gastos reducción de la pobreza/ingresos fiscales (%)	37,8	48,1	51,7	50,2
Gastos reducción de la pobreza/PIB (%)	6,8	7,9	8,4	8,8

^P Previsiones.

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

2006, lo que representa un incremento de 3.000 millones desde 2005. Estos recursos representan más de cinco veces el nivel del servicio de la deuda después del alivio de la misma. Tanto los gastos totales como el porcentaje de los recursos dedicados a la lucha contra la pobreza en relación al PIB y al conjunto de los ingresos fiscales se están incrementando sensiblemente. No obstante, se han producido interrupciones demasiado extensas en la implementación de los programas de creci-

miento y reducción de la pobreza. Seguramente, una ejecución presupuestaria con falta de rigor y una pobre aplicación política han retardado a menudo la realización de los objetivos acordados. Pero es muy probable también que una preparación completamente participativa de los PRSP haya tomado más tiempo del esperado, dado que en realidad muchos países necesitarían preparar los recursos humanos e institucionales necesarios para elaborar tales documentos²³.

²³ AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006.

CUADRO 6. Costes estimados de la Iniciativa HIPC para los principales acreedores y grupos de países (en miles de millones de dólares, en términos VAN 2006)

	Países interinos (1)	Post-punto de culminación (2)	(1) + (2) = (3)	Pre-punto de decisión (4)	(3) + (4)
Acreedores multilaterales	4,9	17,8	22,7	8,3	31,0
AID	2,0	8,8	10,8	2,9	13,8
FMI	0,7	2,6	3,3	2,5	5,8
BAfD	1,5	2,3	3,8	1,0	4,8
BID	0,1	1,4	1,5	0,0	1,5
BAAsD	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3
Otros	0,6	2,6	3,2	1,6	4,8
Acreedores bilaterales y privados	7,2	15,0	22,3	14,4	36,7
Club de París	5,9	10,7	16,6	7,6	24,2
Otros bilaterales	0,6	3,5	4,1	4,6	8,6
Privados	0,8	0,8	1,6	2,3	3,9
Costes totales	12,1	32,8	44,9	22,7	67,7

Fuente: AID y FMI: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

Por otro lado, como se puede observar en el cuadro 6, los costes totales de la Iniciativa HIPC, tomando el conjunto de los países que han participado en la misma, ha superado los 67.700 millones de \$USA. Cerca de la mitad de este coste lo representa el alivio de la deuda a los 22 países que han alcanzado el punto de culminación. Por otro lado, la distribución de los costes muestra que los acreedores multilaterales representan el 46% de los mismos, mientras que el Club de París responde por el 36% del coste total. Los otros acreedores bilaterales y los privados suponen el 13 y el 6% del coste estimado, respectivamente. En el último año, los costes se han incrementado en más de mil millones, un

1,6%, siendo más de la mitad de dicha cuantía explicada por la inclusión de Afganistán en la Iniciativa y la asistencia adicional a Malawi y Santo Tomé y Príncipe.

No obstante, la contribución de los acreedores bilaterales realmente es mayor que la reflejada en el informe de implementación del FMI y la AID. Como se puede observar en el cuadro 3, algunos acreedores reunidos en el Club de París han continuado concediendo no sólo alivios de deuda en el marco de la Iniciativa, sino reducciones adicionales más allá de ésta a ciertos países, entre otros factores, en función del estado de implementación alcanzado en la Inicia-

tiva HIPC. Por el contrario, las reducciones de deuda por parte de los acreedores privados y los oficiales bilaterales, no pertenecientes al Club de París, han sido limitadas, pese a los esfuerzos para favorecer su participación voluntaria en la Iniciativa HIPC. Además de su carácter limitado, la participación de este tipo de acreedores ha sido bastante complicada. En total, 51 acreedores se han implicado en la Iniciativa HIPC, pero tan sólo ocho se mantienen comprometidos completamente con sus exigencias²⁴.

Los demás acreedores privados y bilaterales cumplen estos requerimientos sólo en cierta medida, ya que a menudo no han proporcionado su parte correspondiente en los alivios de deuda en el marco de la Iniciativa. Mientras, los litigios contra los países beneficiarios por parte de un número creciente de acreedores privados, especialmente *hedge funds*, han ido en aumento, lo que se ha traducido en un significativo coste económico y financiero para estos países dado que suelen ser fallados en su contra. En el capítulo 5 (p. 105), se examina el litigio de un «fondo buitres» con el estado peruano que, aun no siendo un país participante en la Iniciativa, resulta una experiencia ilustrativa de lo que aquí se expone.

VI. VALORACIÓN DE LA INICIATIVA HIPC

Cualquier valoración de la Iniciativa HIPC debe partir de reconocer su avance en una doble vertiente: tanto en los resultados que ha producido como el cambio de enfoque que supuso en el tratamiento de los problemas de sobreendeudamiento de los países de bajos ingresos. No obstante, esta valoración general no debe de llevar a obviar ciertas deficiencias estructurales de dicha Iniciativa y, por otro lado, no debe tampoco derivar en una apreciación falsamente triunfalista, que no sólo rehúse la posibilidad de abordar el debate sobre otro tipo de enfoques alternativos hipotéticamente más adecuados, sino que además desestime la necesidad de seguir considerando que el problema sigue ahí latente, con el consiguiente peligro de volver a repetir la historia.

A pesar de las mejoras introducidas en la Iniciativa original, la reforma de 1999 también ha sido objeto de numerosas críticas. A efectos de simplificar su exposición, podemos agrupar las mismas alrededor de las siguientes cuestiones²⁵:

- *Nivel de condonación:* Se ha criticado la elección de los umbrales de sostenibilidad, al considerar que los coefi-

²⁴ M. Delgado, E. Ortiz y M. A. Martínez (2005): «La sostenibilidad de la deuda en los Países de Bajos Ingresos. Iniciativas multilaterales frente al problema del sobreendeudamiento», *Información Comercial Española*, núm. 827, diciembre.

²⁵ *Ibid.*

cientes de endeudamiento continúan siendo demasiado elevados. Como resultado, hay países que habiendo alcanzado el punto de culminación, se encuentran en este momento con cargas insostenibles de endeudamiento. Además, se critica que el FMI contabilice las condonaciones adicionales realizadas por los acreedores del Club de París para calcular el alivio de la deuda necesario para alcanzar el nivel de sostenibilidad en el punto de culminación, cuando la intención de estas condonaciones adicionales es precisamente permitir que los países disfruten de un margen de maniobra llevando los coeficientes de endeudamiento a un cierto nivel por debajo de los umbrales de sostenibilidad.

- *Dispersión en los niveles de condonación entre los países beneficiarios:* Se critica que el porcentaje condonado de deuda varía en gran medida de país a país, a pesar de que en principio uno de los objetivos de la Iniciativa HIPC era precisamente aplicar alivios de la deuda adaptados a las condiciones específicas de cada país. Lo importante es que se premie a los países que verdaderamente lo necesitan, lo cual nos conduce inexorablemente a cuestionar la imposición de la condicionalidad.
- *Condicionalidad:* Se considera que la condicionalidad exigida en las diferen-

tes etapas de la Iniciativa HIPC y en la financiación de los PRSP es excesiva (véanse los recuadros del capítulo 3). Si bien existe un consenso amplio en la comunidad internacional en que el alivio de la deuda no conduce directamente al desarrollo económico y la reducción de la pobreza, que es necesario acompañarlo de políticas adecuadas que impliquen un uso eficiente de los recursos, otras voces también defienden que las condiciones de dichas políticas deben ser adaptadas al marco institucional y socioeconómico específico de cada realidad nacional, en forma de compromisos no obligatorios.

- *Retrasos en la consecución del punto de decisión y de culminación:* En este asunto, nuevamente las críticas se relacionan con la condicionalidad forzada y excesiva, a pesar de que la reforma de 1999 representó un punto de inflexión en el ritmo de implementación de la Iniciativa por parte de los países. Como ya señalamos, también se mencionan los retrasos en la elaboración participativa de los PRSP, y las dificultades para poner en marcha mecanismos transparentes de control de los gastos efectuados gracias al alivio de la deuda recibido. En el caso de los países que no han alcanzado el punto de decisión, no se ha tenido en cuenta la influencia negativa de los conflictos internos²⁶.

²⁶ UNCTAD (2004): «El desarrollo económico en África. Sostenibilidad de la deuda: ¿Oasis o espejismo?», Ginebra, Naciones Unidas, 26 de julio de 2004.

No obstante, dependiendo del punto de vista, las valoraciones realizadas sobre la Iniciativa HIPC han sido muy dispares. De un lado, los acreedores y las instituciones multilaterales han efectuado declaraciones en cierto grado exageradas sobre sus éxitos, basadas en el supuesto de que todas sus promesas han sido logradas en la realidad. En el otro extremo, las Organizaciones No Gubernamentales (ONG) consideran que la Iniciativa ha sido un fracaso y, más bien, se interpreta como un instrumento de

condicionalidad que ha impuesto mayores presiones sobre la soberanía de los países endeudados, que además no ha contado con la provisión de fondos suficientes (véase recuadro). Muy posiblemente, ninguno de estos dos enfoques opuestos es completamente adecuado, en realidad, *la Iniciativa HIPC posee el potencial para alcanzar objetivos mucho más ambiciosos, si se reforma nuevamente y, lo que es más importante, si se acompaña de otras iniciativas complementarias*²⁷.

La condicionalidad del alivio de la deuda y de los PRSP en Malí

Malí es uno de los países más pobres del mundo, según el Índice de Desarrollo Humano del PNUD. Se trata de una economía altamente vulnerable a *shocks* exógenos derivados de la fluctuación de los precios del algodón y del oro, *commodities* de donde proceden la mayor parte de los ingresos del país. Por el contrario, el precio del petróleo tiene una gran influencia ya que el país gasta una suma considerable en importar el combustible. En ambos casos, la estabilidad regional es crucial, y de hecho la situación conflictiva que ha atravesado Costa de Marfil ha influido negativamente en la economía de Malí.

En los últimos tres años, como se puede apreciar en el cuadro de la página 50, el monto de la deuda ha sido reducido significativamente como resultado de la participación del país en la Iniciativa HIPC y en la MDRI, que analizaremos en el próximo capítulo. Malí alcanzó el punto de culminación en la Iniciativa HIPC en marzo de 2003. Sin embargo, no todos los acreedores del país tomaron parte de la Iniciativa en el momento de la culminación, como fueron los casos de Argelia, el Banco Central de los Estados de África Occidental, la Comunidad Económica de los Estados

²⁷ Buena parte de los comentarios críticos y de las propuestas complementarias realizadas a continuación pueden revisarse más extensamente en M. Martin (2004): «Assessing the HIPC Initiative: The Key Policy Debates», en Teunissen (ed.), *HIPC Relief – Myths and Reality*, FONDAD, en www.fondad.org.

de África Occidental, Irak, Emiratos Árabes Unidos, China, Libia y el Fondo Saudí, entre otros.

Acreeedores	Alivio HIPC + MDRI (en millones de dólares, en términos de VAN 2005)
Banco Mundial	760,0
FMI	108,5
FAfD	295,8
Club de París (sólo HIPC)	139,8
Total	1.304,1

Para alcanzar dicho punto de culminación, Malí tuvo que cumplir una serie de condiciones impuestas por el FMI y el BM, que fueron trasladadas al PRSP. La condición más controvertida fue la reforma del sector del algodón, donde está prevista la privatización de la Compagnie Malienne pour le Développement des Textiles en 2008, después de muchos años de resistir la presión de los organismos financieros multilaterales. Como paso hacia esa dirección, el Estado ha eliminado el subsidio al precio del algodón, que garantizaba a los granjeros un ingreso predecible. En este caso, claramente se puede identificar la privatización como una medida que previsiblemente resultará en la pauperización de la población.

¿Cómo han sido gastados los fondos liberados por las iniciativas de alivio de la deuda? El gobierno prometió gastarlos en carreteras y acceso al agua potable, aunque es imposible controlar el gasto, según denuncian las ONG. No obstante, la gran cantidad de recursos necesarios para estas inversiones, así como mejorar las infraestructuras de una capital densamente poblada, Bamako, necesariamente implica la obtención de nuevos préstamos. Precisamente, China está financiando estos proyectos, como un tercer puente sobre el río Níger en Bamako, para impulsar su presencia empresarial en el país.

En definitiva, una vez más se pone en evidencia que el alivio de la deuda no puede ser condicionado, y tampoco puede servir de excusa para reducir la ayuda oficial al desarrollo tanto multilateral como bilateral.

Fuente: M. Dahle, «Small Change for a High Price: Conditional Debt Relief in Mali», EURODAD, junio de 2007.

VII. AMPLIAR EL MARCO DEL DEBATE

Ampliar el marco de la discusión es fundamental, en la medida en que muchos de los problemas y de las críticas realizadas a la Iniciativa HIPC requieren de un análisis más profundo de los factores que intervienen en la problemática del endeudamiento de los países de bajos ingresos. Para empezar, y a pesar del mérito que ha tenido la propia Iniciativa HIPC, valorar la sostenibilidad de la deuda en este tipo de países a partir del mero establecimiento de unos umbrales resulta insuficiente. Además de esto, es necesario tener en cuenta la forma en que se mide la carga de la deuda, los tipos de deuda incluidos en la medición y la manera de juzgar la capacidad de pago del país.

En la década de los noventa, la metodología del Valor Actualizado Neto (VAN) en el cálculo del alivio de la deuda fue introducida por el Club de París para destacar la reducción de la deuda efectuada a través de una mejora en los términos concesionales de la deuda debida. Sin embargo, no resulta un buen método de valoración para calcular el alivio de la deuda cuando existen obligaciones financieras en descubierto²⁸. Además, otros grupos de acreedores bilaterales y privados, incluidos algunos miembros del Club de París como España, siguen

valorando la carga de la deuda a partir del cálculo del valor nominal de la misma²⁹. Por otro lado, se plantea también un debate en torno al cálculo del propio VAN. El FMI sugiere que la tasa de descuento aplicada debería basarse en el tipo de interés que los acreedores obtendrían por invertir el desembolso del préstamo en el mercado financiero internacional. En este caso, *dependiendo de cómo evolucionen los tipos de interés internacionales, el VAN puede calcularse en función de una tasa de descuento excesiva y por lo tanto subestimar la carga de la deuda que sufre el país. Por prudencia, sería recomendable congelar las tasas de descuento, calculándolas alternativamente sobre la rentabilidad de las inversiones en los países de bajos ingresos.*

En segundo lugar, necesitamos incorporar en el análisis todos los tipos de deuda que son importantes en la valoración de la sostenibilidad de la misma. En este sentido, la Iniciativa HIPC ha omitido dos tipos de deuda que recientemente han manifestado un auge considerable en los países de bajos ingresos: la deuda doméstica y la del sector privado. El FMI sugiere incluir ambos tipos de deudas en el Marco de Sostenibilidad de la Deuda, que analizaremos en un capítulo posterior, pero se opone a que dichas deudas sean objeto de alivio en el mar-

²⁸ K. Raffer (2000): «La necesidad de internacionalizar los procedimientos del Capítulo 9 de Insolvencia», *Jubilee 2000 Coalition*, Informes e Investigación, mayo (<http://www.jubileeresearch.org/jubilee2000/espanol/informes/raffer050500.html>).

²⁹ El valor nominal de la deuda representa la suma real de lo adeudado a la fecha, mientras que el VAN calcula la suma que se necesitaría para cancelar la deuda en el momento actual.

co de la Iniciativa HIPC. En general, se mantiene una visión demasiado optimista en la liquidación de las obligaciones domésticas, a pesar de que pueda desviar recursos que podrían ir dirigidos a la lucha contra la pobreza; mientras que en el caso del rápido crecimiento de las deudas con el sector privado se necesita adoptar medidas de prevención ante la posibilidad de que se desaten crisis financieras, especialmente en aquellos países que han liberalizado su cuenta de capital.

En tercer lugar, existe mucha confusión sobre cómo juzgar la capacidad de pago de un país. La liberalización del mercado de divisas por parte de los países de bajos ingresos ha provocado que los ingresos por XBS se hayan convertido en un indicador bastante equívoco para valorar la capacidad de pago, mientras que nunca estuvo clara la relación entre el PIB y la disponibilidad de recursos para pagar el servicio de la deuda. En términos estrictos, *el mejor indicador para evaluar la capacidad de pagar de un país son seguramente los ingresos fiscales, que además representa el instrumento más directamente condicionado por los programas de ajuste del FMI*. Por otro lado, si nos fijamos en el numerador de los coeficientes de endeudamiento que definen los umbrales de sostenibilidad, tampoco está claro si debe ser el monto

de la deuda (en VAN) o el servicio de la deuda. *Si el objetivo es realmente liberar recursos para destinarlos a la reducción de la pobreza, el indicador fundamental para valorar la sostenibilidad de la carga de la deuda debería ser servicio anual de la deuda/ingresos fiscales*.

En cuarto lugar, a pesar de que la Iniciativa HIPC incluye por vez primera a todos los acreedores y les obliga a compartir la carga del alivio de la deuda (aunque no tiene la capacidad jurídica para hacerlo efectivo), ciertos acreedores mantienen una contribución preferencial, mientras que otros ni siquiera participan. Por un lado, los acreedores multilaterales sólo comparten la carga del alivio de la deuda cuando los mecanismos de reducción de la misma del Club de París han resultado insuficientes. Pese a las reiteradas y poco convincentes amenazas sobre el riesgo que supone para su salud financiera, lo cierto es que las instituciones multilaterales no han hecho todo lo posible para contribuir a la Iniciativa HIPC. En realidad, han reclamado permanentemente el apoyo financiero de los grandes acreedores bilaterales, en perjuicio del monto futuro de la ayuda bilateral directa³⁰. Por otro lado, muchos acreedores no han cumplido con los compromisos establecidos en la Iniciativa, especialmente acreedores privados³¹ y bilaterales no

³⁰ En el próximo capítulo, cuando abordemos la Iniciativa Multilateral de Alivio de la Deuda, nos toparemos de nuevo con este fenómeno.

³¹ En este caso, se genera un problema adicional debido a que a menudo el incumplimiento de los compromisos se acompaña del recurso al litigio para recuperar los préstamos. En el fondo, se requieren medi-

pertenecientes al Club de París, pero también algunos acreedores multilaterales de carácter regional o subregional.

Por último, una cuestión que afecta sensiblemente a la evolución de los denominadores de los coeficientes de endeudamiento (e indirectamente a los numeradores) es el impacto negativo de los *shocks* externos. La Iniciativa HIPC nunca tuvo entre sus objetivos proteger a los países de bajos ingresos de esta amenaza. Incluso, en su formulación original, la Iniciativa llegó a incentivar la volatilidad exportadora, permitiendo que las XBS que se utilizan para analizar la sostenibilidad de la deuda, fuesen calculadas sobre la base de un promedio plurianual. Por otro lado, nunca existió una verdadera voluntad para introducir criterios de flexibilidad en el período que transcurre entre el punto de decisión y de culminación, para compensar del impacto de posibles *shocks* exógenos. Lamentablemente, el alivio de la deuda no ha funcionado como un mecanismo de ajuste compensatorio ante los efectos

negativos de dichos *shocks*. Además, como ya mencionamos, las proyecciones macroeconómicas que acompañan al cálculo del alivio de la deuda siguen siendo demasiado optimistas, lo cual no ayuda en nada a mejorar los mecanismos de protección.

En síntesis, retornando sobre el objetivo principal de la Iniciativa HIPC, la cuestión verdaderamente esencial es si las políticas económicas relacionadas con el alivio de la deuda están permitiendo que los países de bajos ingresos realicen rápidos progresos en la lucha contra la pobreza. El discurso institucional justifica el retraso por el hecho de que la elaboración de los PRSP exige la participación de la sociedad civil³². Sin embargo, es legítimo preguntarse en qué medida la condicionalidad excesiva asociada a la aplicación de la Iniciativa no ha sido en realidad su principal obstáculo para alcanzar un alivio más profundo y propiciar un mayor impacto en términos de desarrollo y reducción de la pobreza.

das complementarias a la Iniciativa HIPC para proteger a los países deudores de este tipo de amenazas. En el capítulo dedicado a los mecanismos de reestructuración de la deuda, volveremos más detenidamente sobre esta cuestión.

³² AID y FMI: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006.

3. LAS INICIATIVAS PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS (II): MDRI

Después de la crisis de la deuda desencadenada durante la década de los ochenta, la deuda multilateral fue la única fuente de financiación a la que pudieron acceder muchos países deudores, sobre todo los más empobrecidos. Desde entonces, ciertos prestamistas no conceden más créditos a países de alto riesgo a los que consideran malos pagadores, por lo que al final sólo han tenido acceso a financiación multilateral. Por lo tanto, más allá de los avances en el alivio de la deuda experimentados bajo la Iniciativa HIPC, se hacía necesario un esfuerzo particular de los organismos multilaterales.

I. LA INICIATIVA PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA MULTILATERAL

La *Multilateral Debt Relief Initiative* (MDRI) ¹ fue aprobada en septiembre de 2005 en la Asamblea Anual del FMI y del BM (tras la propuesta realizada en la cumbre del G8 celebrada en junio de ese año en Gleneagles, Escocia), con el objetivo de reducir en mayor medida la deuda externa multilateral de los países que alcanzaran el punto de culminación de la Iniciativa HIPC, para de esta manera proporcionarles recursos adicionales que les ayuden a lograr los ODM para el 2015. En este sentido,

la MDRI es una iniciativa diferente pero complementaria a la HIPC, y ambas están vinculadas operacionalmente. En concreto, el objetivo inicial de la MDRI sería que el FMI, la AIF, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) —véase recuadro en p. 60— y el Fondo Africano de Desarrollo (FAfD) cancelaran el 100% de sus créditos a los países que habían alcanzado, o en algún momento alcanzarían, el punto de culminación de la Iniciativa HIPC.

Como se puede observar en la tabla 1, la MDRI complementa el desarrollo de la Iniciativa HIPC profundizando el alivio multilateral de la deuda. Por consiguiente, aunque el peso de la deuda multilateral ha ido creciendo, el alivio adicional de la deuda que implica la MDRI sería sólo una parte de la asistencia, tanto financiera como técnica, que los países de bajos ingresos precisarían para cumplir los Objetivos de Desarrollo del Milenio ². Por ello, los países donantes también tendrían que cumplir con sus compromisos de proporcionar flujos mayores de ayuda a los países de bajos ingresos, acercándose más aceleradamente a la meta aceptada internacionalmente de que los países desarrollados destinen el 0,7% del PIB a ayuda al desarrollo. A continuación, examinaremos cómo se aplicará la MDRI en el FMI y en la AIF.

¹ Iniciativa para el alivio de la deuda multilateral. En adelante, la nominaremos por sus siglas en inglés, MDRI.

² La deuda multilateral en el año 2003 fue de 374.720 millones de dólares. Esta deuda representaba el 19,12% de la deuda a largo plazo en 2003, ante el 11% que representaba entre 1970 y 1980.

TABLA 1. Características principales de HIPC y de MDRI

	HIPC	MDRI
Países elegibles	Países de bajos ingresos que sólo tenían acceso a financiación internacional por parte de la AIF, que aplican programas económicos respaldados con el PRGF, con coeficientes de endeudamiento por encima de los umbrales de sostenibilidad, a pesar de haberse beneficiado de los mecanismos tradicionales de alivio del Club de París.	Países HIPC que hayan alcanzado el punto de culminación ³ .
Acreedores potencialmente participantes	Todos los organismos multilaterales, los acreedores bilaterales oficiales y los privados de deuda pública externa y de deuda garantizada públicamente por los países.	AIF, FMI, BID y FAfD solamente.
Alivio de la deuda proporcionado	Deuda pública externa y deuda garantizada públicamente es reducida hasta alcanzar unos coeficientes de endeudamiento por debajo de los umbrales de sostenibilidad, establecidos en la reforma de 1999.	Deuda desembolsada antes del fin de diciembre de 2004 (FMI, BID y FAfD) y del fin de diciembre de 2003 (AIF), y la todavía pendiente de calificación (después del alivio de deuda proporcionado por la Iniciativa HIPC), es reducida a cero.
Costes totales del alivio de la deuda comprometido	41.300 millones de \$USA (VAN 2005).	18.300 millones de \$USA (VAN 2005).

Fuente: AIF y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006.

a) Fondo Monetario Internacional

La MDRI es una iniciativa común a las cuatro instituciones multilaterales men-

cionadas, pero las modalidades de implementación varían en cada una de ellas. En el caso del FMI, donde se ha comenzado a aplicar en enero de 2006,

³ Además, los países que no hayan participado en la Iniciativa HIPC con un ingreso *per capita* por debajo de los 380\$USA, también califican para este programa de alivio de la deuda externa desarrollado en el ámbito del FMI.

la propuesta ha sido posteriormente modificada para contemplar el requisito de utilizar los recursos del organismo en forma igualitaria para todos sus países miembros. De esta manera, los países miembros con una renta *per capita* anual que no supere el umbral de los 380 \$USA reunirían las condiciones para recibir el 100% de alivio de la deuda utilizando los recursos propios del FMI (MDRI-I). Pero los restantes países altamente endeudados por encima de dicho umbral de renta, sí tendrían que alcanzar necesariamente el punto de culminación en la Iniciativa HIPC. En este caso, estarían también en condiciones de obtener el 100% del alivio de la deuda, a través de un fondo común aportado por diversos países y administrado por el FMI (MDRI-II). En el caso del FMI, al tratarse de recursos propios los utilizados para el alivio de la deuda, los países donantes han acordado proporcionar los recursos adicionales necesarios para que no se perjudique la capacidad financiera del FMI, lo cual permitirá que el organismo multilateral continúe apoyando a los países de bajos ingresos a través de sus instrumentos disponibles, como los créditos PRGF, que constituyen la principal vía de financiación para apoyar a los países en sus programas de lucha contra la pobreza.

En la primavera de 2006, como se puede observar en la tabla 2, existían 20 países que reunían las condiciones para obtener el alivio de la deuda en el marco de la MDRI. Como se puede ver, dos de ellos —Camboya y Tayikistán— no participa-

ron en la Iniciativa HIPC, pero su renta *per capita* es inferior a 380 \$USA. Otros países altamente endeudados reunirán los requisitos para participar en la MDRI una vez hayan logrado el punto de culminación en el marco de la Iniciativa HIPC. Diez de ellos han alcanzado ya el punto de decisión, mientras que existe otro grupo de países que, en función de sus datos de endeudamiento y de ingreso a finales de 2004, serían países potencialmente elegibles en la Iniciativa HIPC, aunque la «cláusula de caducidad» de la misma podría impedirles su incorporación. En caso favorable, su inclusión en la MDRI-I o en la MDRI-II dependerá del nivel de renta *per capita* de cada uno de ellos.

Por otro lado, aunque los funcionarios del FMI, de la AIF y del FAfD cooperarán en la evaluación de los países candidatos, cada institución tendrá la responsabilidad y la independencia de decidir si en definitiva otorgará el alivio de la deuda. De cualquier modo, en el caso de la AIF y el FAfD, los recursos utilizados para proporcionar el alivio de la deuda no están sujetos a los mencionados requisitos de uniformidad que se aplican a los recursos del FMI. Por ello, es muy posible que Camboya y Tayikistán no reciban alivio de la deuda por parte de la AIF. Sin embargo, ambos países podrían beneficiarse con el aumento de recursos financieros que la AIF estaría asignando a todos los países de bajos ingresos en el contexto de la MDRI.

En el caso del FMI, la evaluación del comportamiento de los países candidatos para obtener el alivio de la deuda en

TABLA 2. Países potencialmente beneficiarios de la MDRI en la modalidad del FMI

	MDRI-I	MDRI-II
	Países que reúnen las condiciones para el alivio de deuda en el marco de la MDRI (20)	
Países que alcanzaron el punto de culminación en la Iniciativa HIPC (20)	Burkina Faso, Etiopía, Ghana, Madagascar, Malawi, Malí, Mozambique, Níger, Ruanda, Tanzania, Uganda	Benin, Bolivia, Camerún, Guyana, Honduras, Mauritania, Nicaragua, Senegal, Zambia
Países no incorporados a la Iniciativa HIPC, con renta <i>per capita</i> inferior a 380 \$USA, y con deuda pendiente frente al FMI (2)	Camboya, Tayikistán	
	Países que reunirán los beneficios una vez alcancen el punto de culminación en el marco de HIPC (17)	
Países que han logrado el punto de decisión en la Iniciativa HIPC (9)	Burundi, Chad, Congo, República Democrática del Congo, Gambia, Guinea-Bissau, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona	Guinea
Países elegibles en la Iniciativa HIPC según sus datos de deuda y de renta a finales de 2004, pero pendientes de la «cláusula de caducidad» (11)	República Centroafricana, Comores, Costa de Marfil, Eritrea, Haití, Kirguizistán, Liberia, Nepal, Somalia, Sudán y Togo (la inclusión de estos países en MDRI-I o MDRI-II dependerá de su nivel de renta <i>per capita</i>)	
Países elegibles según sus datos de deuda y de renta, pero que han rechazado incorporarse a la Iniciativa HIPC (3)	Bhutan, Laos y Sri Lanka	

Fuente: FMI, «Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral – Preguntas y Respuestas», 16 de marzo de 2006.

el marco de la MDRI se basaría en los siguientes principios básicos:

- la condicionalidad deberá ser uniforme para todos los países,
- la condicionalidad no irá más allá de lo establecido en la Iniciativa

HIPC, en concordancia con lo establecido en la mencionada cumbre del G-8.

De estos principios se derivan las siguientes consecuencias. En primer lugar, los países que ya hayan alcanzado

anteriormente el punto de culminación serán los primeros en ser evaluados para determinar si pueden acceder al alivio de la deuda en el marco de la MDRI. La evaluación de todos los países se basará en su desempeño en materia de políticas macroeconómicas, de reducción de la pobreza y de gestión del gasto público. En los casos oportunos, los organismos financieros internacionales podrán proponer medidas correctivas para los países que deban mejorar su comportamiento en estos rubros. Por el contrario, los países que no hayan alcanzado el punto de culminación, una vez que lo alcancen, quedarán habilitados de forma automática para el alivio de la deuda en el marco de la MDRI. Por último, los países candidatos que no hayan participado en la Iniciativa HIPC deberán tener igualmente un desempeño satisfactorio en las tres áreas señaladas, con lo cual se aseguraría que los recursos liberados por el alivio de la deuda se utilicen de forma eficaz en el logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

b) Asociación Internacional de Fomento del Banco Mundial

La MDRI, que en este caso entró en vigor en julio de 2006, permitirá cancelar la deuda que mantienen algunos de los países más pobres del mundo con la Asociación Internacional de Fomento. El objetivo de esta nueva iniciativa sería proporcionar un apoyo adicional a los países altamente endeudados para que cumplan con los Objetivos de Desarrollo

del Milenio, intentando no poner en peligro la capacidad de financiación de las instituciones financieras multilaterales. En este sentido, en marzo de 2006, los donantes de la AIF acordaron financiar un paquete que demanda aportaciones adicionales en el tiempo, con el fin de compensar a la entidad por cada dólar del alivio de la deuda provisto. Los donantes se han comprometido a mantener la integridad financiera de la AIF, para que los recursos adicionales se encuentren disponibles a la hora de apoyar proyectos de desarrollo en los países pobres. A finales de dicho mes, las contribuciones de los donantes en forma de compromisos por escrito que se habían recibido equivalían a más de la mitad de los costes estimados que supondrá la MDRI para la AIF.

La AIF otorgará la cancelación total de las obligaciones pendientes del servicio de la deuda a los países de bajos ingresos que solicitaron créditos con la institución, y que hayan alcanzado el punto de culminación en el marco de la Iniciativa HIPC. Siguiendo la práctica fijada en el alivio de la deuda bajo la Iniciativa HIPC, la AIF proporcionará dicha condonación bajo la MDRI por cancelación irrevocable de las obligaciones de pago por endeudamiento, sin afectar la provisión de otros acuerdos crediticios. Dicho alivio de la deuda será provisto por el total de reembolsos del principal y de gastos crediticios pagables a la AIF, descontando el alivio de los servicios de la deuda evaluables bajo la Iniciativa HIPC. En este caso, el proceso

Participación reciente del BID en la MDRI

El 17 de noviembre de 2006, el BID acordó cancelar 2.100 millones de dólares que cinco países latinoamericanos pertenecientes a la Iniciativa HIPC (Bolivia, Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua) debían a dicha institución regional. El BID es el más grande prestamista en América Latina, y los mencionados países mantienen en término medio una tercera parte del conjunto de sus *stocks* de deuda con dicho organismo. Conviene, por otro lado, no olvidar que una parte de estas deudas fueron contraídas por regímenes dictatoriales en décadas pasadas.

Deudas con el BID (en millones de dólares)

	Monto (2005)		Servicio (2006)	
	VAN	% Total		% Total
Bolivia	1.600	32	127	37
Guyana	521	42	22	65
Honduras	1.400	27	80	55
Nicaragua	1.400	26	60	60

Fuente: Bancos centrales, BID y BM.

El BID admite que los países latinoamericanos se han beneficiado en menor medida de la MDRI, debido a la demora con la que el banco decidió participar en la Iniciativa. Tras la implementación de la MDRI, el ahorro en el servicio de la deuda entre los países pobres que alcanzaron los puntos de culminación y de decisión en la Iniciativa HIPC fue del 40%, pero para los cinco países latinoamericanos representó un ahorro menor, entre el 20-30%. Resulta injusto que unos países puedan beneficiarse más que otros dentro de la misma iniciativa oficial.

Tras una intensa campaña internacional de presión y a pesar de la resistencia de algunos de sus principales accionistas autóctonos (como México o Brasil), el BID finalmente optó por su participación en la MDRI, argumentando que la cancelación de sus deudas representa un importante paso en la búsqueda de un sendero de desarrollo y lucha contra la pobreza en América Latina. No obstante, dicha cancelación sólo debería representar un primer paso en la dirección correcta, en la búsqueda del cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo del Milenio en la región.

Sin embargo, el BID ya ha manifestado que compensará esta reducción progresiva de las deudas con reducciones compartidas de los nuevos fondos y cargará mayores tipos de interés en los futuros préstamos a dichos países.

Fuente: EURODAD.

de alivio de la deuda entrará en vigor al principio del año fiscal siguiente a la confirmación de que el país fuese elegido para la MDRI⁴, no siendo cubiertos bajo la MDRI los pagos del servicio de la deuda realizados después del 31 de diciembre de 2003.

Para los países que hayan alcanzado el punto de culminación dentro de la Iniciativa HIPC, la participación en la MDRI se establecerá a partir de una única valoración que asegure que no se ha producido un deterioro significativo desde el momento en el que el país alcanzó dicho punto. Mientras que el FMI se centra en la evaluación del comportamiento macroeconómico de los últimos seis meses, la AIF se centra en el análisis de los avances en la aplicación de los PRSP. La gestión del gasto público, el tercer criterio de evaluación al que hicimos anteriormente referencia, se analiza conjuntamente por ambos organismos multilaterales⁵.

II. LA TRANSICIÓN DE LA INICIATIVA HIPC A LA MDRI: LA CLÁUSULA DE CADUCIDAD

En la transición en ciernes entre la culminación de la Iniciativa HIPC y la implementación de la MDRI, todavía no se

sabe muy bien qué opción se le va a ofrecer a los países de bajos ingresos que no han conseguido alcanzar el punto de decisión en la Iniciativa HIPC. El problema viene de atrás, cuando se decidió incorporar una cláusula de caducidad en el marco legal inicial de la Iniciativa HIPC, donde se restringía el acceso a la misma de los países potencialmente elegibles que no hubiesen comenzado programas de reforma apoyados por el FMI y el BM dentro de un período de tiempo de dos años. Aunque en realidad dicha cláusula fue prorrogada en cuatro ocasiones, estaba programada su aplicación efectiva el 31 de diciembre de 2006.

Dicha cláusula de caducidad fue introducida con la intención de prevenir un comienzo recurrente de la Iniciativa por parte de los países de bajos ingresos, minimizando las posibilidades de incurrir en riesgo moral y, en consecuencia, animando una adopción temprana y rigurosa de los programas de ajuste estructural por parte de las autoridades nacionales. Es decir, se intentaba poner fecha límite a la entrada en la Iniciativa, obligando de esta manera a los países a tomarse en serio la aplicación de las políticas dictadas por el FMI y el BM, y penalizando a los países que no fuesen disciplinados, dando a entender que no existiría una segunda oportunidad de

⁴ AIF: «IDA's Implementation of the Multilateral Debt Relief Initiative», 14 de marzo de 2006.

⁵ AIF: «Memorandum and Recommendation of the President of the International Development Association to the Executive Directors on the Multilateral Debt Relief Initiative: Country Eligibility Assessment», 16 de marzo de 2006.

entrar en la Iniciativa. Sin embargo, permitir que la cláusula entrase en vigor a finales de 2006 podría dejar a ciertos países, que cumplen los criterios de elegibilidad de la Iniciativa HIPC según sus datos de deuda y de ingresos de finales de 2004, fuera de la misma y por tanto excluidos también de la MDRI, lo cual puede implicar serios problemas de sobreendeudamiento en el futuro.

Como se puede comprobar en la tabla 3, los organismos financieros internacionales han estado deliberando sobre la aplicación de ciertas opciones, que permitan incentivar la aceleración del proceso de reformas, sin dar la impresión a los países implicados de que el acceso a la Iniciativa HIPC pudiese ser percibido como permanente. En realidad, la situación que se ha venido dando de indefinición no beneficiaba a ninguna de las partes. Si los países que no han alcanzado el punto de decisión mantienen las condiciones de elegibilidad en la Iniciativa HIPC, pueden ser tentados a endeudarse crecientemente en anticipación de un eventual alivio de la deuda, que quizá no llegue a producirse. Por lo tanto, los organismos financieros multilaterales defienden que es importante definir claramente el marco institucional, para que ninguno de los actores implicados, sean los países de bajos ingresos o las instituciones multilaterales, incurran en costes innecesarios.

En discusiones informales, los principales organismos financieros internacionales han expresado el convencimiento de que no estarían a favor de permitir que la cláusula de caducidad entrase en vigor, tal cual se establece en la Opción 1, o de que se postergue su aplicación, como se plantea en las Opciones 2 y 3⁶. Estas opciones dejarían a varios países de bajos ingresos sin la posibilidad de beneficiarse del alivio de la deuda bajo la Iniciativa HIPC y eventualmente bajo la MDRI. Por el contrario, las autoridades del FMI y del BM reconocen que sería necesario encontrar una solución de conjunto a la situación de endeudamiento de estos países. Eventualmente, esto requeriría establecer un nuevo marco de alivio de la deuda u ocuparse de cada país caso por caso, lo cual tendría costes de carácter político y económico, además de consumir una gran cantidad de tiempo. Alternativamente, un sector minoritario del FMI y el BM prefieren prorrogar la Iniciativa HIPC durante dos años más, como se plantea en la Opción 3, aun reconociendo que una prórroga futura podría ser necesaria.

En cambio, los organismos financieros internacionales apoyan ampliamente permitir que la cláusula de caducidad entre en vigor en el plazo estipulado y que todos los países sean valorados por haber cumplido los criterios de endeudamiento.

⁶ Este debate sobre las opciones posibles relacionadas con los países afectados por la cláusula de caducidad puede revisarse en el documento conjunto del FMI y de la AIF, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – Issues Related to the Subset Clause», del 16 de agosto de 2006.

TABLA 3. Opciones posibles en torno a la cláusula de caducidad de la Iniciativa HIPC: ventajas e inconvenientes

Opciones	Ventajas	Inconvenientes
1. Permitir que la cláusula de caducidad entre en vigor a finales de 2006	<ul style="list-style-type: none"> • Pondría fin a las prórrogas repetidas de la cláusula, que han hecho aparecer a la Iniciativa HIPC como permanente. • Podría también reducir las posibilidades de incurrir en riesgo moral, ya que los países no podrían garantizar el alivio de sus deudas, proporcionando además un incentivo para que comiencen sus reformas antes del final de año. 	<ul style="list-style-type: none"> • Existe poca probabilidad de que el apoyo internacional sea movilizado en tiempo para liquidar los atrasos de todos estos países, para que cumplan los criterios de elegibilidad independientemente de sus propios esfuerzos. • Cinco países, y más posiblemente, podrían ser abandonados con cargas de deuda insostenibles.
2. Permitir que la cláusula de caducidad entre en vigor a finales de 2006, pero dejando que los cinco países con problemas se beneficien de un año adicional para cumplir con la Iniciativa	<ul style="list-style-type: none"> • Podría dar otra oportunidad a países recientemente salidos de conflictos para cumplir los criterios de elegibilidad. • Podría proporcionar una señal de que sólo aquellos países comprometidos con las reformas llegarían a ser elegibles eventualmente para el alivio de la deuda. • Proporcionaría un incentivo a los países que se comprometían en las reformas, movilizando apoyo internacional, y obteniendo los fondos necesarios para resolver sus problemas de atrasos rápidamente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un año de prórroga puede no ser suficiente para todos los países identificados para saldar sus atrasos y comenzar los programas apoyados por el FMI y el BM. • Dos países, o más, pueden llegar a ser inelegibles para la Iniciativa HIPC y serían abandonados con cargas de deuda que rebasan significativamente los umbrales de la Iniciativa. • Puede favorecer la uniformidad en el tratamiento de los problemas.
3. Extender la cláusula de caducidad hasta finales de 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Permitiría a la mayor parte de los países implicados tiempo suficiente para comenzar los programas apoyados por el FMI y el BM. 	<ul style="list-style-type: none"> • Podría dar la impresión que la Iniciativa HIPC llegase a otorgar facilidades con carácter permanente.

TABLA 3. *Continuación*

Opciones	Ventajas	Inconvenientes
	<ul style="list-style-type: none"> • Proporcionaría también un incentivo a los países para adoptar los programas requeridos más rápidamente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Puede no ser suficiente período de tiempo para todos los países identificados (Somalia). Dos años después, podría presentarse el mismo problema. • Una quinta prórroga (y el riesgo de que pueda ser ampliada a una fecha más tardía) podría incentivar en mayor medida las situaciones de riesgo moral.
<p>4. Permitir que la cláusula de caducidad entre en vigor y que todos los países sean evaluados en cuanto puedan, al haber cumplido los criterios de endeudamiento y de ingreso basados en los datos de 2004</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Podría implicar a todos los países identificados. • No crearía presiones indebidas para comenzar los programas apoyados por el FMI y el BM a todo coste. Reconociendo los enormes desafíos que los países encaran, les permitiría avanzar a su propio ritmo. • Eliminaría la posibilidad de postergaciones sucesivas de la cláusula de caducidad. 	<ul style="list-style-type: none"> • Puede debilitar los incentivos para que los países avancen rápidamente en el proceso vinculado con la Iniciativa HIPC, incrementando las posibilidades de incurrir en situaciones de riesgo moral. • Podría ser percibido como una apertura indefinida de la Iniciativa HIPC.
<p>5. Permitir que la cláusula de caducidad entre en vigor y que todos los países sean evaluados al haber cumplido los criterios de endeudamiento y de ingreso basados en los datos de 2004, pero limitando la deuda sujeta a alivio a una fecha límite dada (finales de 2006)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Podría eliminar los incentivos a incurrir en situaciones de riesgo moral. • Implicaría a todos los países y eliminaría la necesidad de una extensión mayor de la cláusula de caducidad. 	<ul style="list-style-type: none"> • El alivio de la deuda puede resultar insuficiente para regresar los coeficientes de endeudamiento a los umbrales de sostenibilidad de la Iniciativa HIPC. • No se ocuparía de forma efectiva de los países con atrasos sustanciales, donde la liquidación de los mismos podría significar nuevas obligaciones posteriores a la fecha límite.

TABLA 3.3. Continuación

Opciones	Ventajas	Inconvenientes
		<ul style="list-style-type: none"> • Requeriría una reconsideración de los criterios respecto a la posible asistencia financiera para alcanzar el punto de culminación. • Constituiría una opción que trataría de forma diferente a los países que alcanzaron su punto de decisión antes o después del final de 2006. • Puede crear incentivos para que los acreedores presten a los países después de la fecha límite, avivando las posibilidades de incurrir en el «problema del polizón» y violando el principio de la Iniciativa de compartir las cargas de forma equitativa.

Fuente: FMI y AIF, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – Issues Related to the Sunset Clause», Annex III, 16 de agosto de 2006.

damiento y de ingreso según los datos de 2004, como se plantea en la Opción 4. Según esta postura, conservando la accesibilidad a la Iniciativa HIPC en el caso de los países que cumplieren los dos criterios mencionados, se lograría la aproximación más equilibrada a la situación generada y, en el fondo, la más práctica ya que haría innecesario prolongar nuevamente la cláusula de caducidad. En un documento de abril de 2006, los organismos multilaterales elaboraron una lista

actualizada con los once países que reunían dichos criterios de elegibilidad⁷:

- Siete de los países (República Centroafricana, Islas Comores, Costa de Marfil, Liberia, Somalia, Sudán y Togo) ya habían sido identificados como candidatos a la Iniciativa HIPC en informes previos.
- Cuatro países se incorporaron a la lista en esta oportunidad (Eritrea, Haití, Kirguistán y Nepal).

⁷ FMI y AIF: «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – List of Ring-Fenced Countries that Meet the Income and Indebtedness Criteria at end-2004», 11 de abril de 2006.

- Otros tres países, que técnicamente reunían los criterios, indicaron que no deseaban aprovecharse de la Iniciativa HIPC por decisión propia (Bhutan, Laos y Sri Lanka).

Con el establecimiento de este listado⁸, las autoridades multilaterales no sólo pensaron que se disolverían las incertidumbres relativas a los países que potencialmente se podrán beneficiar de la Iniciativa HIPC, sino que también se ayudaría a precisar en mayor medida los costes estimados tanto de la Iniciativa HIPC como de la MDRI. No obstante, es conveniente recordar que aun cumpliendo los criterios de endeudamiento y de ingreso, no se garantiza disfrutar de los beneficios de la Iniciativa.

Por último, las instituciones multilaterales no apoyan en general limitar la deuda sujeta a alivio a una fecha límite dada, como se estipula en la Opción 5, teniendo en cuenta las mayores probabilidades de incurrir en el «problema del polizón», es decir, en la existencia de acreedores que, o bien pretendan recuperar la mayor cantidad de sus préstamos aprovechando que otros reducen sus derechos de cobro con los países endeudados, o bien se lancen al establecimiento de préstamos con los países que, dado el alivio de la deuda alcanzado, gocen de

un margen fiscal y financiero que les permita endeudarse nuevamente. Por ello, la AIF ha aprobado recientemente un paquete de medidas dirigidas a combatir, en ambas direcciones, la influencia del «problema del polizón» sobre la futura capacidad de endeudamiento. Desde el lado acreedor, dicho paquete propone mejorar la coordinación acreedora alrededor de un mecanismo todavía pendiente de ser desarrollado y acordado, posiblemente basado en el marco definido por el análisis de la sostenibilidad de la deuda para países de bajos ingresos, que se introduce en el capítulo siguiente. Desde el lado deudor, se proveen desincentivos para el endeudamiento no concesional injustificado reduciendo volúmenes y endureciendo los términos de asistencia, en base a un análisis particular caso por caso⁹.

Finalmente, el 31 de diciembre de 2006 entró en vigor la cláusula de caducidad. Como se preveía, la AIF y el FMI se han decidido por la Opción 4¹⁰. Como resultado, los países que no cumplan con los criterios de elegibilidad de la Iniciativa HIPC en dicha fecha pueden aún así llegar a ser elegibles para el alivio de la deuda en el marco de dicha Iniciativa si ellos adoptan, en algún momento, un programa apoyado por la AIF y el FMI.

⁸ Obviamente, los países que no hubiesen sido incluidos en la lista no podrán beneficiarse en principio del alivio de la deuda bajo la Iniciativa HIPC.

⁹ FMI y AIF, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative – Issues Related to the Subset Clause», 16 de agosto de 2006.

¹⁰ AIF y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

III. EVOLUCIÓN Y RESULTADOS DE LA MDRI

En 2007, los 22 países que habían alcanzado el punto de culminación en la Iniciativa HIPC se espera recibirán por medio de la MDRI un ahorro en el servicio anual de la deuda en torno a 1.300 millones de dólares, equivalente aproximadamente al 1% del PIB promedio de dichos países. Este ahorro varía considerablemente entre los países, desde el 0,3% del

PIB en el caso de Zambia al 1,8% en Guyana. En términos acumulativos, como se puede observar en el cuadro 1, el ahorro en el servicio de la deuda se estima en 21.100 millones de dólares, en términos VAN de finales de 2006, siendo la AID la principal institución multilateral implicada.

En el cuadro 2, se puede observar en perspectiva cómo podrían evolucionar el servicio de la deuda y los gastos en

CUADRO 1. Ahorro en el servicio de la deuda en la MDRI (en miles de millones de dólares, en términos VAN 2006)

	AID	FMI	FAfD	BID	Total
Países post-punto de culminación	13,6	2,8	2,7	2,0	21,1
Países interinos y pre-punto de decisión	3,7	0,8	0,9	0,3	5,7
Países no-HIPC	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2

Fuente: AIF y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

CUADRO 2. Proyecciones sobre la evolución del servicio de la deuda y los gastos en reducción de la pobreza tras la implementación de la MDRI, 2007-2011 (en millones de dólares, en términos nominales, y en %)

	2007	2008	2009	2010	2011
Servicio de la deuda					
Después de la Iniciativa HIPC	3.730	3.943	4.125	4.055	4.327
Después de la MDRI	2.444	2.412	2.481	2.325	2.567
Ahorro derivado de la MDRI	1.285	1.531	1.644	1.730	1.760
Gastos en reducción de la pobreza	20.097	22.505	24.882	26.916	26.434
Servicio de la deuda/XBS (%)	5,0	4,7	4,4	3,4	3,3
Servicio de la deuda/PIB (%)	1,6	1,4	1,3	0,9	0,9
Gastos en reducción de la pobreza/ingresos fiscales (%)	55,1	59,9	58,5	57,6	56,1
Gastos en reducción de la pobreza/PIB (%)	9,4	9,9	10,1	10,2	10,1

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

reducción de la pobreza tras la implementación de la MDRI. Obviamente, se trata de pronósticos que en el caso de las ratios empleadas se verán influidas también por la evolución de la situación económica de los países afectados.

En este cuadro, se puede observar cómo la influencia creciente que el alivio de la deuda tiene, en el marco de la MDRI, sobre el servicio de la deuda de los países

que han alcanzado el punto de culminación en la Iniciativa HIPC, pone a la luz la importancia de la deuda multilateral en la composición de la deuda de dichos países. Si no se aplicase la MDRI, en realidad los países que participaron en la Iniciativa HIPC volverían a sufrir un servicio de la deuda demasiado elevado. En el cuadro 3 se compara país por país el alivio de la deuda facilitado por ambas iniciativas, poniéndose de relieve la

CUADRO 3. *Alivio de la deuda proporcionado por HIPC y MDRI hasta julio de 2007*
(en millones de dólares, en términos nominales)

	HIPC	MDRI	Total
Benin	460	1.098	1.558
Bolivia	2.060	2.801	4.861
Burkina Faso	930	1.161	2.091
Camerún	4.917	1.266	6.183
Etiopía	3.275	3.208	6.483
Ghana	3.500	3.801	7.301
Guyana	1.354	705	2.059
Honduras	1.000	2.703	3.703
Madagascar	1.900	2.339	4.239
Malawi	1.600	1.526	3.126
Malí	895	1.914	2.809
Mauritania	1.100	855	1.955
Mozambique	4.300	1.990	6.290
Nicaragua	4.500	1.895	6.395
Níger	1.190	1.026	2.216
Ruanda	1.316	486	1.801
Santo Tomé y Príncipe	263	59	322
Senegal	850	2.408	3.258
Sierra Leona	994	644	1.638
Tanzania	3.000	3.743	6.743
Uganda	1.950	3.422	5.372
Zambia	3.900	26.99	6.599
Total	45.254	41.750	87.004

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

importancia del alivio de la deuda multi-lateral en dichos países.

En el cuadro 3 del capítulo anterior (p. 44) observamos cómo la Iniciativa HIPC había supuesto una importante reducción en el monto total de la deuda de los países que habían superado el punto de decisión. Pues bien, con la MDRI, la reducción de dichos montos vuelve a ser sustancial, sobre todo si los comparamos con las sucesivas reducciones relacionadas con los tratamientos tradicionales y la propia Iniciativa HIPC. En el caso de los países que habían alcanzado el punto de culminación, tras la MDRI, el monto de la deuda pasaría de 26.400 a 5.400 millones de dólares, en términos VAN de finales de

2006. En el caso de los países interinos, el monto se reduciría de 9.200 a 3.500 millones.

En la medida en que esta evolución se vaya concretando, todos los países experimentarán incrementos en las asignaciones presupuestarias destinadas a los programas de lucha contra la pobreza. Si los pronósticos no fallan, en 2011 se dedicarán a la lucha contra la pobreza más de cinco veces los recursos destinados en 2000. En el recuadro siguiente, a modo de ejemplo, intentamos exponer sintéticamente cómo han sido utilizados algunos recursos liberados por el FMI en buena parte de estos países, en el marco de la MDRI.

Uso de los recursos liberados en la MDRI

Benin: Los recursos liberados se están destinando a acelerar los programas prioritarios de reducción de la pobreza en el marco del PRSP 2006-2009, que se centran en educación, salud, infraestructura y agricultura. En particular, el monto equivalente de lo ahorrado en el servicio de la deuda que habría vencido en 2006 (7,7 millones de \$USA) se destinará a incrementar el gasto en salud y en educación, al sector algodonero y al financiamiento de pequeñas explotaciones agrícolas. El alivio total del FMI sólo asciende a 56 millones de \$USA, lo que equivale al 1,3% del PIB de 2005.

Burkina Faso: La cancelación del saldo de la deuda pendiente con el FMI liberará unos 83 millones de \$USA, que equivalen a cerca del 1,4% del PIB. El ahorro del servicio de la deuda resultante en 2006 se calcula en 10,6 millones (0,2% del PIB). El programa del FMI con Burkina Faso permite un gasto adicional en programas sociales o infraestructura prioritaria, si el país recibe un financiamiento de la balanza de pagos imprevisto, incluido el alivio de la MDRI, hasta un monto de 45 millones de \$USA.

Camerún: En abril de 2006, el FMI otorgó un alivio de deuda a Camerún por un total de 255 millones de \$USA (1,4% del PIB). El programa del FMI con Camerún per-

mite el uso de recursos de la MDRI en programas coherentes con las prioridades sectoriales de lucha contra la pobreza.

Etiopía: El FMI otorgó un alivio total de 114 millones de \$USA. El gobierno etíope incluyó 74 millones (0,5% del PIB) como ingresos del presupuesto 2006-07. Se prevé que el gasto presupuestado para la reducción de la pobreza, definido por la estrategia gubernamental de lucha contra la misma, aumente en 69 millones. Actualmente, Etiopía no dispone de un programa respaldado por el FMI.

Ghana: Las autoridades nacionales canalizaron los 381 millones de \$USA, liberados en virtud de la MDRI, a atender los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Ghana quedó con una deuda externa mucho más sostenible.

Madagascar: El alivio total otorgado por el FMI, la AIF y el FAfD ascenderá a 2.300 millones de \$USA (42% del PIB), previéndose que la ratio DET/XBS, que fue de 31% en 2005, disminuya a cerca del 6%. El gasto adicional en reducción de la pobreza será incluido en un presupuesto suplementario en 2006, y en las leyes de presupuesto anual de los años siguientes.

Malí: El alivio total de los tres organismos multilaterales se calcula en 2.000 millones de \$USA (35% del PIB). A medio plazo, esto permitirá reducir los coeficientes de endeudamiento a niveles muy por debajo de sus umbrales sostenibles. En 2006, las autoridades prevén una enmienda presupuestaria que permitirá un gasto adicional de 24 millones en abastecimiento de agua y mejoramiento vial.

Mozambique: Gracias a la MDRI, el saldo de la deuda pública externa de este país descenderá a finales de 2006 en 1.600 millones de \$USA, del 25 al 12% del PIB. Las autoridades nacionales decidieron colocar los recursos liberados por el FMI (154 millones) en una cuenta especial del Banco de Mozambique, a fin de que el gobierno recurra a ellos para financiar gastos prioritarios a favor de los pobres a lo largo de unos cuatro años. También se revisó el marco fiscal a medio plazo (2007-09), a efectos de incorporar gastos prioritarios adicionales basados en el alivio total de la deuda otorgado por el FMI, la AIF y el FAfD (alrededor del 0,5% del PIB por año hasta 2015).

Níger: Los 86 millones de \$USA liberados por el alivio otorgado por el FMI se destinarán a programas de desarrollo prioritarios. Las autoridades están elaborando marcos presupuestarios a medio plazo con tal fin. La elaboración de los mismos concluiría a finales de 2006, y su incorporación en los presupuestos nacionales se produciría a partir de 2007.

Ruanda: El alivio de deuda en el marco de la MDRI se está incorporando gradualmente al programa del FMI. La importación de alimentos y la inversión en el pro-

yecto de gas metano del lago Kivu para generar electricidad se financian con los recursos liberados en 2006 (0,6% del PIB). Según las posibilidades de absorción y el efecto de las políticas fiscales en la demanda interna, el FMI considera que podría haber margen para un mayor gasto social prioritario en el contexto de la primera revisión del PRSP.

Senegal: Los recursos liberados (140 millones de \$USA, 1,7% del PIB) se pretende sean usados en la atención de necesidades prioritarias en servicios sociales, por medio de un presupuesto suplementario aprobado en el Parlamento.

Tanzania: Las autoridades nacionales decidieron destinar los 338 millones de \$USA liberados a financiar las necesidades de divisas originadas en la atención de programas prioritarios para la reducción de la pobreza, evitando así perjudicar la liquidez interna. Los desembolsos se utilizarán primordialmente a atender las consecuencias de una prolongada sequía y las necesidades energéticas vitales. Se financiará la importación de alimentos que se destinarán gratuitamente, o con subsidios importantes, a unos 3,7 millones de habitantes en condiciones de inseguridad alimentaria. También se adquirirá o se arrendará nueva capacidad de generación eléctrica, a fin de aliviar el racionamiento y de fortalecer la planificación de la política energética.

Uganda: Los recursos liberados por el FMI (126 millones de \$USA) se destinarán básicamente a atender las necesidades urgentes de electricidad.

Zambia: En 2006, el equivalente del ahorro en el servicio de la deuda, 18 millones de \$USA, se destinará a aumentar las inversiones en proyectos agrícolas destinados al riego y la sanidad animal en pequeñas explotaciones ganaderas. A medio plazo, todavía no se han especificado los proyectos que serán efectivamente financiados ni las fechas del desembolso de los recursos correspondientes.

Camboya: El alivio de la deuda no es un componente importante de la ayuda externa a este país. Los recursos liberados por el FMI, alrededor de 82 millones de \$USA, se usarán para combatir la pobreza a partir de 2007. El primer proyecto que se financiará será un sistema rural de riego, valorado en 33 millones.

Guyana: El alivio total de la deuda por parte del FMI y de la AIF asciende a 235 millones de \$USA. Se estima que el ahorro por el servicio de la deuda será en términos anuales del 1% del PIB, a partir de 2006. El ahorro se está asignando a la rehabilitación de la infraestructura de drenaje y de riego, y de los caminos que comunican las explotaciones agrícolas con los mercados, y por otro lado a la educación y la salud.

Honduras: A finales de 2006, la deuda pública externa se habrá reducido de un nivel equivalente a 61% del PIB en 2005 a un 40%. El alivio total de la deuda por parte del FMI y la AIF ascendió a 1.400 millones de \$USA. Los fondos liberados por el FMI se usarán en la eliminación de los cargos anuales en la educación primaria, lo que se espera aumente el número de alumnos matriculados de familias de bajos ingresos.

Mauritania: El alivio total ascendió a 753 millones de \$USA, en torno al 35% del PIB no petrolero en 2006. En julio, las autoridades mauritanas adoptaron un presupuesto suplementario, autorizando un incremento del gasto en proyectos de reducción de la pobreza equivalente al 1% del PIB no petrolero. La mayoría de las asignaciones suplementarias corresponden a inversiones focalizadas en la pequeña industria pesquera, en infraestructura en zonas marginadas, en servicios de salud. En 2007-10 se prevé una reducción de las diferencias de los niveles de pobreza entre las zonas rurales y urbanas.

Nicaragua: El ahorro en servicio de la deuda se elevará al 0,2% del PIB anual a partir de 2006. Los fondos liberados se destinarán a la compra de material médico y educativo (60% del total).

Tayikistán: Las autoridades nacionales han incluido recursos liberados bajo la MDRI por un monto equivalente al 0,5% del PIB en su proyecto de presupuesto para el 2007. Estos recursos se utilizarán para financiar un incremento de las transferencias a los pobres (entre otras cosas, para compensar los efectos de la subida de las tarifas eléctricas), la descompresión salarial en el sector público y un aumento del gasto no salarial en la educación y la salud.

Fuente: Boletín del FMI para la sociedad civil, febrero, agosto y noviembre de 2006.

Sin embargo, como se aprecia en el cuadro 4, *muchos de los países que se han beneficiado de las reducciones en el servicio de la deuda también tienen que encarar reducciones en los niveles futuros de la financiación concesional, especialmente de la AIF y del BID* (en este caso, véase recuadro de p. 60). Esto quiere decir que la MDRI ha proporcionado menos fondos adicionales para luchar con-

tra la pobreza que lo que habían sugerido los anuncios oficiales.

Como se puede observar en el cuadro 5, los costes totales estimados del alivio de la deuda bajo la MDRI alcanzarán los 53.100 millones de dólares, de los cuales 36.200 millones serían condonados por la AIF y 4.100 millones por el FMI. En marzo de 2006, los donantes de la AIF

CUADRO 4. Impacto de la MDRI en los flujos de ayuda de la AIF (en millones de dólares)

	Antes MDRI	Después MDRI	Alivio MDRI
Países que han alcanzado el punto de culminación	10.427	9.908	776
Países que han alcanzado el punto de decisión	2.334	2.348	45

Fuente: G. Hurley, «Multilateral Debt: One step forward, how many back?», EURODAD, abril de 2007.

CUADRO 5. Costes estimados de la MDRI para los acreedores multilaterales, por grupos de países (en miles de millones de dólares, en VAN 2005)

	Post-punto de culminación	Países interinos y pre-punto de decisión	Total
AIF	28,3	7,9	36,2
FMI	3,1	0,9	4,0
FAfD	6,4	2,0	8,4
BID	3,9	0,5	4,4

Fuente: AID y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 28 de agosto de 2007.

acordaron financiar un paquete que demanda aportaciones adicionales de su parte durante la implementación de la MDRI, con el objetivo de compensar a la entidad por cada dólar del alivio de la deuda previsto. Los donantes se han comprometido a garantizar la integridad financiera de la AIF, para que los recursos adicionales se encuentren disponibles para apoyar los esfuerzos posteriores de desarrollo de los países pobres. En los meses siguientes, se han ido formalizando los compromisos financieros por escrito, los cuales serán desembolsados en el transcurso de 40 años, reflejando el perfil cronológico de los reembolsos de créditos dejados de percibir por la AIF.

La idea es que la magnitud de los recursos liberados se vincule con el comportamiento de los países, con la intención de que dichos recursos se destinen a la reducción de la pobreza de una manera creciente a lo largo de 2006 y 2007, al menos en una cantidad equivalente a los ahorros en el servicio de la deuda como resultado del alivio de la deuda en el marco de la MDRI. En estos países, los recursos liberados tras el alivio de la deuda externa tendrían que apoyar las oportunidades de crecimiento de los sectores más pobres de la población, y deberían ser principalmente destinados a áreas que ya habían sido prioritarias en la ejecución de los PRSP, como son los servicios sociales, las infraestructuras y

el sector agrícola. En todos los países ya han sido alcanzados acuerdos entre las diferentes autoridades económicas para la transferencia de estos recursos, con la emisión de presupuestos suplementarios que reflejasen este gasto social adicional.

IV. VALORACIÓN DE LA MDRI Y PERSPECTIVAS TRAS SU IMPLEMENTACIÓN

La importancia de la MDRI no debería ser evaluada únicamente en función de su impacto financiero en los países beneficiarios. Una cuestión crítica adicional es analizar si la cancelación de la deuda multilateral conlleva una mayor autonomía política de dichos países. Teniendo en cuenta que todos los países que participan en la MDRI han tenido que alcanzar el punto de culminación en la Iniciativa HIPC, necesariamente han debido de superar entre tres y diez años de un conjunto de condiciones en la forma de programas de ajuste, en sus diferentes versiones. Sólo por esta razón, la cancelación de la deuda multilateral debería ser irrevocable e incondicional, convirtiendo a la MDRI en un punto de inflexión para el comienzo de unas relaciones económicas internacionales más justas. Sin embargo, el FMI y el BM quie-

ren seguir ejerciendo una tutela política sobre estos países, condicionando la concesión de nueva ayuda oficial al desarrollo al mantenimiento de un marco institucional y político «apropiado» y de «calidad». En gran medida, *la gestión que los países pobres realicen del proceso de desendeudamiento representará una de las claves principales de las que dependerá tener acceso a la financiación concesional en los próximos años.*

En primer lugar, lo que los organismos financieros multilaterales quieren garantizar es que los fondos disponibles tras el alivio de la deuda multilateral sean gestionados eficazmente en la lucha contra la pobreza, lo cual hace preciso que se realicen mejoras en los sistemas de gestión de las finanzas públicas, que a su vez contarán con el apoyo técnico y financiero de dichas instituciones. Para monitorear este proceso, los organismos multilaterales han establecido un *marco de seguimiento* que se articula en torno a los siguientes tres pilares¹¹:

- El propio marco, estructurado en 28 indicadores para valorar el comportamiento de los diferentes países implicados¹².
- Una aproximación específica a cada país, facilitando la iniciativa del deudor en la gestión del programa de reformas y de las finanzas públicas.

¹¹ AIF, «IDA's Implementation of the Multilateral Debt Relief Initiative», 14 de marzo de 2006.

¹² Este nuevo marco ya ha sido aplicado en cinco países, encontrándose la mayor parte de los países post-punto de culminación de la Iniciativa HIPC con la intención de utilizar los nuevos indicadores en el corto plazo.

- La coordinación de los donantes con el objetivo de apoyar la implementación de la estrategia reformista.

Por otro lado, las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda no garantizan que los países de bajos ingresos mantengan cargas sostenibles de endeudamiento en el futuro. En este sentido, los montos y los términos del endeudamiento post-alivio constituyen también indicadores críticos para asegurarse de que los beneficios de la reducción de la deuda se materialicen. Según los propios pronósticos de los organismos multilaterales, tras la implementación de la MDRI, se espera que desciendan aún más las ratios de los servicios de la deuda de los países participantes en el medio plazo, aunque en el largo plazo es muy posible que esas ratios se incrementen, teniendo en cuenta la nueva capacidad de endeudamiento de estos países. Entre 2005 y 2011, cuando la mayor parte de los países alcanzan su punto de culminación, se prevé que el promedio de la ratio DET/XBS haya declinado a más de la mitad. Sin embargo, después de 2011 se proyecta que la ratio DET/XBS se incremente de nuevo, aunque se pronostica que permanecerá significativamente más baja que el nivel de dicha ratio en el momento en que se alcanzó el punto de conclusión en el marco de la Iniciativa HIPC¹³.

Pensando en las consecuencias negativas que tendría para los países de bajos ingresos, sería lamentable que el margen de endeudamiento creado por el alivio de la deuda fuese aprovechado por otro tipo de acreedores menos institucionalizados, particularmente en condiciones no concesionales. De esta manera, lo único que estaríamos consiguiendo es que los organismos multilaterales y los donantes bilaterales del Club de París se dedicasen a financiar los negocios futuros de cierto tipo de acreedores sin escrúpulos. En el próximo capítulo analizaremos los posibles instrumentos de los que se puede dotar la comunidad internacional para mitigar el riesgo de una reacumulación insostenible de deudas por parte de los países.

No obstante, es importante que los organismos multilaterales no se concentren solamente en una vigilancia exhaustiva de las posibles deudas que los países de bajos ingresos puedan llegar a asumir en el futuro. Por un lado, los organismos multilaterales deben reconocer que, si los países de bajos ingresos llegan a aceptar la financiación no concesional poniendo en riesgo la sostenibilidad de su deuda, en gran parte será debido a la carencia de ayuda concesional, que como decimos podría seguir descendiendo en los próximos años. Por otro lado, hay que tener en cuenta que las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda externa sólo ten-

¹³ AIF y FMI, «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation», 21 de agosto de 2006.

drán éxito a largo plazo si los recursos liberados fortalecen la estructura fiscal y, más en general, las capacidades endógenas de desarrollo económico de

cada país. Si no es así, tarde o temprano se volverán a presentar situaciones de sobreendeudamiento en los países pobres.

4. HACIA ESTRATEGIAS DE ENDEUDAMIENTO SOSTENIBLE

Una vez finalizada la Iniciativa HIPC para aquellos países que alcanzaron el punto de culminación, y avanzada la MDRI, lo importante es tratar de evitar que un país pobre se vuelva a endeudar demasiado, hasta alcanzar nuevamente niveles insostenibles en sus coeficientes de endeudamiento. Impedir esto no va a ser fácil. ¿Por qué? En primer lugar, es importante ser prudente y no sobreestimar los logros de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda. El propio BM admite que «no existe una cantidad de condonación de la deuda que garantice solvencia financiera a futuro»¹. Especialmente, debemos de tener en cuenta que *las condonaciones de deuda realizadas bajo este marco han sido condicionadas a la aplicación de determinadas políticas y reformas económicas, que podrían limitar las capacidades estructurales de las economías deudoras para cumplir sus obligaciones crediticias en el futuro*. Por otra parte, no olvidemos que los países que se han beneficiado del alivio de la deuda están experimentando cambios en su inserción externa, que gradualmente les está permitiendo renovar su acceso —hasta ahora vedado— a los mercados internacionales de capital.

En segundo lugar, porque el propio enfoque de la sostenibilidad de la deuda está en discusión. Podemos reducir el problema de la sostenibilidad a un problema de capacidad de pago del país o,

por el contrario, podemos considerar que el hecho de pagar puntualmente el servicio de la deuda no implica necesariamente que el país mantenga un endeudamiento sostenible. La caracterización de una deuda como sostenible tiene que ver con el análisis de la interrelación compleja de una serie de factores, que a menudo tienen un comportamiento muy diferenciado en las diversas economías nacionales. En consecuencia, está planteado un debate más de fondo sobre las posibles vías para alcanzar un endeudamiento sostenible, que obviamente no se reduce a un problema exclusivo de indicadores financieros.

I. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA, CAPACIDAD DE PAGO Y SOLVENCIA

Para aproximarnos al concepto de sostenibilidad, no debemos olvidar que se trata de un concepto sensible a la interpretación subjetiva que cada parte interesada hace del mismo. Los Organismos Internacionales vienen desarrollando dos marcos diferentes de sostenibilidad de la deuda: uno para los países de bajos ingresos que sobre todo están endeudados con los acreedores oficiales, y otro para países con un acceso considerable a los mercados financieros internacionales. Por otro lado, los prestamistas privados, por medio de diversas

¹ BM, «Sostenibilidad de la Deuda en Países de Bajos Ingresos: Preguntas más frecuentes», en www.worldbank.org.

agencias de calificación crediticia, continúan aplicando sus metodologías para evaluar si el país que pide prestado tiene la capacidad de pagar puntualmente sus obligaciones financieras. No obstante, existen ciertos elementos que son comunes a las diversas concepciones. Para empezar, todas ellas consideran que garantizar la sostenibilidad de la deuda es una responsabilidad de los países deudores. En segundo lugar, se suele reducir la búsqueda de la sostenibilidad a un asunto de solvencia financiera, pues el análisis de la misma se limita a los determinantes de la capacidad de pago del país deudor. Por último, se desconoce el impacto del endeudamiento en el proceso de desarrollo económico de dicho país.

En estas concepciones, se considera que la carga de la deuda externa de un país se hace insostenible cuando, al acumularse demasiado rápidamente, puede originar desequilibrios fiscales que limiten la capacidad de pago del servicio de la deuda, particularmente en momentos en que se producen *shocks* externos, como puedan ser una crisis financiera internacional o una caída de los precios mundiales de las materias primas. Sin embargo, en la mayoría de los casos, resulta más difícil valorar si un nivel determinado de deuda es sostenible o no. En primer lugar, porque el concepto de sostenibilidad se concibe generalmente en términos de sus propiedades negativas, como «ausencia de

insostenibilidad». En segundo lugar, porque se trata de un diagnóstico que no puede realizarse al margen de las condiciones en que un país está cumpliendo con sus obligaciones crediticias (por ejemplo, el país puede estar sacrificando el gasto público orientado a reducir la pobreza para pagar el servicio de la deuda). En el Consenso de Monterrey, se establece que «debemos redefinir la sostenibilidad de la deuda como el nivel de endeudamiento que permite a un país lograr los ODM y alcanzar el 2015 sin un incremento de las ratios de deuda».

El FMI y el BM tienen su propia definición, que no difiere en gran medida de la citada en el párrafo anterior: «un país alcanza la sostenibilidad de la deuda externa cuando puede cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda presentes y futuras totalmente, sin recurrir a reprogramaciones de la deuda o a la acumulación de impagos y sin comprometer el crecimiento»². De forma novedosa, esta definición hace una referencia explícita a la necesidad de que el pago de la deuda no comprometa el crecimiento. Sin embargo, a pesar de este aparente cambio, la concepción sobre la sostenibilidad de la deuda continúa centrándose en el problema de la capacidad de pago. El crecimiento económico juega una función instrumental, como garantía de la capacidad de pago. Para los organismos multilaterales, como analizaremos más concretamente con posterioridad, el punto de mira está

² FMI y BM, «The Challenge of Maintaining Long-term Sustainability», 20 de abril de 2001.

puesto en los determinantes del comportamiento del pago del servicio de la deuda³. Con lo cual, el incumplimiento de los compromisos y la necesidad consecuente de reestructuración de la deuda serían elementos suficientes para declarar la insostenibilidad de la misma.

Desde este punto de vista, la sostenibilidad se alcanzaría cumpliendo determinados criterios de solvencia financiera, asociados básicamente a la generación de ahorro interno y a la captación de divisas. El endeudamiento sería sostenible cuando se mantenga la capacidad de pago a lo largo del tiempo, la cual está asociada a determinadas condiciones de solvencia que, al cumplirse, muestran que se cuenta con los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones crediticias. Poco importan, en esta concepción, las presiones y las tensiones en la estructura económica que genera la apremiante disponibilidad de fondos para cumplir el servicio de la deuda, y que podrían terminar condicionando la capacidad de pago a largo plazo⁴.

Por otra parte, conviene no olvidar que, si bien algunos factores que determinan la capacidad de pago —como el esfuerzo fiscal— están bajo control del gobierno, existen otros factores que pueden tener un comportamiento impredecible, a pesar de que las políticas macroeconómicas se hayan desarrollado con ejemplaridad⁵. Entre estos factores condicionantes, podemos destacar los relacionados con el entorno global, como son los tipos de interés internacionales, los precios de las principales exportaciones, la evolución de la ayuda al desarrollo, etc. También debemos considerar las situaciones de emergencia humanitaria, resultado de desastres naturales o sociales. En el conjunto de estos casos, resulta muy difícil también realizar evaluaciones precisas del nivel de sostenibilidad de la deuda. Incluso podría llegar a darse la paradoja de que un país que incumple sus pagos de la deuda por falta de liquidez, previamente cumpliera de forma rigurosa las condiciones de sostenibilidad de la misma.

³ P. Hjertholm (2003): «Theoretical and Empirical Foundations of HIPC Debt Sustainability Targets», *The Journal of Development Studies*, vol. 39, núm. 6.

⁴ Por ejemplo, un país que se dedique al monocultivo del café puede pagar puntualmente el servicio de la deuda incrementando sus exportaciones de dicho producto, incrementando de esta manera su deformación estructural como economía de monocultivo. En el largo, dicho país tendrá serios problemas para garantizar el pago de la deuda, pues será más vulnerable a la evolución de los precios internacionales de la materia prima.

⁵ Oficina de Financiamiento para el Desarrollo: «Aspectos estratégicos en el manejo de la deuda soberana para un desarrollo sostenible. Documento temático para el diálogo sobre la deuda entre las diferentes partes interesadas», Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, 15 de octubre de 2004.

II. ¿CÓMO GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA A LARGO PLAZO?

El enfoque de la sostenibilidad de la deuda basada en la capacidad de pago tiene otro inconveniente: su carácter *ex post*. Bajo la tutela de los acreedores, la búsqueda de un endeudamiento sostenible siempre sería el resultado de una estrategia de adaptación ante el fenómeno del incumplimiento, que se concreta en un proceso de reestructuración o de condonación de la deuda y, en el mejor de los casos, en nuevas posibilidades de financiación. Se trata de un enfoque que no está pensado para fortalecer la sostenibilidad de la deuda desde mucho antes, mediante una estrategia *ex ante* de carácter preventivo. Sin embargo, las causas de la insostenibilidad de la deuda se encuentran antes de la acumulación de los impagos, comienzan a engendrarse desde el momento en que los flujos financieros entran en la economía de un país en forma de préstamos, y no estimulan suficientemente ni el crecimiento, ni el desarrollo económico del mismo.

Por este motivo, reducir el análisis de la sostenibilidad de la deuda a verificar la situación de solvencia es insuficiente. Es preciso un análisis de las fuentes que la han garantizado. En este sentido, la sostenibilidad de la deuda a largo plazo

debería ser definida como un proceso, donde además de cumplirse los compromisos de pago, se debe de verificar que el endeudamiento externo contribuya al desarrollo del país, encontrando en él la fuente de la capacidad de pago. Perfectamente puede ocurrir que un país solvente mantenga una deuda que no sea sostenible a largo plazo. Forzar a un país a pagar el servicio de la deuda en el corto plazo, puede tener como consecuencia la aparición de dificultades para garantizar el pago a largo plazo.

En esta perspectiva, surge la duda de cómo determinar una situación de sostenibilidad, teniendo en cuenta que los indicadores financieros por sí solos tendrían una escasa capacidad explicativa. Necesariamente, debemos de centrarnos en el análisis del impacto que el proceso de endeudamiento tiene en el desarrollo del país, alrededor de tres ámbitos de reflexión que esbozamos a continuación⁶:

— El análisis de las especificidades nacionales, tanto en el proceso de endeudamiento (características de flujos financieros, incentivos para financiar la economía, términos de contratación de la deuda, grado de diversificación de los acreedores, condiciones para la renegociación de las deudas, etc.), como de desa-

⁶ L. Curbelo (2007): «Del enfoque de capacidad de pago al basado en el desarrollo: una alternativa para la sostenibilidad de la deuda externa», *Comité por la Abolición de la Deuda del Tercer Mundo*, en www.cadtm.org.

- rollo (heterogeneidad estructural, vulnerabilidad externa, estabilidad macroeconómica, desarrollo institucional, estrategia de desarrollo, etc.).
- El papel del alivio de la deuda en la estrategia de desarrollo, ya que puede ser un complemento en la misma, siempre y cuando el alivio se libere del lastre de la condicionalidad. Los montos y las características del alivio de la deuda deben estimarse en función de las necesidades de desarrollo del país.
 - La relación entre los flujos de deuda y el desarrollo, como condicionante de la capacidad de pago, donde no basta con asignar los recursos de tal manera que induzcan el desarrollo, sino que es necesario desde el comienzo determinar los canales a través de los cuales se van a satisfacer las obligaciones crediticias.

Posiblemente, este último ámbito de análisis resulta el más interesante, desde el punto de vista de sus implicaciones estratégicas. La determinación de estos canales se relaciona estrechamente con el comportamiento de las inversiones, del ahorro interno y de las exportaciones del país. En primer lugar, los flujos de deuda alcanzarán un impacto positivo en el desarrollo si su absorción por la economía se traduce en inversión productiva, que en su resultado podría garantizar el pago del servicio de la deuda. En segundo lugar, la generación y el control del ahorro interno es un componente fundamental de una estrategia de sostenibilidad de la deuda

que pretenda reducir la dependencia de la financiación externa. Por último, los flujos de deuda pueden contribuir al desarrollo si se orientan a fortalecer un crecimiento exportador sobre bases estructurales no deformadoras, acompañado de encadenamientos productivos «hacia dentro». Obviamente, construir una estrategia de este tipo no constituye un proceso exento de presiones, pues los compromisos de pago suelen presentarse antes de que se obtengan los resultados. Pero esta dificultad añadida no puede servir de pretexto para descartar su consideración, pues lo que resulta evidente es que *una estrategia de endeudamiento sostenible inevitablemente implica un análisis de las relaciones entre deuda y desarrollo*.

Por su lado, el FMI y el BM habrían modificado su posición. En sus documentos más recientes, no han dejado tampoco de referirse a la necesidad de una estrategia de endeudamiento sostenible, a pesar de mantenerse en el enfoque de la capacidad de pago y de seguir imponiendo la condicionalidad a los países de bajos ingresos que pretenden beneficiarse del alivio de la deuda o de nuevos créditos concesionales o donaciones. Los organismos financieros multilaterales están intentando fortalecer las capacidades preventivas de su análisis de sostenibilidad de la deuda, partiendo en mayor medida de las características específicas de cada país. Explícitamente, se refieren a la necesidad de formular *estrategias de endeudamiento sostenible a medio plazo*, que

puedan compatibilizar la acumulación de deuda con el desarrollo nacional y los programas macroeconómicos, como proceso consistente y sostenible en el tiempo y, por otro lado, que permitan minimizar los costes del endeudamiento en el corto y el largo plazo, manejando prudentemente el riesgo⁷.

A continuación, analizaremos detalladamente cuál ha sido la evolución de los planteamientos de las instituciones multilaterales en materia de sostenibilidad de la deuda, así como cuáles han sido las razones que les han llevado a modificar sus posturas. Posteriormente, realizaremos un balance crítico de sus propuestas, no sólo desde el punto de vista del debate más general sobre las estrategias de endeudamiento sostenible, sino también desde el punto de vista de los objetivos que los propios organismos financieros internacionales se han marcado.

III. LAS LIMITACIONES ORIGINALES DEL ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LA INICIATIVA HIPC

En el capítulo tercero hicimos referencia a que la participación de cada país en la Iniciativa HIPC estaba sometida a la evolución de los llamados *coeficientes de*

endeudamiento, cuyo seguimiento nos permitía caracterizar a partir de ciertos umbrales si la deuda de un país era insostenible. Precisamente, al seguimiento país por país de este conjunto de coeficientes se le denominó Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (sus siglas en inglés, DSA), y llegó a representar el principal instrumento de los organismos financieros multilaterales para diagnosticar la situación deudora de cada estado. En el DSA original existían dos numeradores principales para el cálculo de los coeficientes: el monto y el servicio de la deuda en un período determinado. Para calcular el monto, se usaba en mayor medida el valor actual neto que el valor nominal, ya que permitía la comparación entre cargas de deuda que podían tener niveles muy diferentes de concesionalidad. Sin embargo, si bien el valor actual neto intentaba representar una carga general en una sola cifra, no prestaba atención al perfil temporal del servicio de la deuda, en el sentido de que no informaba sobre las posibles concentraciones de plazos de vencimiento en los años siguientes. Por ello, el valor actual neto debería de ser complementado con proyecciones de largo plazo del servicio de la deuda, incluidos los reembolsos de los futuros préstamos, para tener una visión más certera de la probabilidad de que ocurriese una crisis⁸.

⁷ BM y FMI, «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief», 6 de noviembre de 2006.

⁸ Oficina de Financiamiento para el Desarrollo: «Aspectos estratégicos en el manejo de la deuda soberana para un desarrollo sostenible. Documento temático para el diálogo sobre la deuda entre las diferentes partes interesadas», Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, 15 de octubre de 2004.

Por otro lado, existe toda una discusión en torno a la selección de los valores de los umbrales que permitirían corroborar si los indicadores mencionados apuntan o no a la sostenibilidad de la deuda. Los organismos financieros internacionales han basado en cálculos empíricos el establecimiento de dichos umbrales de referencia. En la reforma de 1999 se fijaron los siguientes niveles para los coeficientes de endeudamiento como umbral de sostenibilidad: el 150% en la ratio *deuda externa total/exportaciones anuales* (DET/XBS), y el 250% en la ratio *deuda externa total/ingreso fiscal*. Sin embargo, los estudios econométricos nacionales que han intentado identificar los factores que determinan la capacidad de un país para sostener el pago de la deuda han descubierto rangos amplios de valores para dichos factores, lo cual induce a pensar que los umbrales oficiales deberían ser utilizados como referencias más que como patrones rígidos⁹. De hecho, es indispensable interpretar la importancia relativa de dichos indicadores en el contexto económico nacional, incorporando una valoración global de las políticas macroeconómicas aplicadas. Por ejemplo, un elevado coeficiente del stock de deuda sobre las exportaciones brutas o los ingresos fiscales no necesariamente indica una carga insostenible de deuda, sino que perfectamente puede estar expresando, por ejemplo, una debilidad particular en la movilización de los ingresos fiscales.

Del mismo modo, un alto coeficiente del servicio de la deuda combinado con un monto de la misma moderado sugiere que el país tendría derecho a solicitar préstamos a fin de superar presiones temporales de liquidez.

IV. UN MARCO ANALÍTICO MÁS AMPLIO PARA EVALUAR LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS

Durante la década de los noventa, los problemas de solvencia financiera se llegaron a producir en países con niveles de endeudamiento muy distintos, lo cual hizo imperiosa la necesidad de complementar el DSA con otro tipo de instrumentos analíticos. En 2002, los organismos financieros multilaterales iniciaron la revisión de su instrumental analítico para evaluar la sostenibilidad de la deuda externa de los países de bajos ingresos. Durante la primavera de 2005, el BM y el FMI dieron a conocer su nueva propuesta, el Marco de Sostenibilidad de la Deuda (sus siglas en inglés, DSF). La finalidad del DSF sería ayudar a que los países pobres por sí mismos identifiquen las vulnerabilidades relacionadas con los nuevos procesos de endeudamiento, y posteriormente las mismas puedan ser tomadas en cuenta en la formulación de sus políticas económicas.

⁹ FMI y AIF, «Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications», 3 de febrero de 2004.

El DSF no sólo tendrá efectos relevantes desde el punto de vista de la eficiencia funcional del análisis de la sostenibilidad de la deuda, es decir, de sus posibilidades efectivas de anticiparse a las situaciones críticas. Adicionalmente, la aplicación de este marco analítico más amplio tendría una función sancionadora, pues la asignación de donaciones por parte de la AIF podría depender de que el país se endeudase de forma sostenible. Siguiendo las recomendaciones del Consenso de Monterrey, el DSF buscaría servir de guía a los países pobres a la hora de movilizar financiación para sus necesidades de desarrollo, y al mismo tiempo evitar en lo posible una acumulación excesiva de deudas en el futuro.

En realidad, el DSF no sustituye al DSA, que seguirá elaborándose en cada país, sino que lo incorpora en un marco más amplio. En este sentido, el nuevo marco para evaluar la sostenibilidad de la deuda consta de dos elementos principales. En primer lugar, siguiendo el planteamiento del DSA tradicional, un análisis y una cuidadosa interpretación de los indicadores de la carga de la deuda externa y pública, tanto real como prevista, en un escenario de referencia y teniendo en cuenta las posibles perturbaciones. Y, en segundo lugar, los umbrales de sostenibilidad específicos para cada país aplicables a los coeficientes de endeudamiento, que dependen de la evaluación que se realice de la calidad de las políticas y de las instituciones del país en cuestión.

Esta evaluación se elabora sobre la base de un sistema de medición del BM, el Índice de Asignación de Recursos de la AIF, más conocido por las siglas en inglés de su anterior denominación, CPIA (Evaluación Política e Institucional Nacional), que se ha utilizado para distribuir los recursos financieros de la AIF. Al igual que el DSA, *el DSF continuaría analizando el nivel de endeudamiento del país, pero contrastándolo con el nivel mínimo que éste sea capaz de sostener con arreglo a sus políticas generales y a la calidad de su marco institucional*. Es decir, el DSF pretende ofrecer una evaluación completa de la vulnerabilidad de un país en función de la carga de su deuda, clasificando previamente a los países en función de su desempeño institucional y económico. Esta clasificación constituye la referencia para el establecimiento de umbrales de sostenibilidad que se aplicarán a los montos y de servicios de la deuda.

Dichos umbrales, de igual manera que las formulaciones originales realizadas en la Iniciativa HIPC, serán calculados utilizando el valor actual neto del stock de la deuda, en relación a las exportaciones, al PIB y a los ingresos fiscales. En base al lugar que ocupan en el ranking CPIA, los países son inicialmente agrupados en tres categorías de desempeño económico e institucional: firme, mediano y deficiente. Como se muestra en el cuadro 1, los umbrales de sostenibilidad se han establecido en diferentes niveles para cada categoría de países, de tal manera que a los países con un desem-

peño firme les corresponden umbrales más altos. Es decir, que en países con políticas económicas sólidas y un marco institucional de mayor calidad, la acumulación de deudas sería menos arriesgada.

Por otro lado, si los coeficientes de endeudamiento de un país están por debajo de dichos umbrales, el país podrá obtener nuevos créditos concesionales. Si se encuentran en el límite de dichos umbrales, podrán beneficiarse de una combinación de créditos y donaciones de capital. En cambio, si se encuentran por encima, los países recibirán exclusivamente donaciones de capital. En este sentido, utilizar el DSF como criterio para la asignación de nuevos fondos multilaterales en los países de bajos ingresos podría representar un enorme potencial; ubicar la sostenibilidad de la deuda como criterio fundamental de las operaciones multilaterales de préstamo y de donaciones constituye un paso positivo. No obstante, estos países reci-

rán ahora menos fondos en concepto de donaciones de los que podrían haber recibido en concepto de préstamos¹⁰.

Por lo tanto, no se trata de un marco estandarizado y rígido, como ocurría con el DSA. Se adapta a las circunstancias económicas e institucionales de cada país. Aunque en el fondo, contradiciéndose, el DSF continúa promoviendo una manera común de valorar la sostenibilidad de la deuda para todos los países de bajos ingresos. Por otro lado, utiliza una metodología para la clasificación de los países que no fue originalmente pensada para medir resultados, a pesar de que varios de los indicadores usados valoran resultados antes que políticas¹¹. Como se puede observar en el cuadro 1, los umbrales establecidos son más prudentes que los planteados en la Iniciativa HIPC, con lo cual más países calificarán con un endeudamiento insostenible y, en consecuencia, un mayor número de países recibirá donaciones de capital por parte de las instituciones multilate-

CUADRO 1. *Umbrales de sostenibilidad de la deuda en el DSF (en %)*

	Monto de la deuda			Servicio de la deuda	
	XBS	PIB	IF	XBS	IF
Deficiente	100	30	200	15	25
Mediano	150	40	250	20	30
Firme	200	50	300	25	35

Fuente: FMI.

¹⁰ F. Oddone (2005): «Una respuesta no adecuada. El nuevo marco de sostenibilidad de la deuda del Banco Mundial/FMI», *EURODAD*, septiembre.

¹¹ A. Caliyari (2006): «The New World Bank/IMF Debt Sustainability Framework. A Human Development Assessment», CIDSE/CI, abril.

rales. En realidad, el DSF introdujo argumentos más potentes para un alivio más drástico de la deuda en países de bajos ingresos, que dieron pie posteriormente a la MDRI.

V. VALORACIÓN DEL MARCO DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Retomando nuestros argumentos iniciales, debemos poner en evidencia que el DSF pasa por alto la necesidad de avanzar hacia un enfoque más integral de la sostenibilidad de la deuda, que vaya mucho más allá de la mera capacidad de pago de los países endeudados. En esta lógica, sigue concentrando su atención en alcanzar ciertos niveles de endeudamiento, desconociendo que la búsqueda de un endeudamiento sostenible precisa de una estrategia integral. Por ejemplo, el DSF no toma en cuenta los vínculos estrechos que existen entre la deuda y el comercio, reduciendo el uso de los recursos procedentes de las exportaciones al pago de la deuda.

Por otro lado, otra cuestión preocupante es que el DSF rompe cualquier tipo de vinculación entre la sostenibilidad y el alivio de la deuda, tanto en su definición como en sus objetivos¹². A largo plazo, el DSF confía en que los montos insos-

tenibles de la deuda se «disuelvan» por la vía del incremento de las donaciones de capital. De esta manera, se pierde la oportunidad de aprovechar el vínculo positivo entre el alivio de la deuda y las posibilidades de desarrollo económico, que esbozábamos anteriormente. Como dato preocupante, debemos añadir que el DSF no plantea cambios en la condicionalidad de las políticas asociadas a la recepción de financiación concesional.

De todas maneras, el DSF podría tener importantes consecuencias sobre las expectativas de los países de bajos ingresos, los cuales dependen fuertemente de los flujos financieros externos para su desarrollo económico y, más específicamente, para la consecución de los ODM. Sin embargo, de los 43 documentos de DSA que los organismos multilaterales analizaron para elaborar su nueva propuesta, solamente seis mencionan los ODM, mientras que sólo uno de ellos hizo alusión a lo que costaría alcanzarlos. Esta deficiencia en la elaboración del DSF puede ser verificada en su propia metodología¹³:

- Los umbrales establecidos de sostenibilidad de la deuda proceden de un ejercicio que se centra en los episodios de crisis financieras. La elección de este criterio deriva de estudios que

¹² BM, «Sostenibilidad de la deuda en países de bajos ingresos: Preguntas más frecuentes», en www.worldbank.org.

¹³ A. Caliarì (2006): «The New World Bank/IMF Debt Sustainability Framework. A Human Development Assessment», CIDSE/CI, abril.

más bien se fundamentan en supuestos arbitrarios sobre lo que se considera una crisis de deuda y sobre la probabilidad de que sea tolerable para un país. Desde este punto de vista, es imposible que la deuda sea declarada insostenible por el hecho de que la carga de la deuda que soporta un país le impida asignar recursos para luchar contra la pobreza.

- Cuando se vinculan los umbrales de la deuda con la calidad de las políticas aplicadas, por un lado, los indicadores utilizados reflejan pobremente cómo un gobierno está orientando sus recursos a las necesidades de desarrollo del país. Concretamente, los ingresos por exportaciones no necesariamente se correlacionan con el crecimiento económico, la reducción de la pobreza o los ingresos fiscales. Por otro lado, las mejores políticas serían las que permiten generar mayor capacidad para pagar la deuda y, por lo tanto, las que autorizan unos niveles más elevados de endeudamiento.
- Una valoración conservadora de la sostenibilidad de la deuda a partir de circunstancias adversas es parte de los escenarios contemplados en el DSF. Como primera impresión, esta aproximación parece evitar las previsiones demasiado optimistas que se realizaron bajo la Iniciativa HIPC, pero un análisis más profundo revela que esto está lejos de ser la razón. Las críticas contra la Iniciativa HIPC en el pa-

sado se concentraban en la subestimación que los documentos de DSA realizaban de la magnitud de los problemas de endeudamiento de los países, lo que implicaba establecer un alivio de la deuda por debajo del realmente necesario. Difícilmente su aplicación revisada evitará esta posibilidad, en la medida en que la elaboración de dichas proyecciones se dejará en las mismas manos. De hecho, nueve países que sobrepasaban los umbrales de sostenibilidad de la deuda fueron considerados de bajo riesgo¹⁴.

En resumen, podemos decir que el DSF introduce una serie de mejoras en el análisis de la sostenibilidad de la deuda de los países de bajos ingresos, pero no se aleja suficientemente del enfoque de la capacidad de pago. Además, la nueva propuesta sigue desconociendo la responsabilidad compartida de países acreedores y deudores, a pesar de que otorga un espacio de respiro para un limitado número de países de bajos ingresos.

VI. LA REVISIÓN DEL MARCO DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA TRAS LA IMPLEMENTACIÓN DE LA MDRI

En noviembre de 2006, después de un año de vigencia, el BM y el FMI publicaron un informe sobre la aplicación del

¹⁴ Estos países son Zambia, Vietnam, Sri Lanka, Papua Nueva Guinea, Mozambique, Malí, Cabo Verde, Armenia y Albania.

DSF en los países de bajos ingresos tras la implementación de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda¹⁵. En dicha publicación se sostiene que el DSF fue claramente apropiado y no se justifican mayores cambios, pero se cree conveniente una orientación adicional en la aplicación del DSF en un contexto donde la mayor capacidad de endeudamiento de los países de bajos ingresos, junto con la aparición de nuevos acreedores menos institucionalizados y el importante ascenso de la deuda doméstica, plantean una elevación de los riesgos de sobreendeudamiento.

Para ello, se continúa apostando por una aproximación específica para valorar la velocidad apropiada en la acumulación de la deuda, pero se sugieren recomendaciones particulares en la aproximación analítica que se realice en cada caso. En primer lugar, los organismos multilaterales recomiendan diseñar escenarios más sólidos, que reflejen de una manera más fidedigna las políticas económicas y el marco institucional del país, su entorno exterior y la probabilidad de que sufra *shocks* externos —y, en este contexto, valorar el impacto del incremento de la capacidad de endeudamiento en la financiación adicional del gasto público—. En segundo lugar, se apela al reforzamiento de las capacidades preventivas ya contenidas en el DSF. Por último, se plantea la necesidad de una revisión detallada y prudente de

los supuestos macroeconómicos, particularmente relacionados con el crecimiento económico y el endeudamiento, y de las políticas cuando el ritmo de endeudamiento exceda un cierto umbral.

En el informe se plantea una cuestión clave: ¿debiera mantenerse una cierta concesionalidad para países que se han beneficiado de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda? El BM y el FMI continúan considerando la financiación concesional la fuente externa más apropiada para los países de bajos ingresos, pero se argumenta que en función de la evolución específica de las siguientes condiciones se podría permitir la financiación no concesional:

- El impacto en la sostenibilidad de la deuda.
- La disponibilidad de recursos financieros concesionales.
- La fortaleza global de las políticas y de las instituciones del país endeudado, así como la calidad de la inversión a ser financiada y del programa de gasto público en su conjunto.

Como novedad importante, que retomaremos más profundamente a continuación, el documento plantea dos áreas donde el DSF podría ser sensiblemente mejorado: en el análisis de la creciente deuda doméstica y del ascenso de los acreedores externos privados. En ambos casos, se podrían abrir nuevas oportuni-

¹⁵ BM y FMI, «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief», 6 de noviembre de 2006.

dades de financiación del desarrollo, pero también surgen nuevas vulnerabilidades, que necesitan ser evaluadas y vigiladas cuidadosamente. En el caso de los acreedores externos privados, el BM y el FMI sugieren que el análisis de la vulnerabilidad adicional se concentre en los riesgos del endeudamiento a corto plazo, integrándolo en un análisis más sistemático en conjunción con el DSF. En el caso de la deuda doméstica, hay que tener en cuenta su influencia en el riesgo de que se produzca una crisis financiera. Sin embargo, los organismos multilaterales perciben que existen ciertos desafíos conceptuales para integrar la deuda doméstica en el DSF¹⁶, que no hace factible el establecimiento de umbrales de sostenibilidad para la misma. Aunque sí ven la oportunidad, y realizan sugerencias específicas para lograrlo, de integrar la deuda doméstica más sistemáticamente en el análisis de sostenibilidad de la deuda externa.

Por otro lado, el BM y el FMI se plantean la posibilidad de abrir nuevos debates, pues están convencidos de las potencialidades que el DSF tiene como instru-

mento analítico para orientar las políticas económicas de los países de bajos ingresos. En esta línea, insinúan cómo el DSF, combinado con la mayor capacidad de gestionar la deuda pública, podría ayudar a los países a construir su propia estrategia de endeudamiento sostenible a medio plazo en apoyo de sus necesidades de desarrollo, particularmente del logro de los ODM, mientras se contienen los riesgos de sobreendeudamiento y las vulnerabilidades macroeconómicas. Finalmente, las instituciones multilaterales consideran posibles refinamientos en la escala existente de coeficientes de endeudamiento, incluyendo una subdivisión de la categoría de riesgo mediano, debido a que la efectividad de los coeficientes en esta categoría ha declinado con motivo de la implementación de la MDRI y las proyecciones de crecimiento más conservadoras. Además, el BM y el FMI sugieren usar una media de tres años en el resultado del CPIA, para determinar el umbral apropiado de sostenibilidad de la deuda, y por lo tanto evitar una volatilidad indebida en la ayuda repartida por la AIF a un país.

¹⁶ La incorporación de la deuda doméstica en el DSF posee desafíos conceptuales y prácticos, dada la naturaleza diferenciada de ambos tipos de endeudamiento. En primer lugar, los riesgos de *default* son diferentes. De hecho, los gobiernos generalmente recurren a otro tipo de instrumentos de la política monetaria cuando son presionados por elevados niveles de deuda doméstica. En segundo lugar, dicha deuda es frecuentemente utilizada para gestionar la política monetaria, manejar el tipo de cambio o apoyar el desarrollo del mercado financiero doméstico. En tercer lugar, es importante no perder de vista que las condiciones financieras de la deuda doméstica en los países de bajos ingresos son significativamente diferentes de las de la deuda externa, lo que implica asumir riesgos diferentes. La deuda doméstica suele ser de vencimiento más corto, se contrata a tipos de interés nominales más elevados y se denomina en moneda local. Por último, la calidad de la deuda doméstica suele ser más baja que la de la deuda externa.

La sostenibilidad de la deuda en Bolivia tras la implementación de la MDRI

Bolivia ha sido un país pobre altamente endeudado, según la propia clasificación del BM y el FMI. Siguiendo fielmente las condiciones establecidas por dichos organismos multilaterales (que, entre otras medidas, contemplaban la privatización del gas, la electricidad, el agua y las telecomunicaciones), Bolivia se ha beneficiado de una condonación parcial de la deuda externa bajo la Iniciativa HIPC y, más recientemente de la MDRI, reduciéndose sus niveles de endeudamiento al 20% del PIB aproximadamente. Tanto el BM como el FMI consideran que la carga de la deuda boliviana es actualmente manejable, y no debería ser objeto de preocupación grave en un horizonte de cinco o seis años.

Sin embargo, Bolivia no se encuentra «fuera de peligro». Por un lado, los niveles de endeudamiento interno son crecientes. Por otro lado, aunque los créditos con el BID se encuentran en vías de condonación, el endeudamiento externo creciente con la Corporación Andina de Fomento (CAF) es preocupante ya que, aunque se desembolsan rápidamente y están sujetos a una escasa condicionalidad, se trata de créditos caros, no concesionales. Por último, tras la aplicación del DSF, es posible que Bolivia deje de recibir en poco tiempo financiación altamente concesional de la AIF.

El DSA tradicional, elaborado por el BM y del FMI, se basa en indicadores financieros relacionados con las perspectivas de crecimiento económico del país, el dinamismo de las exportaciones, la disponibilidad de recursos financieros y la vulnerabilidad ante *shocks* externos. Sin embargo, dadas las intenciones del nuevo gobierno de duplicar el gasto público en los próximos años, se hace necesario utilizar indicadores alternativos, que permitan diseñar una estrategia para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Es decir, no se trata de evaluar sólo los riesgos financieros de que la deuda no se pueda pagar, sino que es necesario incorporar en el análisis los impactos potenciales que el pago de la deuda puede llegar a tener sobre el desarrollo socioeconómico del país. Primero, se deben calcular los costes de las necesidades sociales, y después se debe considerar qué servicio de la deuda se podrá pagar cada año.

EURODAD realizó un DSA alternativo que sugería que Bolivia debería pagar solamente 98 millones de dólares en concepto de servicio de la deuda externa en 2006. Sin embargo, en 2005, pagó 368 millones, 3,5 veces más.

Fuente: EURODAD.

a) Los acreedores externos privados

La mayor captación de flujos financieros privados proporciona oportunidades a los países de bajos ingresos, pero puede provocar nuevas vulnerabilidades que requieren de un seguimiento cuidadoso. La mayor amplitud de la base inversora puede ayudar a estos países a incrementar las opciones de financiamiento de proyectos con altos retornos, especialmente en los casos donde los créditos concesionales no se encuentran disponibles en una escala suficiente y los riesgos de sostenibilidad de la deuda son bajos. Más aún, dichas inversiones podrían reforzar el desarrollo de los mercados domésticos de deuda y ayudar a reducir los tipos de interés de la deuda doméstica. Sin embargo, se pueden presentar los siguientes riesgos¹⁷:

- Los flujos de capital privado a corto plazo podrían exponer a los países de bajos ingresos a giros abruptos de las valoraciones del mercado, lo que no es habitual en la financiación concesional. La salida repentina de capital podría complicar la evolución del tipo de cambio y el conjunto de la gestión monetaria.
- Pueden aparecer problemas cuando la inversión extranjera en los mercados locales expulse a la banca doméstica, obligándola a prestar a pro-

yectos de inversión con riesgos más elevados.

- La percepción de la sostenibilidad de la deuda a medio plazo puede debilitarse cuando las obligaciones son garantizadas con ingresos futuros de las exportaciones.

En países donde el endeudamiento con acreedores externos privados llega a ser significativo, ciertas medidas políticas podrían implementarse para intentar neutralizar el incremento de dichos riesgos. Principalmente, dichas medidas tienen que ver con el mejoramiento de la capacidad de seguimiento de la deuda, una valoración adecuada de las reservas y, en general, la calidad institucional de la gestión del endeudamiento. Además, los organismos multilaterales, a raíz de la experiencia en crisis financieras recientes en mercados emergentes, subrayan que la secuencia de las reformas estructurales sería también un factor importante a tener en cuenta. En particular, insisten en que el marco institucional para la supervisión y la regulación bancaria necesitaría ser reforzado antes de dar los pasos para liberalizar la cuenta de capital.

En el caso de estos países, por lo tanto, el análisis adicional concentrado sobre las vulnerabilidades asociadas al endeudamiento a corto plazo debería de ser usado más sistemáticamente en conjunción con el DSF. En opinión del

¹⁷ BM y FMI, «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief», 6 de noviembre de 2006.

BM y del FMI, las plantillas para analizar la sostenibilidad de la deuda externa y fiscal incluida en el actual DSF proporcionan un adecuado seguimiento de la situación de la deuda soberana de los países de bajos ingresos, en particular de sus condiciones de solvencia a largo plazo. Sin embargo, donde los flujos de capital privado llegan a ser significativos, las instituciones multilaterales sugieren la incorporación de unos indicadores adicionales, tal como se muestran en la tabla 1, con el objetivo de controlar los riesgos anteriormente citados.

En nuestra opinión, los indicadores adicionales propuestos por el FMI y el BM para aplicar en países de bajos ingresos se han adoptado utilizando los mismos criterios que se utilizarían con países de renta media que mantienen un acceso significativo a los mercados financieros internacionales. Sin embargo, los países pobres comparten una serie de características, que justifican algunas importantes modificaciones en la formulación de dichos indicadores. Especialmente, se debería incorporar la naturaleza de los *shocks* externos que sufren, y los obstáculos en su capacidad de generar los recursos necesarios para pagar sus deudas. Seguramente, si profundizáramos en estos aspectos, posiblemente llegaríamos a la conclusión de que el grado de accesibilidad a los mercados financieros no representaría una variable tan significativa a la hora de explicar crisis financieras.

b) Una mejor integración de la deuda doméstica en el DSF

Según los organismos financieros internacionales, las capacidades del DSF para detectar tempranamente los problemas de sostenibilidad del endeudamiento externo serían reforzadas si la evolución de la deuda doméstica fuese mejor integrada en el DSF. Por esta razón, el BM y el FMI ven necesario integrar más sistemáticamente la deuda doméstica en la evaluación de la sostenibilidad de la deuda, a pesar de que no es posible simplemente incorporar la deuda doméstica en los coeficientes de endeudamiento existentes, tal como mencionamos anteriormente cuando nos referimos a los desafíos conceptuales que ello comportaba.

En este proceso, se plantean ciertas cuestiones clave que podrían clarificar y fortalecer el rol del análisis de sostenibilidad de la deuda doméstica:

- En primer lugar, todos los DSA de los países de bajos ingresos deberían incluir un DSA de la deuda interna. Los DSA de la deuda interna y externa se deberían elaborar simultáneamente y de una manera consistente.
- En segundo lugar, la deuda doméstica debería recibir una mayor atención en países donde dicha deuda tiene un peso superior a la media de los demás países o se ha incrementado rápidamente en años recientes. En este sentido, más altos niveles de deuda doméstica necesitarían de un

TABLA 4.1. *Indicadores adicionales para el análisis de vulnerabilidad*

Indicadores	Fuente	
	ASD	Adicional
Desequilibrios en el sector público (stocks)		
Deuda pública (VAN) en relación al PIB (ingresos fiscales)	X	
Deuda pública externa (VAN) en relación al PIB (XBS)	X	
Deuda pública en moneda extranjera (VAN) en relación al PIB	X	
Responsabilidades contingentes (VAN), no incluidas en la deuda pública	X	
Deuda pública en relación al PIB	X	
— Externa	X	
— Denominada en moneda extranjera	X	
— Vinculada a moneda extranjera		X
— Indexada al CPI		X
Déficit primario que estabiliza la deuda pública en relación al PIB	X	
Desequilibrios en el sector externo (stocks)		
Deuda externa (VAN) en relación al PIB (XBS)	X	
Deuda externa en relación a XBS	X	
Déficit de la cuenta corriente sin intereses externos que estabiliza la deuda externa en relación al PIB	X	
Desequilibrios en el sector público (flujos)		
Servicio de deuda pública en relación al ingreso	X	
Servicio de la deuda pública externa en relación a XBS	X	
Necesidad de financiación del sector público	X	
Deuda pública a corto plazo en relación a la deuda total		X
Deuda pública doméstica financiada por no residentes en relación al PIB		X
Desequilibrios en el sector externo (flujos)		
Servicio de la deuda externa en relación a XBS	X	
Necesidad de financiación del sector exterior	X	
Reservas oficiales en relación a la deuda externa a corto plazo		X
Cobertura de las reservas		X
Reservas oficiales en relación a la oferta monetaria		X
Depósitos externos en relación a los activos externos del sistema bancario		X
Solvencia del sector financiero		
Crecimiento del crédito privado		X
Préstamos externos en relación al total de préstamos		X
Préstamos incumplidos en relación al total de préstamos		
Depósitos externos en relación a los depósitos totales en el sistema bancario		X
Depósitos externos contratados por no residentes		X
Reclamaciones sobre el gobierno y el banco central en relación a las reclamaciones totales en el sector bancario		X
Capital regulador en relación a los activos con riesgo		X

Fuente: BM y FMI, «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief», 6 de noviembre de 2006.

más preciso escrutinio, aunque las conclusiones podrían ser atemperadas por factores específicos, como el comportamiento macroeconómico o la capacidad de gestión de la deuda. Se deberían tener en cuenta las circunstancias bajo las que esa deuda ha sido acumulada.

- En tercer lugar, el DSA de la deuda doméstica debería evaluar más profundamente las vulnerabilidades relacionadas específicamente con dicha deuda.

Sin embargo, aunque el BM y el FMI continúan defendiendo que no es posible incorporar la deuda doméstica, el

Programa de Fortalecimiento de las Capacidades de los países que han formado parte de la Iniciativa HIPC (PFC-HIPC) ha elaborado recientemente una nota sobre la sostenibilidad de la deuda, que puede ayudar a los países a establecer sus propios umbrales de sostenibilidad a la deuda interna, al determinar sus indicadores basándose en las políticas macroeconómicas específicas. Otro ejemplo: en los países pertenecientes a la Zona del Franco CFA (Comunidad Financiera Africana), se ha adoptado un indicador del servicio de la deuda con respecto a los ingresos fiscales que incluye la deuda doméstica¹⁸.

¹⁸ Puede encontrarse más información en la página web del Programa de Fortalecimiento de Capacidades de los países HIPC (PFC-HIPC): www.hipc-cbp.org.

5. LA BÚSQUEDA DE PROCEDIMIENTOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

En la última década, los organismos financieros internacionales, particularmente el FMI, vienen desarrollando un programa de reformas relativas a la prevención y a la resolución de las crisis de sobreendeudamiento. Plantearse la necesidad de este programa de reformas supone reconocer la dura realidad de la economía internacional, que nos sigue advirtiendo de que no es posible evitar las crisis financieras, y que dadas las características que han ido tomando los mercados internacionales de capital, aquellas continuarán formando parte de la agenda internacional en los próximos años. Dentro de estas reformas estratégicas, entre las que se encuentra también la ya mencionada revisión y ampliación del marco analítico utilizado para evaluar la sostenibilidad de la deuda, destaca la búsqueda de procedimientos para la reestructuración de la deuda soberana, a la que los países—independientemente de sus niveles de ingreso— deben hacer frente cuando incurrir en graves problemas de insolvencia¹.

Cuando un país acumula una carga insostenible de deuda, debe reestructurar sus obligaciones, es decir, necesita

reducir el valor neto actualizado respecto al valor nominal de las mismas. Sin embargo, los países afectados suelen mostrarse resistentes a tal posibilidad, ya que incluso una reestructuración ordenada y acordada con sus acreedores internos y externos podría perjudicar gravemente a la economía nacional y especialmente a su sistema bancario. Además, los gobiernos deudores frecuentemente recurren a medidas de emergencia que pretenden evitar la reestructuración, pero que en realidad terminan empeorando la situación, al incrementar los costes socioeconómicos del ajuste. De igual manera, son conscientes de que una reestructuración desordenada, o la declaración misma de insolvencia, podrían obstaculizar su acceso a los mercados de capital durante años, dando lugar posiblemente a una prolongación de los problemas económicos. En consecuencia, los países con niveles elevados de endeudamiento acostumbran a esperar demasiado tiempo antes de hacer frente a la necesaria reestructuración, lo que termina dañando los propios intereses nacionales y, en un sentido diferente, los de la comunidad financiera internacional.

¹ Los países pobres altamente endeudados gestionan sus problemas de liquidez en el marco de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda analizadas en capítulos anteriores. En este capítulo, nos centraremos en el análisis de los sistemas de reestructuración de las deudas soberanas frente a acreedores privados, por lo cual nos concentramos en mayor medida en las economías emergentes, que han tenido la capacidad de obtener créditos en los mercados internacionales de capital. No obstante, un pequeño número de países de bajos ingresos que obtienen asistencia en el marco de las iniciativas multilaterales, y que adicionalmente mantienen cuantiosas deudas frente a acreedores privados, podrían hipotéticamente verse también beneficiados por las medidas aplicadas en el campo de la reestructuración de la deuda soberana.

Durante la crisis de los años ochenta, los problemas derivados de las reestructuraciones fueron limitados, y básicamente perjudicaron a los países deudores más que a las entidades acreedoras. Entre otros factores, la presencia de un número de grandes acreedores relativamente escaso, la contratación de préstamos sindicados que disuadieron los procesos de litigación y el deseo de los grandes bancos de mantener buenas relaciones con los gobiernos de los países deudores crearon las condiciones para un tipo de proceso de reestructuración de características muy diferentes a las actuales. Normalmente, se trataba de reestructuraciones ordenadas que tomaban cierto tiempo, pero que en contrapartida afectaron negativamente a la evolución del crecimiento económico (como sucedió en América Latina, con la llamada «década perdida»), además de terminar implicando consecuencias sociales todavía no superadas por los países afectados.

Ya a fines de los ochenta, pero sobre todo en la década de los noventa, los países comenzaron a recurrir intensamente a la emisión de bonos, en lugar de los préstamos bancarios, para obtener financiación. Como resultado, la base acreedora disponible para los prestatarios soberanos, particularmente de los mercados emergentes, sería más amplia, lo cual ha redundado en beneficio de la eficiencia y la diversificación

del riesgo entre los agentes que participaban en los mercados financieros. Sin embargo, los acreedores privados son cada vez más numerosos, anónimos y difíciles de coordinar. Cuando se procede a una reestructuración, a diferencia de las entidades bancarias, los nuevos acreedores normalmente no poseen relaciones con los gobiernos deudores. Por otra parte, sus intereses son más diversos, y sobre todo tienen más incentivos a actuar como «polizones» (*free-riders*) buscando, incluso por la vía judicial, la forma de poder asegurarse el pago con su prestatario original. Para complicar más las cosas, la gran variedad de instrumentos de deuda² y la diversidad de jurisdicciones en las que se emiten los títulos de deuda agravan el problema.

Los factores críticos mencionados se retroalimentan, pues el comportamiento lento y errático con el que se desempeñan los países deudores ante las operaciones de reestructuración obedece en buena medida a la presencia conjunta de una creciente complejidad de los títulos financieros junto con la gran diversidad de la base acreedora. Lamentablemente, *el sistema financiero internacional no dispone de un marco jurídico sólido y vinculante para la reestructuración ordenada y previsible de la deuda soberana, lo que incrementa aún más el coste de una hipotética cesación en los pagos.* En tales casos, la comunidad internacio-

² Dentro del programa de reformas relativas a la prevención y a la gestión de las crisis financieras, el FMI incluye también un capítulo dedicado a la reestructuración de los actuales instrumentos de deuda.

nal es confrontada con una rígida disyuntiva: entre interrumpir la asistencia financiera oficial y dejar que el país siga hundándose hasta llegar a un incumplimiento unilateral, potencialmente contagioso; o el rescate de los acreedores privados, contribuyendo a incentivar las situaciones de riesgo moral entre los mismos.

En este contexto, en 2001 el FMI inició un debate dirigido a la creación de un marco que facilitase la reestructuración equitativa de la deuda y que permitiese a su vez crear las condiciones posibles para el crecimiento económico sostenible, sin que por ello se creasen incentivos que aumentasen involuntariamente el riesgo de incumplimiento³. El establecimiento de un sistema de reestructuración de la deuda soberana beneficiaría a todas las partes, pues reduciría la intensidad de las perturbaciones económicas y, por otro lado, permitiría conservar el valor de los activos. En líneas generales, disminuiría el riesgo que implica otorgarle un crédito a países en desarrollo, reduciéndose en consecuencia el coste de acceso al mercado por parte de los países que emiten deuda soberana. En última instancia, una reestructuración más previsible suscitaría corrientes de capital más estables hacia las economías en desarrollo, en la medida en que se despejaría la incertidumbre en torno a las medidas de renegociación de la deuda⁴.

En septiembre de 2002, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) respaldó las intenciones del FMI y le solicitó que formulase una propuesta respecto a un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (sus siglas en inglés, SDRM), a ser considerada durante el período siguiente. El objetivo fundamental del SDRM consistiría en proporcionar los incentivos adecuados, tanto a los acreedores como a los deudores, para reestructurar las deudas soberanas en las mejores condiciones posibles, de manera ordenada y oportuna, y en consecuencia reducir la carga de endeudamiento, aunque sea sólo parcialmente. Específicamente, el SDRM brindaría la base jurídica para que los acreedores pudiesen acceder a esta posibilidad. De esta forma, un buen funcionamiento del SDRM permitiría mejorar la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero a nivel internacional.

Sin embargo, aunque fue una propuesta respaldada institucionalmente, misteriosamente ha sido desplazada de la agenda multilateral. Prácticamente desde 2004, ningún organismo internacional hace referencia al SDRM, a pesar de que ciertos elementos de la propuesta, como veremos, han cobrado un dinamismo independiente. Es difícil identificar claramente cuáles pueden ser las razones del abandono de esta iniciativa, teniendo en cuenta su firme respaldo

³ A. O. Krueger, «A New Approach to Sovereign Debt Restructuring», FMI, 20 de diciembre de 2001.

⁴ A. O. Krueger, «Statement on Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations», FMI, 4 de septiembre de 2002.

inicial. Seguramente, ha sido la convergencia de un cúmulo de intereses contrarios de diversos actores de la comunidad internacional lo que ha permitido cerrar prematuramente la discusión. En primer lugar, los países más poderosos económicamente han podido presionar su retirada del debate, en la medida en que dicho mecanismo ponía límites al actual predominio de sus legislaciones nacionales ante problemas de insolvencia en países terceros. En segundo lugar, los acreedores privados ven con inquietud que, al reconocer el derecho de los países deudores a aplazar los pagos del servicio de la deuda, el SDRM termine erosionando sus derechos. Por último, los países deudores advierten consecuencias perversas en el aplazamiento temporal del pago del servicio de la deuda, ya que quedarían atados de pies y manos al veredicto de una liquidación negociada, que podría poner en peligro su soberanía sobre los recursos y los activos nacionales.

I. CARACTERÍSTICAS DEL MECANISMO DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA (SDRM)

Como la experiencia está demostrando, establecer incentivos para una reestructuración ordenada, oportuna en el tiempo, seguramente será una labor prolon-

gada y compleja, dados los poderosos incentivos que tanto acreedores como deudores tienden a buscar en otro tipo de alternativas. En este sentido, el FMI desarrolló una doble aproximación para enfocar los problemas asociados con el procedimiento para la reestructuración de la deuda de los países. Mediante una primera aproximación legal, que sería propiamente donde se insertaría el debate sobre el establecimiento del SDRM, se crearía un marco jurídico internacional a través del cual una mayoría especial de acreedores, no el FMI, podría alcanzar un acuerdo de reestructuración con los gobiernos deudores y elaborar los términos del mismo, de tal forma que sean legalmente vinculantes para todas las partes. Para que pudiese ser aplicable a todos los acreedores, paralelamente sería necesario adoptar un instrumento de arbitraje mediante una norma legal de carácter universal. Una segunda aproximación, de carácter contractual, conllevaría un uso más ambicioso de las cláusulas generales de reestructuración —denominadas cláusulas de acción colectiva—, que se utilizan en la emisión de bonos, que limitasen la capacidad del acreedor disidente de bloquear la reestructuración de una emisión individual, cuando dicha reestructuración es apoyada mayoritariamente⁵.

En el caso del SDRM, no se contaba con la aplicación previa de ningún modelo y

⁵ En realidad, emparentado con esta segunda aproximación, existe un tercer enfoque, basado en acuerdos de carácter voluntario o semivoluntario, que serían los canjes de deuda, los cuales abordaremos cuando tratemos la reestructuración de la deuda argentina en el próximo capítulo.

lo que más se podría parecer en el ámbito del tratamiento jurídico de la insolvencia, la legislación nacional referida a las quiebras empresariales, se veía limitada como experiencia a seguir por las peculiaridades que presentan los procesos de endeudamiento de los estados soberanos. No obstante, según el FMI, si se adaptan correctamente, algunas de las características que se presentan en las leyes mercantiles sobre la insolvencia de las empresas se podrían incorporar en el diseño del SDRM. Entre ellas, podemos citar las siguientes⁶:

- *Reestructuración por parte de la mayoría*: Los acuerdos alcanzados entre el estado soberano y una mayoría especial de los acreedores serían vinculantes para todos los acreedores sujetos a la reestructuración. Los acreedores minoritarios no estarían en facultades de oponerse a tales acuerdos, ni para hacer cumplir los contratos originales.
- *Disuadir litigios*: El mecanismo alentaría a los acreedores a no tratar de defender su posición mediante litigios que pudieran perturbar el proceso de reestructuración. Aunque no se establece una suspensión automática de los derechos de dichos acreedores, lo que sí se establece es que cualquier monto recuperado por un acreedor, como resultado de un proceso judicial, se debería restar de los derechos de cobro adquiridos bajo la reestructuración mayoritariamente pactada, mediante la aplicación de una cláusula de integración de activos a la masa común, similar a la regla de colación del derecho sucesorio.
- *Protección de los intereses del acreedor*: Todo mecanismo de reestructuración de la deuda soberana deberá incluir salvaguardias que ofrezcan una garantía adecuada a los acreedores de que se protegerán sus intereses durante la negociación.
- *Negociación de buena fe*: Los acreedores tendrán la certeza de que el deudor aplicará las medidas destinadas a proteger el valor de sus títulos de crédito y a limitar las perturbaciones económicas, en la medida en que el comportamiento de los países deudores en este plano está vinculado con la posibilidad de obtener apoyo financiero del FMI.
- *Transparencia*: El SDRM ayudará a los acreedores a informarse sobre el tratamiento que están recibiendo otros acreedores durante el proceso de reestructuración.
- *Financiamiento prioritario*: Con el fin de proporcionar financiamiento adicional para facilitar el mantenimiento de la actividad económica, así como para proteger el propio proceso de reestructuración, el SDRM podría excluir de la reestructuración un monto específico de nueva financiación, si dicha exclusión es apoyada por una mayoría especial de los acreedores.

⁶ FMI, «Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). Questions and Answers», FMI, 2003, en www.ifm.org.

- *Solución de controversias:* Se establecería un foro para resolver las controversias que pudiesen surgir durante el proceso de votación o de verificación de los créditos.

Es importante señalar que las leyes domésticas de algunos países miembros del FMI no proporcionan una base legal clara que permita que los derechos de las minorías sean modificados sin su consentimiento. Por lo tanto, el SDRM requeriría una reforma universal de las leyes nacionales, lo cual supondría un compromiso de enorme envergadura, políticamente casi imposible de alcanzar⁷. Únicamente podría el FMI vincular obligatoriamente a los países por medio de un tratado supranacional. La ruta sugerida para poder aplicar esta norma obligatoria sería enmendar los Artículos del Acuerdo del FMI⁸, que otorgase el poder a una mayoría cualificada de acreedores para alcanzar acuerdos con los países deudores vinculando a los disconformes. Esta opción requeriría el voto afirmativo del 85% de los miembros del organismo financiero internacional, lo cual sería bastante improbable

de alcanzar. Tal vez, fuese preferible indagar en otras posibles alternativas, como la reforma de las leyes nacionales de insolvencia en ciertas jurisdicciones estratégicas, antes de elegir un camino que podría involucrar el riesgo de un fortalecimiento excesivo del poder institucional del FMI⁹.

II. EL SDRM COMO UN INSTRUMENTO COMPLEMENTARIO DE LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

Las cláusulas de acción colectiva se aplican desde hace años a las emisiones individuales de bonos, aunque la mayor parte de dichas emisiones no contienen cláusulas de este tipo. En general, estas cláusulas permiten a una determinada mayoría de tenedores de una emisión de bonos convenir en una reestructuración de cumplimiento obligatorio para todos los tenedores de bonos de esa emisión. Al impedir la presencia de acreedores que se resistan en este tipo de emisiones específicas, dichas cláusulas terminan facilitando cualquier rees-

⁷ C. P. Chandrasekhar, J. Ghosh y S. Francis (2003): «SDRM: Debt Restructuring or Liquidation?», *International Development Economics Associates*, marzo.

⁸ Al margen de este intento, existe una estrategia multilateral encaminada a efectuar una revisión de los Artículos de Acuerdo del FMI con la finalidad de obligar a los países miembros a aplicar la convertibilidad de la cuenta de capital, con el objetivo de avanzar en la liberalización financiera.

⁹ Según las autoridades del organismo multilateral, el SDRM no prevé que el FMI asuma nuevas facultades jurídicas, en la medida en que las decisiones serían tomadas entre el país deudor y la mayoría de los acreedores y, en su caso, por un foro de solución de controversias independiente. El FMI defiende que sus funciones se desarrollarían en otro plano, más bien se encontrarían relacionadas con el análisis de sostenibilidad de la deuda, que ya tratamos en un capítulo anterior, y la valoración de la política económica en los países endeudados. En propiedad, el cumplimiento de estas funciones es independiente del establecimiento del SDRM.

tructuración necesaria. Por esta razón, el FMI promueve su utilización por parte de todos los países miembros, ya que representaría una mejora en relación a la situación actual de ausencia de mecanismos alternativos. Sin embargo, en una reestructuración general, esta manera de enfrentar el problema plantea ciertos inconvenientes, ya que requeriría decisiones por separado por parte de los tenedores de bonos de cada emisión individual. En el caso de que los acreedores ligados a una determinada emisión no aceptasen una oferta de reestructuración, tendrían el derecho de promover judicialmente la satisfacción de sus intereses en los tribunales del país bajo cuya legislación se emitieron los instrumentos de deuda respectivos¹⁰.

Los diversos puntos de vista difieren sobre los méritos relativos de estas cláusulas respecto a una aproximación legal de carácter global, pero en el fondo ambas pueden ser más complementarias que competitivas¹¹. De hecho, el SDRM no se limitaba a proponerse como una alternativa a las cláusulas de acción colectiva, sino que representaba una propuesta complementaria. Por una parte, el SDRM se aplicaría al saldo total existente de la deuda soberana, incluidos los instrumentos en que no se prevea expresamente una acción colectiva. Por otra parte, el SDRM permitiría reestructurar mediante una única votación múl-

tiples instrumentos de deuda a través de la agregación de los votos de los acreedores que sean tenedores de instrumentos de deuda participantes. En otras palabras, el SDRM permitiría tanto al deudor como a los acreedores actuar como si la totalidad de esa deuda se rigiera por una cláusula única de acción colectiva.

Ciertamente, en el contexto de las cláusulas de acción colectivas referidas a cada emisión individual, se presenta una dificultad importante a la hora de formular un enfoque contractual de carácter agregado. Por el contrario, la aplicación del SDRM permitiría desarrollar funciones que las cláusulas de forma independiente no pueden desempeñar, por ejemplo, la aprobación mayoritaria de una nueva línea de financiación que limitase el alcance de las perturbaciones económicas durante el proceso de reestructuración. Además, el SDRM como marco legal supranacional entraría en vigor para todos los países, eliminándose la posibilidad, que sí se da en el caso de las cláusulas de acción colectiva, de que el mercado interprete como señal de mayor probabilidad de reestructuración a aquellos países que se animen a incorporar este tipo de condiciones contractuales.

No obstante, en algunos casos, como los de Ecuador o Ucrania, se lograron

¹⁰ FMI, «IMF Board Discusses Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts», 26 de julio de 2002.

¹¹ A. O. Krueger, «Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring», FMI, 26 de julio de 2002.

reestructurar ordenadamente las deudas, sin que se percibiese la necesidad de poner en marcha instrumentos como el SDRM, aunque se debe considerar que los casos citados presentaban algunas características especiales¹². En septiembre de 1999, Ecuador fue el primer país que dejó de pagar los Bonos Brady. Los intentos de normalizar las relaciones de Ecuador con sus acreedores se vieron largamente impedidos por la confusión de los acontecimientos políticos. Pero, en mayo de 2000, las autoridades ecuatorianas anunciaron que estaban dispuestas a reestructurar la totalidad de los 6.650 millones de dólares en bonos internacionales y Brady, e insistieron en que no habría acuerdos paralelos con grupos separados de acreedores. La oferta de canje por nuevos bonos a 30 y 12 años se lanzó el 27 de julio, exigiéndose una aceptación del 85% para que entrara en vigor. El anuncio produjo una subida del precio de la deuda ecuatoriana en el mercado secundario, lo que indicó que el mercado consideraba que la oferta era relativamente buena. Al final, el 98% de los titulares de los bonos aceptó la oferta.

En este caso puede haberse evitado la litigación debido parcialmente al uso innovador del llamado «consentimiento de salida». Esta innovación es el resultado de las limitaciones existentes en la

reestructuración de Bonos Brady y Eurobonos sujetos a la legislación norteamericana, que requieren el consentimiento unánime de todos los tenedores de bonos para modificar las condiciones de pago. Aunque los bonos ecuatorianos no disponían de cláusulas de acción colectiva para enmendar las condiciones de pago, las demás cláusulas sí podían ser enmendadas a través de una mayoría simple. Así, Ecuador modificó ciertas condiciones convirtiendo los bonos en menos atractivos, mientras que ofreció incentivos sobre los nuevos bonos para que los acreedores aceptasen su propuesta de canje.

Por otro lado, tras la crisis rusa en 1998 y pese a que había alcanzado un acuerdo sobre un programa económico con el FMI, Ucrania no pudo captar recursos de los inversores privados mientras el perfil de reembolso de su deuda estaba muy concentrado. Varios de los pagos que vencían en 1998 y 1999 fueron reprogramados poco a poco, antes de que pudiera llegarse a un acuerdo a principios de 2000 para la reestructuración general de los bonos públicos. Se utilizó un mecanismo híbrido que combinó una propuesta de canje para todos los instrumentos con el uso innovador de las cláusulas de acción colectiva en tres de las series de bonos. Tres de las emisiones que se reestructuraron no esta-

¹² Para profundizar en el análisis de ciertos casos nacionales que han recurrido a la reestructuración de sus deudas de forma exitosa sin contar con el SDRM, se recomienda el siguiente artículo de R. Olivares y A. Arora (2003): «Rethinking the Sovereign Debt Restructuring Approach», *Law & Business Review of the Americas*, primavera. También se puede consultar el estudio del FMI, «Solución y prevención de las crisis financieras: El papel del sector privado», de marzo de 2001.

ban muy repartidas, por lo que fue relativamente fácil llegar a un diálogo de colaboración con los titulares. Uno de los inversores planteó la posibilidad de litigio para demandar el reembolso completo, pero los demás consideraron que la oferta de intercambio de títulos era lo bastante atractiva para ser aceptada. Así las cosas, pudo concluirse satisfactoriamente el canje y no hubo litigio. De las cuatro series emitidas, una estaba sujeta a la ley alemana y no contemplaba dichas cláusulas, reestructurándose en un solo paso a través de una propuesta de canje por los nuevos bonos. A los tenedores de las otras tres series, sujetos a la ley luxemburguesa que sí contemplaba el uso de cláusulas de acción colectiva, se les ofreció cambiar sus bonos por otros nuevos en una reunión cuya convocatoria fue condicionada por el gobierno ucraniano a la obtención del porcentaje necesario para introducir las reformas propuestas al prospecto de los viejos bonos. Con posterioridad a dicha reunión, los tenedores de bonos canjearon los bonos cuyos términos y condiciones habían sido modificados por los nuevos bonos que ya incluían estos mismos términos y condiciones. Además, al gobierno de Ucrania se le autorizó introducir otras modificaciones a los términos sin tener que contar con el expreso consentimiento de los tenedores de bonos, consiguiendo de esta manera unificar las cuatro series de bonos en sólo dos series con los mismos términos y condiciones, cuya única diferencia fue la moneda de emisión y el monto de los intereses.

Ciertamente, el FMI es consciente de que la aplicación de una norma legal que afecte a las emisiones soberanas de todos los países, como se planteaba en el SDRM, será una tarea muy difícil, pero también lo es la utilización de las cláusulas de acción colectiva si tenemos en cuenta su escasa difusión. Más aún, la emisión en diversos marcos jurídicos de las deudas soberanas hace complicado garantizar, incluso en el caso de las mencionadas cláusulas, una interpretación y una aplicación idénticas, que impliquen un lenguaje común en el proceso de reestructuración.

III. LAS CRÍTICAS DE LOS ACREEDORES PRIVADOS

La mayor parte de los prestamistas, sean entidades bancarias o tenedores de bonos, desconfían de la propuesta multilateral del SDRM. Su principal inquietud es que, al reconocer el derecho de los países deudores al aplazamiento temporal de los pagos del servicio de la deuda, el SDRM termine erosionando sus derechos como acreedores. En un plano semejante, se ha presentado una fuerte resistencia por parte de los acreedores privados para renunciar obligatoriamente a la posibilidad de litigar, lo que se piensa incrementará el riesgo moral y la indisciplina económica de los países deudores. Por otro lado, los acreedores privados sostienen que permitiendo compaginar una situación de incumplimiento en los pagos con el acceso a nueva financia-

ción, el SDRM terminaría con la hasta ahora más poderosa fuerza disuasiva que impedía el incumplimiento. En consecuencia, éste sería menos costoso y más frecuente y, como resultado, la emisión de bonos sería contratada en menor medida por los acreedores. Por su parte, el FMI sostiene que su propuesta fortalece los derechos de la mayoría de los acreedores en detrimento de los disidentes individuales, resultando por tanto que no se reducen los derechos de la totalidad. Los tenedores de bonos podrían beneficiarse de incumplimientos del pago de la deuda menos costosos para ellos, ya que un acuerdo predecible aseguraría que el valor de los bonos descendería en menor medida.

Entre sus objetivos, el SDRM debería de evitar el *problema de la pertinacia*, esto es, cuando los acreedores se resisten a renunciar a sus derechos de cobro según los contratos originales¹³. Se trata de un problema sumamente agudo antes de una situación de incumplimiento, pues en este período los acreedores todavía confían en la posibilidad de seguir recibiendo pagos conforme a las condiciones originales de sus contratos¹⁴. Es probable que sea menos agudo después de producirse el incumplimiento, cuando se reducen las alternativas disponibles para los acreedores, especialmente para aquellos que no les interesa

proceder por la vía judicial. No obstante, el problema puede agravarse durante este período, ya que los éxitos judiciales recientes obtenidos por algunos acreedores pueden incrementar los incentivos para que otros emprendan esta misma vía (véase recuadro p. 105). La posibilidad de que los acreedores que se resisten se aseguren de todas maneras pagos futuros de la deuda reestructurada y de que, en consecuencia, terminen recibiendo un tratamiento más favorable que los acreedores que colaboran, supone una poderosa distorsión de los incentivos a participar ordenadamente en el proceso de reestructuración y, en última instancia, puede desbaratar los esfuerzos dirigidos a alcanzar una reestructuración basada en la mutua colaboración.

En su defensa, debemos señalar que el SDRM no prevé la suspensión automática de los procedimientos tendientes a hacer efectivos los derechos de los acreedores. Lo que realmente implicaría el SDRM es una redistribución de las facultades de los acreedores a título individual, confiriéndolas a una mayoría de los mismos, como ocurre con las cláusulas de acción colectiva. En realidad, el SDRM contiene muchos instrumentos de salvaguardia, entre otras razones para prevenir abusos, dar adecuada transparencia al proceso de votación y preservar el orden de precedencia de los

¹³ A. O. Krueger, «Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?», FMI, 4 de enero de 2003.

¹⁴ En el fondo, aquí tenemos un ejemplo de cómo el comportamiento racional de los acreedores individuales puede terminar precipitando una crisis o, en el mejor de los casos, dificultando el logro de un acuerdo que beneficie al conjunto de los acreedores.

El caso Elliot contra la República de Perú

La importancia del caso Elliot radica en que consolidó los derechos de los acreedores frente a los países deudores en situaciones de crisis de insolvencia de la deuda soberana. Elliot era un fondo acreedor de Perú en base a un crédito otorgado al Banco Popular de Perú garantizado por el Estado Nacional. Elliot demandó al Estado peruano en 1996 por el cobro de todas las sumas adeudadas. Después de dos años de negociaciones, el tribunal de primera instancia rechazó el reclamo considerando que Elliot había otorgado dicho crédito con el propósito de demandar al deudor, lo que está expresamente prohibido por las leyes de Nueva York.

La Cámara de Apelaciones del Estado de Nueva York revirtió dicho fallo argumentando que Elliot no perseguía como primer objetivo demandar al deudor soberano. Según dicha Cámara, una sentencia contra Elliot afectaría en el futuro a los deudores y las instituciones que busquen financiación en Nueva York. Además, se argumentaba en base al riesgo moral, que los deudores se verían tentados a no cumplir con sus obligaciones, lo que dificultaría en el futuro mantener la confianza de los inversores para adquirir bonos que no serían pagados.

En consecuencia, Perú fue condenado a pagar una deuda de 60 millones de dólares, en concepto de capital e intereses. Con la sentencia, Elliot obtuvo inmediatamente el derecho de embargo contra cualquier propiedad del estado peruano en los Estados Unidos. Ante la disyuntiva de tal situación por incumplimiento en los pagos, el gobierno peruano decidió pagar el crédito a Elliot en detrimento de otros acreedores y de recortes en el presupuesto nacional.

Fuente: P. Morazán (2003): «Deuda externa: Nuevas crisis, ¿nuevas soluciones?», Fundación Friedrich Ebert, Buenos Aires, *Ocasional Papers*, núm. 2, enero.

créditos. En caso de rechazar este tipo de instrumentos, de lo que deben ser conscientes los acreedores es de que los problemas de coordinación y de acción colectiva de un conjunto heterogéneo de acreedores implican una serie de «fallos del mercado», que provocan importantes pérdidas económicas. Si estos fallos se corrigen con la aplicación de un

marco legal o contractual determinado, aumentará el valor de los títulos de crédito para beneficio de los acreedores.

Por otra parte, es infundado el temor de los acreedores de que la aplicación del SDRM supondría una mayor inclinación de los países deudores a recurrir a las reestructuraciones, ya que éstas segui-

rán constituyendo una alternativa costosa para los mismos. La perspectiva de una crisis económica y el consiguiente deterioro de la reputación del país en los mercados internacionales de capital hacen que los países se sientan renuentes a acudir a sus acreedores para una posible reestructuración (y muchos menos un incumplimiento) de sus obligaciones de pago del servicio de la deuda. No obstante, el SDRM sólo estaría a disposición de los países con deudas insostenibles, en las que sería inevitable la reestructuración, y con el consentimiento de la mayoría de los acreedores.

En el fondo, los acreedores privados están preocupados por la posibilidad de que el FMI utilice el SDRM como instrumento para recortar su margen de libertad, demandando que los prestamistas privados realicen mayores esfuerzos cuando los gobiernos deudores enfrenten problemas. Esta preocupación surge del hecho adicional de que el SDRM propone un tratamiento desigual de los acreedores, al excluir a los acreedores bilaterales agrupados en el Club de París y a los acreedores multilaterales del proceso de compartir las cargas. Por su parte, el Club de París defiende su opción de quedarse fuera del SDRM afirmando que su manera de actuar es más predecible y eficiente que la de los acreedores privados, lo cual genera menos problemas a la hora de tratar la reestructuración de la deuda soberana.

No obstante, incluso reconociendo este dudoso argumento, permanece sin responder la razón de fondo que subyace en la necesidad de formular la propuesta del SDRM, esto es, que una legislación internacional sobre insolvencias de los países deudores haga posible que los acreedores sean tratados equitativamente, permitiendo una solución de conjunto al problema. Realmente, si fuese suficiente con reestructurar la deuda del sector privado, Ecuador, donde los acreedores privados suscribieron el 45% de los títulos de deuda en el marco del Plan Brady, no habría incumplido de nuevo sus obligaciones en 1999¹⁵.

Por su parte, el FMI y el BM sostienen que no son entidades comerciales en búsqueda de oportunidades rentables al momento de conceder préstamos. De hecho, suelen conceder crédito precisamente cuando otros acreedores se muestran reacios a facilitarlos, y a tipos de interés inferiores a los que aplicaría el sector privado. Ahora bien, como sabemos, la concesión de estos créditos suele estar condicionada a la aplicación de ciertas políticas económicas, que tienen como objetivo principal que los países deudores atiendan sus obligaciones financieras y, en segundo lugar, que los países endeudados continúen en condiciones de atraer financiación privada. Por lo tanto, debe existir una cierta congruencia entre las condiciones financieras de dichas políticas y el nivel

¹⁵ C. P. Chandrasekhar, J. Ghosh y S. Francis (2003): «SDRM: Debt Restructuring or Liquidation?», *International Development Economics Associates*, marzo.

de reestructuración mutuamente acordado entre los deudores y los acreedores. En realidad, *la reestructuración acordada, así como el respaldo financiero de los organismos multilaterales y las medidas de ajuste aplicadas, deben formar parte de un todo coherente para conseguir que el país recupere un nivel sostenible de endeudamiento.*

IV. ¿CÓMO CONTRARRESTAR LA PÉRDIDA DE SOBERANÍA DE LOS PAÍSES DEUDORES SOBRE SUS RECURSOS Y ACTIVOS NACIONALES?

Dadas las características del SDRM, posiblemente la pérdida de soberanía implícita y explícita sería mayor para los países deudores que la erosión de sus derechos para los acreedores, contrariamente a lo que nos querría hacer creer la comunidad acreedora. Con el nuevo mecanismo, los procesos de reestructuración de la deuda soberana estarían condicionados por la existencia de un marco normativo a escala internacional.

Hasta ahora, los países deudores obtenían aplazamientos en el pago de los servicios de la deuda si sus gobiernos seguían las políticas dictadas por el FMI, que tenían como objetivos fundamentales la protección del valor de los activos y la restauración del ritmo de crecimiento económico para poder pagar la deuda. Con la aplicación del SDRM, en principio el FMI no tendría la intención ni la capacidad para interferir en las relacio-

nes entre los deudores y los acreedores, sólo mantendría su influencia sobre el proceso dentro del cual la reestructuración será negociada, excluyendo el resultado. Sin embargo, los acreedores retendrían el derecho a juzgar si las políticas adoptadas por los deudores durante el proceso de reestructuración son apropiadas, lo que en realidad no produce cambios sustanciales respecto a la situación anterior.

En el fondo, lo que está en discusión con la propuesta del SDRM es en qué medida se puede trasladar al ámbito de la legislación internacional la relación entre los acreedores y los países deudores, en el sentido de presentarla como si se tratase de relaciones entre empresas dentro de un contexto nacional, donde una gran mayoría de legislaciones estatales garantizan que existen algunos activos que pueden ser liquidados para amortizar al menos una porción significativa de la deuda. A nadie se le escapa qué consecuencias podría tener esto si, en el marco de una hipotética reestructuración, los países deudores se ven condicionados en el proceso de negociación bajo la amenaza de ser obligados a poner en venta sus recursos nacionales, ya sean activos del sector público o reservas minerales o petrolíferas, como un medio de liquidar ciertos tramos de la deuda.

Paradójicamente, el derecho que el FMI concede a los países deudores para un aplazamiento temporal en el pago de los servicios de la deuda mientras se ne-

gocia la reestructuración, podría implicar consecuencias perversas para los deudores, atándoles de pies y manos para alcanzar una liquidación negociada, que podría implicar la pérdida de una cierta cantidad de activos y recursos nacionales. *En nombre de mejorar los mecanismos de reestructuración para resolver las crisis financieras, es posible que soterradamente lo que se esté articulando es un proceso mucho más sutil de transferencia de recursos del Sur al Norte*, que en última instancia se trataría de un proceso muy relacionado con el sometimiento estructural de la economía real a la financiera, que analizamos en el capítulo segundo.

Esta cuestión de la pérdida de soberanía sobre los recursos nacionales, por medio del proceso de reestructuración de la deuda soberana propuesto por el FMI, plantea la necesidad de buscar alternativas de carácter normativo que logren atenuar este tipo de presiones sobre los países que padecen deudas insostenibles. Teniendo en cuenta que, en este terreno, la propuesta del SDRM se basa en la ley norteamericana sobre insolvencias, más concretamente en su capítulo undécimo referente a las quiebras empresariales, Raffer plantea que se tome el capítulo noveno de dicha ley, relativo a la insolvencia de los municipios, como modelo alternativo para abordar la bancarrota de los estados deudores¹⁶.

El capítulo noveno regula la insolvencia de los municipios, con una clara protección de las entidades locales. La intervención de los acreedores en la esfera gubernamental, escenario tan recurrente en los países deudores, es rechazada como anticonstitucional en dicho capítulo. Por otra parte, el mismo contiene reglas explícitas para limitar el poder de la corte de justicia, impidiendo que pueda afectar a las propiedades o ingresos del deudor, cuya suerte dependerá enteramente de la voluntad y el consentimiento de la municipalidad deudora. También se especifica que la presión por hacer cumplir las obligaciones crediticias no puede detener la provisión de los servicios esenciales que afectan al bienestar de la población, ni tampoco puede eliminar los límites que los municipios tienen para fijar impuestos, al punto de ver reducida la calidad de vida de sus habitantes. La justicia puede confirmar un plan de reestructuración solamente si incorpora un acuerdo justo y equitativo para lograrlo. Además, durante el proceso de negociación entre los acreedores y el municipio deudor, tanto los empleados municipales como los contribuyentes tienen el derecho de defender sus intereses.

Claramente, una regulación de las bancarrotas internacionales basada en el capítulo noveno equilibraría los intereses entre los países deudores y los acreedores. Más aún, los pueblos afectados por las

¹⁶ K. Raffer (2001): «The Final Demise of Unfair Debtor Discrimination? Comments on Ms. Krueger's Speeches», Paper prepared for the G-24 Liaison Office.

negociaciones de reestructuración tendrían la capacidad de expresar un punto de vista sobre las políticas económicas que deberían ser aplicadas, para asegurarse de que la carga del ajuste estructural no cae enteramente sobre ellos.

V. LA RESOLUCIÓN DE LOS CONFLICTOS EN EL MARCO DEL SDRM

En esta fallida aproximación a la reestructuración de la deuda soberana, el FMI era consciente que necesitaba presentar el SDRM de tal manera que resultase creíble y legítimo a la hora de resolver las disputas entre los acreedores, y entre éstos y el país deudor. Por otro lado, se dio cuenta también que este rol legítimo y neutral no podría ser jugado por la dirección de la institución, no sólo por carecer de la experiencia necesaria, sino porque se podría llegar a pensar que sus decisiones serían influidas por el hecho de que el FMI suele ser un importante acreedor y, además, mantiene una representación tanto del deudor como del acreedor bilateral en sus órganos de dirección. Por todo ello, el FMI propuso también el establecimiento de un foro para la resolución de conflictos, una vez que el SDRM fuese puesto en funcionamiento.

Para el FMI, la función principal de este tribunal de arbitraje sería la administra-

ción básica de las reclamaciones de los acreedores, de forma similar a cómo una corte doméstica gestiona las quiebras empresariales. Esto es, después de notificar a los acreedores que el deudor ha solicitado la activación del SDRM, se dedicaría a identificar las reclamaciones de los acreedores, publicar las fechas, los lugares y los procedimientos para la votación, etc. La segunda función del foro sería la resolución de las disputas entre los acreedores, o entre los acreedores y el deudor. Por una parte, verificando las reclamaciones, ya que los acreedores podrían estar interesados en presentar reclamaciones ficticias que podrían ser utilizadas para manipular el proceso de votación, o bien podrían enfrentarse respecto al valor de las reclamaciones y la garantía que les asegura. Por otra parte, garantizando la integridad del proceso de votación. Esta cuestión podría revestir una importancia crítica si las reclamaciones tienden a ser agregadas por instrumentos para propósitos de la votación misma, dada la posibilidad de colusión entre el deudor y ciertos acreedores en la misma ¹⁷.

Según el organismo multilateral, este foro se establecería de forma tal que operaría independientemente. Sin embargo, esta supuesta independencia no tendría autoridad para desafiar las decisiones de la dirección ejecutiva del FMI, incluyendo las relacionadas con la adecuación de las políticas propuestas

¹⁷ A. O. Krueger, «Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring», FMI, 26 de julio de 2002.

o la asistencia financiera proporcionada a los países con deudas insostenibles. Además, lo cual es más importante aún, no tendrá autoridad para anular las decisiones de la mayoría calificada de acreedores en cuestiones tales como las condiciones de la reestructuración o la duración de un aplazamiento. En realidad, el papel del foro para la resolución de conflictos sería exclusivamente reactivo. Solamente certificaría que el voto de los acreedores ha tenido lugar en sintonía con los requisitos del procedimiento, y sus dictámenes se basarían estrictamente en las decisiones de la mayoría de los acreedores. Por lo tanto, el FMI y dicha mayoría serían la autoridad final efectiva en el proceso de resolución de disputas. Dejar al foro de resolución de conflictos sin la posibilidad de ejercer una autoridad independiente, es una forma nada ambigua de proponer la puesta en marcha de una institución de bajo perfil, bajo la influencia de poder del FMI¹⁸.

Respecto a la selección de sus miembros, el FMI ha defendido la constitución de un foro basado en los siguientes principios: independencia, competencia, diversidad e imparcialidad. Según la institución multilateral, estos principios podrían ser alcanzados a través de los siguientes pasos¹⁹:

- *Paso 1:* Cada miembro del FMI podría nominar un candidato, quien debe estar nacionalizado en el país nominador. Esto garantizaría la diversidad geográfica, la tradición legal y la experiencia profesional, haciendo lo posible para asegurar la inclusión de miembros de países tanto acreedores como deudores. A la par, al solicitar la nominación directamente a los países miembros, se aseguraría la independencia respecto a la dirección ejecutiva del FMI.
- *Paso 2:* Un comité cualificado e independiente de personalidades eminentes sería establecido por la dirección ejecutiva para revisar las nominaciones y, posteriormente, recomendar una lista menor de seleccionados.
- *Paso 3:* La relación de personas recomendadas por el comité sería luego aprobada por la Asamblea de Gobernadores, que votarían la lista en bloque. Si es rechazada, tendría que comenzar el proceso de nuevo.
- *Paso 4:* Los miembros elegidos para el foro de resolución de conflictos elegirían entonces un Presidente entre ellos, con obligaciones específicas para supervisar las funciones y las operaciones del foro.
- *Paso 5:* Cuando un caso sea encargado al foro, tres miembros serán seleccionados para el jurado por el Presi-

¹⁸ C. P. Chandrasekhar, J. Ghosh y S. Francis (2003): «SDRM: Debt Restructuring or Liquidation?», *International Development Economics Associates*, marzo.

¹⁹ A. O. Krueger, «Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring», FMI, 26 de julio de 2002.

dente, que tendrá especial cuidado en asegurarse de que los miembros con intereses específicos en los conflictos no puedan participar en el mismo.

Se sugiere, por lo tanto, el establecimiento de jurados *ad hoc*, a ser diseñados a partir de un *pool* permanente que sería seleccionado anteriormente (*paso 3*), los cuales solamente serán convocados en el contexto de un conflicto (*paso 5*). Como se puede observar, el *pool* permanente se basaría en un proceso previo de ratificación, cuyos miembros serían en realidad elegidos, a través de un comité designado por la dirección ejecutiva del FMI, de entre un grupo representativo de países miembros de la institución financiera (*paso 2*). Resulta sorprendente que se obvie el hecho de que el propio FMI no es organismo neutral en procesos de esta naturaleza, y por tanto no cabe esperar que actúe como un árbitro independiente, a pesar de lo cual se estaría reservando el derecho de establecer a su propia dirección ejecutiva como instancia clave del mecanismo de resolución de conflictos.

Como objetivo adicional, el foro de resolución de conflictos certificaría las decisiones importantes efectuadas por el deudor y la mayoría de los acreedores, incluyendo las relativas a las condiciones finales de la reestructuración. Estas

certificaciones necesitarían un estatus legal que les permitiera ser vinculantes para todos los países miembros, como si se tratase de las sentencias de una corte nacional. Sin embargo, el FMI deja claro que la validez de dichas certificaciones estaría basada exclusivamente en las decisiones tomadas por una mayoría cualificada de los acreedores. Con razón, ciertas organizaciones sociales, como la red Jubileo, o las mismas Naciones Unidas, han demandado alternativamente el establecimiento de una corte neutral de arbitraje²⁰. Sin embargo, el FMI no ha llegado a considerar ninguna de estas propuestas, adaptándose en los hechos a las críticas presentadas por los acreedores privados²¹.

En esta línea de concesión al bando acreedor, el FMI terminó retrocediendo ante su propia propuesta original, invalidando el derecho de los deudores al aplazamiento automático del pago de los servicios de la deuda, que representaba uno de los elementos más positivos del SDRM para los países deudores. Se sustituyó por la aplicación de una cláusula de integración de activos a la masa común, similar a la regla de colación del derecho sucesorio, que mantendría el derecho al litigio de los acreedores. Adicionalmente, el FMI nos sorprendió con una medida complementaria: que el deudor requeriría, a través del foro de reso-

²⁰ Jubilee USA Network, «Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). The IMF's "Bankruptcy" Plan», abril de 2003.

²¹ A. O. Krueger, «Statement on Sovereign Debt Restructuring Mechanism – One Year Later», FMI, 10 de diciembre de 2002.

lución de conflictos, de una corte fuera de su jurisdicción para aplazar medidas específicas, si se determinase que las acciones por parte de un acreedor litigante socavaban seriamente el proceso de reestructuración²². Nuevamente, el foro de resolución de conflictos vería condicionada su autoridad a la aprobación de los acreedores²³.

VI. LOS MECANISMOS DE REESTRUCTURACIÓN Y LAS INICIATIVAS DE ALIVIO EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS

Un mecanismo de reestructuración debería alentar a los países cuya deuda tiende a ser insostenible, así como a sus respectivos acreedores, a concertar la reestructuración antes de llegar al punto en que el incumplimiento sea la única opción. Lamentablemente, hay quien considera que los países que incumplen sus obligaciones deben soportar elevados costes como mecanismo de castigo que induzca a los deudores a evitar este tipo de situaciones. Pero, tal como se viene evidenciando en los últimos años, estos costes son demasiado elevados y terminan por aumentar los efectos de las perturbaciones en la economía internacional. Por otro lado, la concentración

de los esfuerzos de la reestructuración en el período posterior al cese de los pagos, que subyace en la propuesta del SDRM elaborada por el FMI, puede haber eclipsado los problemas mucho más graves de los países de bajos ingresos altamente endeudados, ya que aún pudiendo no encontrarse en una situación de incumplimiento, los desembolsos que se ven obligados a realizar en el servicio de la deuda obstaculizan considerablemente sus esfuerzos para reducir la pobreza.

En principio, tanto la Iniciativa HIPC como la propuesta del SDRM se ocuparían de los problemas de los países con crisis de sobreendeudamiento, pero se trata de programas con una cobertura, una estructura y unos objetivos muy diferentes, como se puede observar en la tabla 1. Para empezar, el SDRM promovería la reestructuración de las deudas y no su posible cancelación. No obstante, para el caso de los países de bajos ingresos altamente endeudados, sería necesario profundizar en la complementariedad de ambos programas, estableciendo incluso un mecanismo de reestructuración específico para este tipo de países.

En primer lugar, el concepto de reestructuración debería ser ampliado, incorporando los alivios de la deuda que fuesen

²² Obviamente, si otros acreedores tienen razón al pensar que un litigante puede obtener más que ellos en el marco del MRDS, estarán a favor de un aplazamiento, incluso urgirán al deudor a demandarlo, ya que algún dinero recuperado por encima de los montos resultantes del MRDS sería recobrado a sus expensas.

²³ K. Raffer, «To Stay or not to Stay – A Short Note on Differing Versions of the SDRM», *Jubilee 2000 UK*, 31 de enero de 2003.

necesarios para evitar un incumplimiento de los pagos en el servicio de la deuda cuando la coyuntura económica se hiciera adversa. En segundo lugar, el derecho de los países deudores a aplazar dichos pagos debería trascender la dimensión estrictamente financiera del problema, haciendo posible que en períodos concretos se pueda aplazar el pago cuando se esté percibiendo que los recursos para pagar la deuda se están detrayendo de los programas sociales y de lucha contra la pobreza. En tercer lugar, la aplicación de dicho mecanismo de reestructuración debería renunciar a la imposición de cualquier tipo de condiciones. En cuarto lugar, los foros de resolución de conflictos deberían sustraerse a la influencia del conjunto de los acreedores, y deberían ser comúnmente aplicados tanto en los litigios derivados de la aplicación de este mecanismo como en los originados en la cancelación de deudas mediante las iniciativas de alivio de la deuda. Por último, este tipo de mecanismo de reestructuración específico debería tener un ámbito de actuación que abarcara a todos los países de bajos ingresos, y no sólo a los que han participado en las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda.

VII. UN PROCESO DE ARBITRAJE JUSTO Y TRANSPARENTE COMO ALTERNATIVA DE LA SOCIEDAD CIVIL

Como parece que puede llevar cierto tiempo homogeneizar las condiciones

contractuales en la emisión de bonos y en vista de que la aproximación legal, sustentada en la propuesta multilateral del SDRM, no parece que encuentre los apoyos necesarios para salir adelante, se podría buscar una solución alternativa al problema de la reestructuración de la deuda soberana recurriendo exclusivamente al mecanismo del arbitraje. En este caso, también nos encontramos con dificultades de implementación, pues reunir las diversas legislaciones en un proceso *ad hoc* de arbitraje constituye un desafío, pero a la vez representa una oportunidad desde el punto de vista del derecho internacional.

El arbitraje es un tipo de arreglo pacífico de diferencias entre las partes en conflicto que deciden presentarlas ante un tribunal, para que éste tome una decisión sobre la controversia en forma de laudo. En el comercio internacional, el arbitraje ya es el mecanismo generalmente más aceptado y utilizado en caso de que surjan diferencias entre las partes en relación a la interpretación de los contratos o al incumplimiento de las obligaciones, entre otras. Generalmente, los contratos comerciales ya disponen de una cláusula arbitral, lo que obliga a las partes. Además, ya existe un sistema de arbitraje cuyo objetivo es la resolución de diferencias relativas a inversiones entre estados contratantes y nacionales de otros estados contratantes, el llamado Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones, que ha sido noticia recientemente porque Bolivia decidió su separación del mismo.

En opinión de ciertos especialistas en la materia²⁴, la constitución de un mecanismo de arbitraje independiente sería un primer paso cualitativo importante, en vista de que no existe en la actualidad ningún tratamiento del cese de los pagos del servicio de la deuda basada en una norma jurídica internacional (equivalente al SDRM). Pero debe dejarse claro que el arbitraje no puede constituirse como un mecanismo aislado para gestionar las situaciones de insolvencia de los países deudores. En realidad, debería funcionar como el último recurso, después de que la rigidez de los instrumentos previamente utilizados no haya permitido una reestructuración de los pagos y una revisión amistosa de los contratos. Para impedir este fracaso previo, sería necesario reducir la debilidad contractual, no sólo legal, de los países endeudados, incluyendo las mencionadas cláusulas de acción colectiva y, sobre todo, las *cláusulas de contingencia* en los bonos emitidos, que expliciten que en caso de que los ingresos por exportaciones o los flujos externos de capital se viesen reducidos por problemas ajenos a la economía nacional, se podría suspender el pago del servicio de la deuda.

Frente al temor de que el FMI asuma un protagonismo excesivo en dicho meca-

nismo de arbitraje, diversas instituciones de la sociedad civil en países deudores y acreedores, agrupadas en la campaña Jubileo 2000, han elaborado una alternativa. En ella, se plantea la necesidad de que el proceso de arbitraje sea justo y transparente (FTAP, *Fair and Transparent Arbitration Process*), dando lugar a una solución, y no sólo a una propuesta²⁵. El FTAP no requeriría en principio un tratado internacional, aunque la posibilidad de avanzar en una norma jurídica internacional debería ser un paso posterior obligado en el camino de dotar a los países deudores y a los acreedores de un marco más predecible para la gestión de los problemas vinculados con el pago del servicio de la deuda²⁶. Las características de la propuesta independiente de un Proceso de Arbitraje Justo y Transparente, en contraste con las iniciativas y las propuestas de los organismos multilaterales, se presentan también en la tabla 5.1. La diferencia entre un FTAP y las propuestas multilaterales radica en que el primero se basa en los principios fundamentales de una situación de insolvencia, es decir, en el respeto de los derechos humanos de todas las personas afectadas, en el reconocimiento del Estado de derecho, así como en una justa división de la carga de la deuda entre todos los participantes en el proceso. En esta

²⁴ O. Ugarteche y A. Acosta (2003): «Una propuesta global para un problema global. Hacia un Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana», *Nueva Sociedad*, núm. 183, enero-febrero.

²⁵ J. Kaiser (2002): «The FTAP – World after Washington», *Eurodad*, octubre.

²⁶ Apoyado en la experiencia histórica a escala internacional en el desarrollo de tribunales de arbitraje y en el entramado jurídico e institucional de Naciones Unidas, como reflejo de las posibilidades de avanzar hacia un tratado internacional, es interesante consultar el documento de la red AFRODAD, «Implementing Fair Debt Arbitration: What Needs to Be Done?», 2006.

línea, las principales características que trataría de salvaguardar un FTAP serían las siguientes²⁷:

- Que se trate de un proceso independiente, a través de una persona o una institución que no se encuentre involucrada en el procedimiento.
- Que se garantice el mínimo vital, es decir, la cantidad de recursos suficientes para la supervivencia de la población, como también se proteja la soberanía del Estado deudor.
- Que se efectúe un diagnóstico de la situación económica del país deudor, por medio de una instancia también neutral, que no persiga ningún objetivo económico ni por la parte acreedora ni por la deudora.
- Que se suspenda transitoriamente el pago de la totalidad de la deuda como condición para iniciar el proceso de arbitraje.

Además, el FTAP debe dar lugar a un proceso público, transparente. La participación de la sociedad civil debe de producirse en todos los estadios del proceso, incluyendo la fase de decisión. Por otro lado, la sociedad debería de poseer la capacidad de controlar de manera crítica la aplicación de los resultados del FTAP, desarrollándose un verdadero procedimiento público de rendición de cuentas. Esta capacidad de control debería incluir las nuevas deudas que asuma el país.

En líneas generales, un FTAP enfocaría el problema de la insolvencia de una manera diferente, concibiéndose como un instrumento para superar las dificultades de la coordinación entre acreedores, pero sobre todo como una herramienta para que los países deudores se liberen de la carga insoportable de la deuda externa. En este sentido, a diferencia de lo establecido en el foro de resolución de conflictos auspiciado en la propuesta del SDRM, el primer objetivo de un proceso de arbitraje de estas características debería ser el análisis profundo de las verdaderas causas que obligan a cada país a incumplir con el pago de sus obligaciones. Los acreedores deberían de expresar sus reclamaciones, como cualquier otra parte, ante una institución verdaderamente independiente, que debería de tener la capacidad de dirigir realmente el proceso de reestructuración. Para ello, el deudor soberano y los acreedores determinarían la composición del tribunal de arbitraje. Ambas partes nominarían un representante cada uno, siendo un tercero elegido por estos dos.

Es importante subrayar, para terminar, que el punto de partida de cualquier arbitraje justo radica en la identificación de las deudas adquiridas legalmente y que pueden ser pagadas, distinguiéndolas de las deudas odiosas y corruptas. Por ello, un arbitraje transparente requiere la realización de audi-

²⁷ P. Morazán (2003): «Deuda externa: Nuevas crisis, ¿nuevas soluciones?», Fundación Friedrich Ebert, Buenos Aires, *Ocasional Papers*, núm. 2, enero.

TABLA 5.1. *Similitudes y diferencias existentes entre la Iniciativa HIPC, la propuesta del SDRM y el planteamiento alternativo del FTAP*

	HIPC	SDRM	FTAP
¿Qué países son elegibles?	Los 41 países de bajos ingresos con el más insostenible nivel de endeudamiento	Las 15-20 economías emergentes más ricas	Todos los países en vías de desarrollo con deuda externa
¿Qué clase de deuda se considera?	Deuda pública en manos de acreedores bilaterales y multilaterales	Deuda privada en manos de acreedores privados	Ambos tipos de deuda, ya sea en manos de acreedores privados o públicos
¿Se considera la posible ilegitimidad de la deuda?	No	No	Sí
¿Quién controla el programa?	FMI, BM y el G-7	FMI, BM y el G-7	Organizaciones de la sociedad civil global y acreedores
¿Es una condición la implementación de programas de ajuste estructural?	Sí	Sí	No
Función	Cancelación parcial de la deuda	Reestructuración de la deuda	Cancelación total de la deuda o alivio apropiado de la misma
Resultados	Reducirá los pagos del servicio de la deuda de los países, pero no los libraré completamente de la deuda	Prevendrá a los países del incumplimiento de los pagos de la deuda externa, pero no los libraré completamente de la deuda	Libraré a la mayor parte de los países completamente de la deuda
Propósito	Responder a la presión pública vinculada con la crisis de la deuda	Responder a las perturbaciones en la economía internacional derivadas de las crisis financieras de los países emergentes	Proceder de forma definitiva a resolver la crisis de la deuda

Fuente: Jubilee USA Network, «Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). The IMF's "Bankruptcy" Plan», abril de 2003.

torías financieras, donde la participación ciudadana ponga al descubierto este tipo de deudas ilegítimas. En el caso de las deudas contratadas y renegociadas en condiciones legítimas, habrá que establecer criterios claros en términos fiscales, para que el pago del servicio de la deuda no ponga en difi-

cultad la capacidad de desarrollo del país en cuestión. Las causas de cese en los pagos deben quedar establecidas de forma que se distinga el tratamiento de los casos de fuerza mayor respecto a los casos de mala administración, como ocurre en la legislación sobre el comercio internacional²⁸.

²⁸ O. Ugarteche y A. Acosta (2003): «Una propuesta global para un problema global. Hacia un Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana», *Nueva Sociedad*, núm. 183, enero-febrero.

6. NUEVOS DESAFÍOS EN EL TRATAMIENTO DE LOS PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: EL MEGACANJE ARGENTINO

«Argentina va por buen camino»

HOERST KOEHLER,
Director Gerente del FMI,
abril de 2000

Como ya hemos venido explicando en los capítulos precedentes, los esfuerzos de los organismos financieros multilaterales por mejorar los mecanismos de prevención y resolución de las crisis de sobreendeudamiento se han intensificado en los últimos años. Aunque no de una manera exclusiva, la crisis argentina de 2001-2002 ha influido enormemente en la suerte que finalmente ha corrido este nuevo ímpetu reformista del FMI y el BM, representando con seguridad uno de los acontecimientos que más marcó el carácter y el ritmo de la discusión. Principalmente, la crisis argentina tuvo una repercusión directa en la suerte del debate sobre los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana¹, pero además ha vuelto a poner en evidencia que los problemas estructurales de insolvencia en el pago de la deuda se pueden generar en países que están aplicando políticas económicas defendidas por las instituciones multilaterales, lo que ha terminado por provocar una reflexión más profunda en los

organismos financieros multilaterales sobre cómo reforzar el marco analítico para prevenir los niveles insostenibles de endeudamiento².

Por varias circunstancias, la crisis argentina se convirtió en un acontecimiento determinante en la gestación de la nueva agenda multilateral. En primer lugar, en diciembre de 2001, la magnitud del incumplimiento en las obligaciones de pago por parte del gobierno argentino batió un récord histórico internacional, siendo acompañado de un abandono del régimen de convertibilidad que había mantenido una paridad fija entre el peso argentino y el dólar estadounidense desde 1991. En segundo lugar, a diferencia de lo que había ocurrido en Corea del Sur e Indonesia hasta la crisis de 1997, el FMI había respaldado programas económicos en Argentina durante toda la década precedente, además de sostener contra todo tipo de críticas la permanencia de dicho régimen cambiario. Es llamativo que tal crisis extraordinaria llegase a eclosionar en un país que por mucho tiempo fue considerado como alumno ejemplar del Consenso de Washington³. Hasta el final de la década de los noventa, los or-

¹ A. O. Krueger, «Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring», FMI, 26 de julio de 2002.

² BM y FMI, «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief», 6 de noviembre de 2006.

³ El Instituto de Economía Internacional de Washington convocó en noviembre de 1989 una conferencia en dicha ciudad para revisar el curso de los ajustes económicos en América Latina, después de los cambios acaecidos durante la década de los ochenta. De esta reunión de expertos, resultó el llamado «Consenso de Washington», que comprende la aplicación por parte de los países que deseen recibir asistencia financiera de las instituciones multilaterales de una serie de medidas: a) imponer la disciplina fiscal,

ganismos multilaterales y la mayor parte de los analistas financieros con ellos, consideraban la evolución argentina como uno de los casos exitosos en materia de política económica y de reformas estructurales en el contexto de los mercados emergentes.

Por último, los procesos que condujeron a la situación de incumplimiento en los pagos y las características novedosas de la reestructuración posterior de la deuda soberana representan también razones suficientes para centrar nuestra atención en la experiencia argentina. La reestructuración tuvo lugar en un momento crítico de las relaciones entre el país latinoamericano y el FMI, siendo la mayor singularidad del caso que el proceso de reestructuración se desarrolló sin la injerencia del organismo multilateral. Se trató de un proceso donde el Gobierno argentino se relacionó directamente con el sector privado. El FMI ni siquiera audité las proyecciones finan-

cieras del Gobierno argentino, que fundamentaban la sostenibilidad de las propuestas de canje de deuda⁴. Es la primera vez que esto ocurre en el sistema financiero internacional desde los años setenta, lo cual es significativo además por la magnitud de la deuda implicada y especialmente por el volumen de la quita, la mayor en la historia económica moderna⁵.

I. LA «AUTOCRÍTICA» DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Por varias razones, los acontecimientos argentinos pusieron al FMI en una situación difícil, que en cierta manera fue aprovechada por el gobierno de Kirchner para desarrollar su propuesta posterior del megacanje de la deuda. En primer lugar, las orientaciones de política del FMI contribuyeron en cierta medida a alcanzar una situación crítica, mien-

eliminando el déficit presupuestario; b) modificación de la estructura del gasto público, recortando las subvenciones e incrementando los gastos en educación y salud; c) implantar una reforma fiscal, incrementando la capacidad impositiva del Estado; d) liberalizar el mercado financiero, facilitando que los tipos de interés se ajusten a los del mercado internacional; e) limitar la intervención en el mercado de divisas, dejando que el tipo de cambio sea determinado en condiciones de libre mercado; f) apoyar la liberalización comercial, orientando la economía hacia el exterior; g) eliminar las restricciones a la inversión extranjera directa; h) fomentar la privatización de las empresas públicas; i) reducir la excesiva regulación de los mercados, y j) establecer mayores garantías a los derechos de propiedad.

⁴ Un canje de deuda es una operación por medio de la cual los tenedores de bonos convienen en venderlos al emisor a cambio de un paquete de nuevos bonos y, en ciertos casos, una parte en efectivo. En ciertos casos, el valor de los nuevos bonos más el efectivo recibido excede el valor de los viejos bonos, induciendo de esta manera al acreedor a intercambiar voluntariamente los bonos. En otros, sin embargo, si a los tenedores les conviene más rechazar la oferta que aceptarla, el canje sólo tendrá lugar si el emisor dispone de algún mecanismo para obligarles a aceptarla.

⁵ M. Damill, R. Frenkel y M. Rapetti (2005): «La deuda argentina: Historia, default y reestructuración», *Documentos del CEDES* 2005/16, Buenos Aires.

tras que su sistema de alarma ante una posible crisis, y más tarde sus propuestas de reestructuración para evitar el incumplimiento, fracasaron ampliamente. En segundo lugar, al tratarse de un período de cambios en la ubicación del organismo en el sistema financiero internacional, los errores cometidos (especialmente, la defensa a ultranza que el FMI realizó del régimen de convertibilidad) estimularon la aparición de corrientes de opinión en el interior de la institución multilateral. Por último, se produjo la llegada de una nueva administración republicana en Estados Unidos que, en el contexto posterior a los atentados del 11 de septiembre de 2001, demandaba una menor intromisión de los organismos multilaterales en las relaciones entre los estados, tanto en situaciones normales como, con mucha más razón, en el marco de una crisis.

Ante estas circunstancias, el FMI se vio obligado a realizar una evaluación de su gestión en Argentina, lo cual es también inédito en la historia del organismo. La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI publicó en junio de 2004 el *Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001*. En el mismo, un equipo internacional de economistas realizó una extensa valoración de los programas económicos apoyados por el FMI en el país entre 1991 y 2001, tanto del diseño como de las labo-

res de supervisión de los objetivos de los mismos, así como una evaluación de la gestión de la crisis en los años 2000 y 2001.

En el Informe, el FMI acepta que «hubo debilidad en la supervisión y demasiada paciencia cuando se vio que las políticas no servían», pero no asume la responsabilidad, puesto que defiende que «las autoridades argentinas no tomaron las medidas correctivas necesarias en una fase suficiente temprana»⁶. En el fondo, lo que viene a plantear el FMI en dicho documento es que el organismo multilateral se equivocó al no presionar en mayor medida al gobierno argentino para que profundizase las políticas de ajuste, acumulando mayores superávits fiscales para pagar la deuda, sin importarle la recesión económica y los problemas sociales que atravesaba el país⁷.

Más allá de esto, el verdadero desafío para este equipo de expertos consistía en justificar el apoyo que el FMI otorgó al régimen de la convertibilidad hasta el último momento. Sin embargo, el Informe evita posicionarse al respecto, aunque reconoce que el éxito inicial de dicho régimen cambió «ocultó sus vulnerabilidades potenciales a mediano plazo». En nuestra opinión, se trata de una discusión que difícilmente se puede saldar en los términos que se plantean en el Informe. Es decir, si la convertibili-

⁶ Oficina de Evaluación Independiente (2004): «Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001», FMI, Washington, p. 113.

⁷ A. Acosta, «Los reyes del cinismo», *Hoy*, Quito, 4 de agosto de 2004.

dad fue adecuada o no desde el punto de vista de los resultados obtenidos, pues en realidad *la convertibilidad proporcionó un marco de estabilidad engañosa, necesario para insertar a la economía argentina en una trayectoria financiera y comercial más acorde con los planes multilaterales*⁸.

En sus conclusiones, el Informe extrae una serie de lecciones y recomendaciones, que resulta interesante mencionar explícitamente, ya que algunas de las mismas están incorporadas en los debates sobre las reformas que se han producido en los últimos años en los mecanismos multilaterales de prevención y de resolución de las crisis financieras. Entre estas lecciones, cabe destacar las siguientes⁹:

- El nivel de deuda sostenible para las economías emergentes puede ser más bajo de lo que se había pensado, dependiendo de las características económicas del país. Por lo tanto, en la gestión de la política fiscal deberán tenerse en cuenta no sólo los desequilibrios presupuestarios anuales sino también el monto global de la deuda pública.
- El desempeño macroeconómico favorable, incluso si se mantiene por cierto tiempo, puede ocultar deficiencias institucionales subyacentes que pue-

den convertirse en obstáculos insuperables para restablecer rápidamente la confianza, si el crecimiento se ve interrumpido por acontecimientos externos desfavorables. Es posible que el FMI sólo pueda jugar una función limitada cuando se manifiesten este tipo de deficiencias institucionales fuertemente arraigadas en el sistema político, y la condicionalidad estructural no pueda sustituir entonces la determinación del país para emprender las reformas necesarias.

- La decisión de respaldar un determinado conjunto de políticas entraña necesariamente una evaluación probabilística, pero con más razón es importante que dicha evaluación sea realizada de la manera más rigurosa posible y que cuente, desde un inicio, con una estrategia alternativa de respaldo en caso de que no se materialicen algunos de los supuestos críticos.
- La ingeniería financiera en forma de una reestructuración de deuda voluntaria y basada en el mercado es costosa, y es poco probable que mejore la sostenibilidad de la deuda si se emprende bajo condiciones de crisis económica, sin contar con una estrategia creíble e integral para salir de la misma. Sólo una modalidad de reestructuración de la deuda que implique una reducción del VAN del servicio de la deuda (o, si se considera que la

⁸ J. Nudler, «La “autocrítica” del FMI frente a la crisis argentina», *Página 12*, Buenos Aires, 30 de julio de 2004.

⁹ Oficina de Evaluación Independiente (2004): «Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001», Washington, FMI, pp. 115-129.

deuda es sostenible, un paquete financiero en gran escala), podría revertir una dinámica adversa en los niveles de endeudamiento.

- Retrasar la adopción de medidas necesarias para resolver una crisis puede elevar significativamente su coste final, porque inevitablemente se producirán nuevas caídas del PIB, además de fugas adicionales de capital y una erosión creciente de la calidad de los activos en el sistema bancario. Para reducir al mínimo los costes de cualquier crisis, el FMI debe asumir un papel activo en su resolución, incluido el respaldo financiero para la modificación de las políticas.

Sobre la base de estas lecciones, se ofrecen también una serie de recomendaciones, entre las que señalamos las siguientes¹⁰:

- El FMI deberá poseer una estrategia de contingencia desde el momento en que comience una crisis, la cual debe incluir indicaciones para limitar los daños. Debe desarrollar un conjunto de criterios que permitan determinar si la estrategia inicial funciona y que, a su vez, sirvan de guía para tomar una decisión acerca del momento en que resulte necesario cambiar de enfoque.

- Cuando la sostenibilidad de una deuda o del tipo de cambio estén en duda, el FMI deberá indicar que su apoyo financiero está condicionado a un cambio significativo de las políticas del país, mientras permanece trabajando activamente con ese país para propiciar dicho cambio. Debería asignarse una alta prioridad a definir las funciones que ha de cumplir el FMI cuando un país que pide acceso excepcional a sus recursos financieros tiene un problema de insolvencia o de falta de liquidez.
- La supervisión que ejerce el FMI debería centrarse en la sostenibilidad de la deuda a medio plazo y del tipo de cambio. Para alcanzar estos objetivos, el FMI necesita mejorar los instrumentos de valoración del tipo de cambio real de equilibrio, y examinar el perfil de la deuda desde el punto de vista de la *intolerancia de la deuda*¹¹, adoptando una perspectiva a más largo plazo en cuanto a las vulnerabilidades que podrían manifestarse a medio plazo.

En los siguientes apartados, intentaremos verificar, aunque sólo sea a un nivel intuitivo, si verdaderamente la evaluación del FMI se ajusta a los hechos y, en consecuencia, si la aplicación de es-

¹⁰ *Ibid.*, pp. 130-135.

¹¹ La intolerancia a la deuda es clave para estimar las tasas sostenibles de endeudamiento, evaluar los problemas de reestructuración de la deuda y la integración de los mercados de capital, y la dimensión que debe tener la ayuda internacional para aliviar las crisis de pagos. La tolerancia a la deuda depende del historial de incumplimientos y niveles de inflación de un país, mostrando que no tiene sentido aplicar a los mercados emergentes las tasas de endeudamiento sobre PIB consideradas aceptables para los países industrializados.

tas lecciones y recomendaciones permitiría albergar una mayor confianza ante la posibilidad de que se experimenten escenarios igualmente negativos en el futuro.

II. BREVE CRÓNICA DE UNA CRISIS ANUNCIADA

A lo largo de 2001, Argentina se fue deslizando hacia una crisis global de enormes proporciones. Los problemas económicos, que se venían arrastrando desde la segunda mitad de la década de los noventa, se intensificaron radicalmente a pesar de los apoyos financieros recibidos del FMI ese mismo año. En diciembre, tras la caída del gobierno de Fernando de la Rúa, el país dejó parcialmente de cumplir sus compromisos financieros internacionales. Además, se introdujeron controles de capitales y se congelaron parcialmente los depósitos bancarios, al producirse una creciente fuga de capitales y una situación de pánico financiero, que llevó a los ahorradores a retirar masivamente sus depósitos de los bancos. A principios de 2002, Argentina abandonó formalmente el régimen de convertibilidad.

Existe un amplio consenso en que la crisis fue el resultado de una combinación de factores internos y externos, aunque se han señalado —con distinto énfasis—

un conjunto de causas como las más relevantes: la indisciplina fiscal, la rigidez del régimen cambiario y los *shocks* externos adversos. Por un lado, parece evidente que existía una vulnerabilidad subyacente, asociada a la combinación de los malos resultados fiscales con un régimen de tipos de cambio fijos, que permitía pronosticar que los efectos catastróficos de la crisis se desencadenarían en cualquier momento, independientemente de las causas inmediatas que los provocasen¹². Por otro lado, si tenemos en cuenta que a este deterioro fiscal con tipos de cambio fijos se añadió una situación de fuerte endeudamiento externo, el fracaso parecía asegurado si se elevaban los tipos de interés, algo que terminó ocurriendo cuando los flujos internacionales de capital dejaron de orientarse hacia los mercados emergentes a finales de la década de los noventa.

Por todo ello, es importante analizar en qué medida fue adecuado el mantenimiento del régimen de la convertibilidad desde el punto de vista de prevenir las consecuencias negativas de una previsible crisis. Si bien la convertibilidad resultó sumamente eficaz como instrumento de estabilización económica durante la primera mitad de los noventa, sus riesgos potenciales se incrementaron con el tiempo en la medida en que no lograban superarse los problemas fiscales. Al eliminar la creación de dinero como fuente de ingresos, la converti-

¹² Oficina de Evaluación Independiente (2004): «Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001», Washington, FMI.

bilidad incrementó la necesidad de una política fiscal restrictiva si se quería conservar la capacidad de pago del país. Por otra parte, dicho régimen cambiario también limitó la capacidad de ajuste de la economía frente a los *shocks* externos, al eliminar la posibilidad de la depreciación del tipo de cambio nominal como instrumento de política económica. Si los salarios y los precios hubiesen sido flexibles a la baja, se habría podido mantener la competitividad de la economía. Sin embargo, ante la ausencia de dicha flexibilidad y en el contexto de la devaluación competitiva del real brasileño, el mejoramiento de las cuentas externas de la economía argentina sólo podía venir acompañado de una prolongada contracción de la demanda de consumo y de inversión, como efectivamente ocurrió. No obstante, al coincidir con una fuerte apreciación del dólar, la recesión continuó compaginándose con un importante desequilibrio comercial, lo cual completó un cuadro que no admitía ninguna duda sobre el oscuro escenario que se avecinaba.

Es importante que no perdamos de vista la influencia del régimen cambiario en la gestación de la crisis, aunque las cifras sobre los flujos fiscales y financieros terminen concentrando buena parte de nuestra atención. A diferencia de lo ocurrido en otras grandes economías latinoamericanas, los coeficientes de endeudamiento tuvieron en Argentina una

evolución más problemática durante la década de los noventa, poniendo de relieve que *la política cambiaria y el manejo de la apertura financiera juegan un papel más importante que la política fiscal en la configuración de los diferentes grados de vulnerabilidad de los países*¹³. Así, entre 1990 y 2001, el cociente entre DET/PIB aumentó en casi 30 puntos porcentuales, adquiriendo un peso creciente la deuda pública a medida que las condiciones financieras internacionales se hacían más desfavorables. Entre 1997 y 2001, el cociente entre deuda pública total/PIB aumentó en más de 20 puntos porcentuales, un claro síntoma de que el país se encaminaba velozmente hacia el incumplimiento de los pagos. A partir de 1997, el panorama fiscal evoluciona negativamente, debido a la elevación de las primas de riesgo asociada a las crisis financieras en Asia Oriental (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999). Entre 1998 y 2001, el déficit anual promedio se colocó en 7.112 millones de \$USA por encima del alcanzado en 1994, siendo el aumento del pago del servicio de la deuda la causa más importante de dicho incremento (6.784 millones), por encima de la ampliación de la brecha del sistema de la seguridad social (4.867 millones) y el desequilibrio fiscal de las provincias (592 millones).

Sin embargo, Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI durante ese período, achacó los problemas pre-

¹³ M. Damill, R. Frenkel y M. Rapetti (2005): «La deuda argentina: historia, default y reestructuración», *Documentos del CEDES* 2005/16, Buenos Aires.

supuestarios que condujeron al incumplimiento de los pagos a la falta de disciplina fiscal del gobierno y, en ningún momento, mencionó la carga insostenible del servicio de la deuda como causa de los mismos¹⁴. Algo incomprensible, si tenemos en cuenta que desde 1996 el peso del servicio de la deuda sobre los recursos tributarios comienza una acelerada carrera ascendente. Ciertamente, se produjo una caída de los ingresos fiscales con la recesión económica, pero sobre todo la subida del tipo de interés promedio sobre la deuda pública, que pasó de 5,8% en 1996 a 9,4% en 2001, fue el factor determinante que derivó en el incumplimiento de los pagos.

III. LA COSTOSA FICCIÓN DE LA SOLVENCIA FINANCIERA

En diciembre de 1999 asumió la presidencia Fernando de la Rúa, encabezando una coalición entre la Unión Cívica Radical y el FREPASO. El gobierno contaba con mayoría en la Cámara de los Diputados, pero el Senado y la mayoría de las grandes provincias permanecieron bajo control peronista. Además, en el interior de la coalición, se manifesta-

ron puntos de vista divergentes en torno a las prioridades en materia de política económica a medida que la crisis se agudizaba, que terminaron provocando la dimisión del vicepresidente Carlos Álvarez en octubre de 2000 y las sucesivas renuncias en marzo de 2001 de los ministros de economía, José Luis Machinea y Ricardo López Murphy, en menos de 20 días. En los meses posteriores, sobre todo después de la derrota gubernamental en las elecciones legislativas, era generalizada la percepción de que el gobierno sería incapaz de adoptar medidas de fondo para enfrentar los graves problemas que atravesaba el país.

A comienzos de 2000, los programas económicos respaldados por el FMI trataban de remediar una recesión creciente¹⁵, que se compaginaba desde entonces con una falta de acceso del país a los mercados financieros internacionales. No obstante, a finales de 2000, Argentina obtuvo un importante paquete de ayuda financiera de 40.000 millones de dólares, conocido como el «blindaje», que supuestamente cubría los vencimientos de la deuda de todo 2001 y parte de 2002¹⁶. Dos meses después, coincidiendo con la crisis financiera turca, la

¹⁴ A. Krueger, «Prevención y resolución de crisis: La experiencia de Argentina», *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, 17 de julio de 2002.

¹⁵ En marzo de 2000 se aprobó un acuerdo *stand-by* a tres años por valor de 7.200 millones de \$USA, que se aumentó en enero de 2001 hasta 13.700 millones. En septiembre de 2001, pocos meses antes del *default*, se incrementó nuevamente hasta los 22.000 millones, afectándose un máximo de 3.000 millones para una posible operación de reestructuración de la deuda.

¹⁶ Este paquete se integraba por dos préstamos del FMI por 13.700 millones de dólares, 2.500 millones del BM, otros 2.500 millones del Banco Interamericano de Desarrollo, 1.000 millones de España, 10.000 millo-

nueva elevación de la prima de riesgo neutralizó los efectos positivos de esta ayuda. En junio de 2001, el «blindaje» quedó totalmente invalidado cuando se llevó adelante un proceso de reestructuración de la deuda, mediante un costoso y voluminoso canje voluntario de bonos, en manos de tenedores privados de origen local y extranjero. El «megacanje De la Rúa-Cavallo», que recibió el aval del FMI, permitió extender el plazo de vencimiento del 24% de la deuda pública (aunque tímidamente, en sólo 0,7 años en promedio), pero en contrapartida el valor nominal de la deuda se elevó en 2.200 millones de \$USA, con una tasa de interés promedio para los nuevos bonos del 15,3%¹⁷. En noviembre de 2001 se llevó a cabo una segunda operación «voluntaria» de canje, dirigida a tenedores locales (bancos y fondos de pensiones), por 42.000 millones en títulos de deuda pública garantizados con ingresos tributarios.

Sin embargo, a pesar de todo este apoyo financiero, no se logró frenar el deterioro fiscal. En julio de 2001, el nuevo ministro de economía, Domingo Cavallo,

anunció la Ley del Déficit Cero, con el objetivo de que no se gastase más de lo que se recaudaba, dejando al margen los compromisos financieros. En realidad, dicha Ley tampoco evitó el desastre, pues lo que se estaba gestando era una distorsión en la lógica de funcionamiento de las finanzas públicas, es decir, gran parte de las fuentes de financiación impositiva se terminan utilizando para pagar el coste de la fuente de financiamiento¹⁸.

A estas alturas, era bastante claro que la economía argentina se encontraba ante un problema de insolvencia estructural, y no tanto de falta transitoria de liquidez. Si esto se hubiese reconocido con anterioridad, seguramente los costes sociales y económicos de la crisis hubiesen sido menores, pues se habría insistido menos en mantener el régimen cambiario y se habría adelantado la reestructuración ordenada de los pagos de la deuda¹⁹. Mantener la ficción de que se podían cumplir los compromisos financieros, no sólo agotó la capacidad económica del país, sino que terminó por provocar una acumulación excesiva de deuda, que se podría haber evitado.

nes de aportaciones de bancos comerciales y 3.000 millones de fondos de pensiones. En total, suman 32.700 millones, a los que hay que añadir 7.000 millones de dólares previstos para canje de deuda.

¹⁷ Aunque implícitamente, la tasa de interés para el Estado argentino se elevaría a más del 17%, con una capitalización de intereses de 12.400 millones y un pago de intereses adicionales por 38.600 millones. Por lo tanto, sumando capital e intereses (y agregando gastos por comisiones y otros conceptos), el coste financiero total fue superior a los 54.000 millones de \$USA, es decir, casi el doble del monto de la operación de canje de títulos.

¹⁸ H. Giuliano, «Una estrategia alternativa para renegociación de la deuda pública», *mimeo*, 22 de diciembre de 2001.

¹⁹ En sus lecciones de la crisis, el propio Informe de la OEI afirma que «el nivel de sostenibilidad de deuda para las economías emergentes puede ser inferior a lo que suponía». A continuación, sin embargo, achaca la responsabilidad exclusiva de velar por conservar la capacidad de pago a la gestión de la política fiscal.

IV. DESPUÉS DEL INCUMPLIMIENTO DE LOS PAGOS, LAS PROPUESTAS DE REESTRUCTURACIÓN

El 24 de diciembre de 2001 se declaró la suspensión de los pagos del servicio de una parte de los 144.453 millones de dólares, cifra que en aquel momento alcanzaba la deuda pública argentina. La suspensión no afectó a la deuda contraída con los organismos multilaterales (32.362 millones), y tampoco a los préstamos garantizados con ingresos tributarios, emitidos en el reciente canje de noviembre. Pocos días después, se devaluó el peso, lo que supuso una virtual hecatombe sobre las condiciones institucionales de la economía, que se atenuó con la emisión de nuevos títulos de deuda pública²⁰.

A pesar de las continuas presiones de los organismos multilaterales y de los centros financieros, los primeros pasos del gobierno para la reestructuración de la deuda vencida se dieron mucho más adelante, en septiembre de 2003. En el marco de la Asamblea Anual del FMI y el BM en Dubai, el gobierno argentino presentó los principales lineamientos de una propuesta de reestructuración²¹. La *propuesta de Dubai*, como así fue conocida, estableció una oferta homogé-

nea a todos los tenedores de bonos y títulos públicos emitidos hasta diciembre de 2001. Se reconocía un monto de deuda impagada de aproximadamente 87.000 millones de \$USA, lo que dejaba fuera un volumen importante de intereses vencidos y no pagados. Sobre este monto se fijaba una quita del 75%, de acuerdo con lo cual los nuevos títulos alcanzarían un valor máximo de 21.750 millones. En la propuesta, se planteaba emitir tres tipos de bonos de libre elección (Par, Cuasi-Par y Discount), que variaban en sus condiciones financieras. Además, los nuevos títulos incorporaban la posibilidad de que los tenedores fuesen premiados con un cupón que reportaría una renta adicional cuando la economía creciese por encima de una determinada tasa.

Además de que la propuesta era incompatible con el nivel de superavit fiscal primario que se había pactado con el FMI, la reacción de los mercados financieros fue de claro rechazo de la misma. Se sostenía que Argentina estaba en condiciones de realizar una propuesta mejor y que para ello se debía comprometer un mayor esfuerzo fiscal. El FMI presionó de diversas maneras al gobierno y, en junio de 2004, unos meses después de que los minis-

²⁰ El primer problema grave que se presentó fue evitar el colapso del sistema económico, que se hubiera producido si las deudas de los particulares y de las empresas tuviesen que ser reembolsadas en dólares, tal como se establecía en los contratos originales. La intervención estatal buscó repartir las pérdidas, lo que supuso que el Estado tuviese que asumir parte del coste emitiendo nueva deuda.

²¹ Una información más completa sobre las propuestas de reestructuración que se comentan a continuación puede consultarse en el trabajo de M. Damill, R. Frenkel y M. Rapetti (2005): «La deuda argentina: historia, default y reestructuración», *Documentos del CEDES* 2005/16, Buenos Aires.

tros de finanzas del G-7 declarasen que Argentina debía dar muestras de un mayor compromiso, el gobierno realizó una nueva propuesta en Buenos Aires.

La *propuesta de Buenos Aires* buscaba acercar las posiciones con los acreedores. Se mantuvo como deuda elegible la definida en Dubai, pero los nuevos títulos alcanzarían un valor sustancialmente mayor: de 38.500 millones de dólares, en caso de que el nivel de adhesión al canje resultara igual o inferior al 70%, y de 41.800 millones, en el caso de que se superase dicha cifra²². La nueva propuesta implicaba un mayor esfuerzo fiscal en el futuro que garantizaría el pago de los intereses, pero que no garantizaba cubrir la totalidad de los vencimientos del capital. El gobierno tendría que seguir buscando anualmente fuentes de financiación en torno al 2% del PIB, lo cual ponía en evidencia que el país seguiría soportando una pesada carga de deuda tras el canje. Por ello, las organizaciones de tenedores de bonos rechaza-

ron nuevamente la oferta gubernamental.

Hacia finales de 2004, la evolución de los mercados financieros internacionales empezó a jugar inesperadamente a favor de la oferta argentina. La liquidez mundial se recuperó, lo que incentivó una creciente oferta de financiación hacia las economías emergentes. En estas condiciones, el canje comenzó a ser más atractivo para los acreedores²³, lo que decidió al gobierno a lanzar la propuesta de junio prácticamente sin modificaciones. En enero de 2005 se inició finalmente el «megacanje Kirchner-Lavagna». Seis semanas después se daba por cerrada la operación de reestructuración, habiendo alcanzado un grado de aceptación del 76,15%²⁴. El gobierno se mostró muy satisfecho, pues la operación permitió reducir el monto de la deuda pública en 67.328 millones de dólares, disminuyendo además la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario, pues alrededor del 44% de los nuevos bonos fue emitido en moneda local²⁵.

²² El nuevo ministro de economía, Roberto Lavagna, creó cierta confusión al manifestar que se mantendría una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda, aunque lo que ocurrió verdaderamente es que en la nueva propuesta se reconocía la totalidad de los intereses vencidos y no pagados, incluidos los posteriores a la suspensión de los pagos de diciembre de 2001. En realidad, el gobierno intentaba no dar la imagen ante la sociedad argentina de que se estaba cediendo a las reclamaciones de los acreedores. Con el tiempo, se aclaró que no se reconocerían los intereses devengados durante el período de suspensión de los pagos.

²³ Si se calculaba con una tasa de descuento acorde con las nuevas condiciones financieras, el valor presente de la oferta se equiparaba al precio de mercado de los títulos en *default*.

²⁴ Esto significaba que se retirarían 62.300 millones de dólares en concepto de viejos bonos y se darían a cambio 35.300 millones en nuevos títulos, junto con unidades ligadas a la evolución del PIB por un valor nominal de aproximadamente 62.300 millones.

²⁵ Oficialmente, el megacanje terminó afectando a un volumen de viejos títulos por valor de 102.600 millones de dólares (81.800 capital y 20.800 intereses reconocidos), monto que el gobierno dice haber rebajado a 35.300 millones, lo que representa una quita del 65,6%.

V. ¿QUÉ SIGNIFICA REESTRUCTURAR UNA DEUDA QUE NO SE PUEDE PAGAR?

El gobierno de Néstor Kirchner ha mantenido un discurso triunfalista y optimista sobre los resultados de la operación de reestructuración, manifestando que se había logrado compatibilizar el cumplimiento de los compromisos con el mantenimiento de la capacidad de pago. Basándose en los datos que se observan en el cuadro 1, el gobierno ha venido defendiendo que el megacanje puso fin a la espiral de endeudamiento, brindando un marco consistente a la política económica, luego de años de comportamiento errático de las políticas financieras²⁶.

Sin embargo, antes de decantarnos por una valoración tan positiva, es necesario precisar en mayor medida las cifras difundidas por el gobierno, que todavía

no son lo suficientemente claras, para evaluar más correctamente el grado de sostenibilidad de la deuda y para demostrar si efectivamente la capacidad de pago de la economía argentina puede mantenerse sin poner en peligro la evolución de la economía nacional en su conjunto.

Es cierto que se aliviaron ligeramente los compromisos, pero en el fondo las cosas no han cambiado mucho, pues se mantiene la necesidad de recurrir a la refinanciación para seguir pagando la deuda. De hecho, en marzo de 2005, cuando el ministro Lavagna informaba sobre los resultados del megacanje dijo realmente dos cosas: primero, que fue un éxito y, segundo, que en las próximas semanas el gobierno emitiría nuevos títulos de deuda con el objetivo de refinanciar los vencimientos a partir de entonces. Por otro lado, se da el agravante de que los tipos de intereses son

CUADRO 1. *Indicadores de sostenibilidad de la deuda de Argentina, 2001-2005*

Coeficientes	Dic.-2001	Abr.-2005
Intereses/PIB	8%	2%
Intereses/Reservas líquidas	70%	15%
Intereses/Exportaciones	38%	9%
Intereses/Recursos tributarios	22%	10%
Stock deuda pública/PIB	113%	72%
Stock deuda pública neta/PIB	94%	50%
Stock deuda pública/Exportaciones	5,44 veces	3,64 veces
Vencimiento capital e interior/Deuda total	88%	45%

Fuente: Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía y Producción, República Argentina.

²⁶ Ministerio de Economía y Producción (2005): «Evolución reciente de la economía argentina y perspectivas de sostenibilidad: Un enfoque comparado», *Análisis Económico*, núm. 4, Buenos Aires, septiembre.

crecientes y escalonados en el tiempo. Su base de cálculo se potencia con la inflación, en el caso de las deudas denominadas en pesos, y por el anatocismo de gran parte de los intereses. A ello se suman los compromisos adicionales de abonar una renta adicional en función de la tasa de crecimiento del PIB, y de recomprar anticipadamente una parte de los títulos públicos en circulación. Ninguno de estos datos ha sido cuantificado por el Ministerio de Economía y Producción, lo que implica que los indicadores mostrados anteriormente no reflejan completamente el grado de sostenibilidad de la deuda y la capacidad de pago del país después del megacanje. En realidad, la esperanza del gobierno de Néstor Kirchner es refinanciar totalmente los vencimientos del capital y pagar parte de los intereses crecientes, capitalizando la diferencia a través de la contratación de nuevos títulos de deuda.

En realidad, el megacanje no ha permitido a la economía argentina superar su situación de vulnerabilidad financiera externa. Parece claro que el problema no sólo tiene que ver con diseñar un mecanismo de reestructuración de la deuda que sea justo para las economías emergentes, sino que el éxito en este plano se encuentra muy relacionado con la eficacia de las medidas destinadas a estabilizar el flujo de capitales ha-

cia dichos mercados²⁷. En el caso que nos ocupa concretamente, la suerte futura de esta operación de reestructuración dependerá de dos factores; de la evolución de los tipos de interés internacionales, y de la relación que se mantenga con el FMI y otros agentes relevantes como el Tesoro Norteamericano y el G-7 en relación con las condiciones institucionales y jurídicas que configuren los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, que tendrán una repercusión directa sobre la posibilidad de garantizar los compromisos fijados por el gobierno de Kirchner, particularmente si tenemos en cuenta las acciones judiciales abiertas por varios «fondos buitres» ante los tribunales norteamericanos.

VI. EL MECANISMO DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA DESPUÉS DEL MEGACANJE ARGENTINO

El rumbo que tomaron las relaciones entre el FMI y Argentina después de la suspensión de los pagos de la deuda en diciembre de 2001 se centró exclusivamente en el cumplimiento de las obligaciones financieras que el país latinoamericano tenía con el organismo multilateral. El papel que jugó el FMI en relación a la necesaria recuperación eco-

²⁷ Un debate interesante sobre la relación entre ambas cuestiones se puede encontrar en el documento del G-20, «Observations Regarding The «Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets», *mimeo*, 2005.

nómica argentina fue en la práctica extremadamente negativo, tanto si nos referimos a sus directrices en materia de política cambiaria como en relación a la crisis bancaria²⁸. Esta actitud negativa, que contrastaba con el decidido apoyo a la gestión anterior a la crisis, se mantuvo por largo tiempo, resistiéndose incluso el FMI a reconocer los claros síntomas de recuperación económica durante 2002²⁹.

De todas formas, el FMI no podía desentenderse completamente de las circunstancias que atravesaba una de las grandes economías latinoamericanas y, a la postre, uno de los principales deudores del organismo. Por ello, en septiembre de 2003 y bajo presión estadounidense, se suscribió un acuerdo de tres años encaminado a refinanciar los vencimientos del capital de la deuda con el organismo multilateral. Por otro lado, mantener una postura demasiado beligerante podría haber derivado en una interpretación de que el FMI estaba interfiriendo en las negociaciones del gobierno con los acreedores, en contradicción con el discurso oficial —aunque no del todo real— de que estos asuntos debían ser resueltos exclusivamente por las partes involucradas³⁰. Como ya

mencionamos al comienzo, una de las características más novedosas del proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina fue que el diseño y la gestión del mismo se desarrollaron sin participación del FMI.

En este proceso, un actor clave fue el Tesoro Norteamericano, que no hay que olvidar ha mantenido posiciones divergentes con el FMI respecto a la propuesta del SDRM, particularmente en relación a la no injerencia de dicho organismo privilegiando las negociaciones entre los estados. Por medio de sus declaraciones públicas y principalmente a través de su influencia directa en el FMI, se facilitaron las condiciones políticas para que la estrategia argentina de recuperación económica pudiese desarrollarse. Néstor Kirchner sintonizó inteligentemente sus propuestas de reestructuración con esta visión, alcanzando una quita de magnitud considerable precisamente porque el programa financiero que sustentó la propuesta del megacanje no requería de una financiación multilateral adicional y se basaba en el compromiso de que no se colocaría nuevos títulos de deuda en el mercado internacional, lo cual representa en sí misma una elección estratégica del gobierno argentino³¹.

²⁸ M. Damill, R. Frenkel y M. Rapetti (2005): «La deuda argentina: historia, default y reestructuración», *Documentos del CEDES* 2005/16, Buenos Aires.

²⁹ Es reseñable la expresión con la que Anne Krueger calificó la recuperación argentina: el «rebote de un gato muerto».

³⁰ A. O. Krueger, «Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring», FMI, 26 de julio de 2002.

³¹ Para Estados Unidos, el volumen de la quita no representa una cuestión demasiado incómoda desde el punto de vista de mantener su hegemonía sobre el sistema financiero internacional, ya que siempre podrá

La posición que viene ocupando el FMI en la reestructuración de la deuda argentina se encuentra muy lejos de la ubicación que imaginaba el organismo en su iniciativa del SDRM, que además fue presentada públicamente poco tiempo antes del estallido de la crisis³². Posiblemente, el FMI se encuentra en el momento de mayor indefinición de sus

funciones y de falta de orientación estratégica de su historia. Probablemente, sus funciones sean redefinidas sobre la marcha, bajo la presión del Tesoro Norteamericano y del G-7, al calor de la búsqueda de salidas a las crisis del momento, como ocurrió en 1982 y con la reciente oleada de crisis financieras en los mercados emergentes³³.

argumentar que se trata de una solución particular a una situación verdaderamente excepcional, que ha sido enfrentada exitosamente por el sistema internacional. Su posición podría cambiar si lo que parece excepcional deja de serlo...

³² C. P. Chandrasekhar, J. Ghosh y S. Francis (2003): «SDRM: Debt Restructuring or Liquidation?», *International Development Economics Associates*, marzo.

³³ M. Damill, R. Frenkel y M. Rapetti (2005): «La deuda argentina: historia, default y reestructuración», *Documentos del CEDES* 2005/16, Buenos Aires.

CONCLUSIONES

El panorama internacional de la situación de endeudamiento externo de los países en desarrollo y de los tratamientos multilaterales para intentar limitar sus consecuencias negativas en los sectores sociales más desfavorecidos y en las relaciones económicas internacionales ha cambiado significativamente en la última década. Este trabajo ha tratado de analizar estas transformaciones, ofreciendo elementos de reflexión crítica que nos permitan interpretarlas en relación a las perspectivas de desarrollo de los países afectados. De manera sintética, intentaremos resaltar en los puntos siguientes cuáles han sido a nuestro entender las conclusiones más relevantes del mismo.

1) La inserción financiera internacional de los países de renta media y de ingresos bajos se ha diferenciado netamente en la década de los años noventa, lo que ha implicado la aparición de dos rutas alternativas que confluyen en el estallido de crisis de insolvencia.

Los países de renta media han tenido acceso más precozmente a los mercados internacionales para obtener financiación, lo que ha traído aparejada una mayor complejidad de la composición de los títulos de deuda y un conglomerado de acreedores mucho más diverso. Por su parte, los países de bajos ingresos no han tenido acceso a dichos mercados, lo que ha limitado sus fuentes de financiación a las meramente oficiales. En los países de renta media, las nuevas

crisis financieras han derivado en crisis de insolvencia ante la imposibilidad de poner en marcha un proceso de reestructuración ordenado de las deudas, lo que ha obligado a buscar soluciones especialmente en este ámbito. En los países de ingresos bajos, la problemática de la deuda presenta un patrón diferente. El endeudamiento insostenible, que se manifestó en un incumplimiento parcial de las obligaciones financieras, se transformó en una crisis crónica para los países pobres, que sólo puede ser superada mediante iniciativas contundentes de alivio de la deuda.

2) La Iniciativa HIPC ha resultado en una reducción significativa de las deudas de más de una veintena de países y tuvo el mérito de abrir un debate en la comunidad internacional sobre la necesidad de liberar a los países de bajos ingresos de continuar empleando sus escasos recursos en el pago de la deuda, mientras mantenían enormes deficiencias en sus programas de lucha contra la pobreza. Sin embargo, no produjo modificaciones sustanciales en las políticas económicas que condicionan la concesión del alivio de la deuda y la financiación de los PRSP.

Posiblemente, el vínculo que se estableció entre el alivio de la deuda y las estrategias de reducción de la pobreza, relacionadas a su vez con el logro de los ODM en 2015, supuso la aportación más importante de la Iniciativa HIPC refor-

mada, pues además ha tenido consecuencias a la hora de evaluar los resultados de los nuevos programas de ajuste, en la medida en que se distinguió su impacto económico y social. Sin embargo, los organismos financieros multilaterales siguieron defendiendo que la respuesta a la pobreza exigía mayores dosis de liberalismo, condicionando el avance en la Iniciativa HIPC y la concesión del PRGF a la aplicación de políticas con esta orientación, lo que ha sido negativo para los países de bajos ingresos por dos motivos. En primer lugar, porque las medidas de liberalización han colocado en una situación de mayor vulnerabilidad a determinados sectores productivos y a segmentos importantes de la población más empobrecida. En segundo lugar, porque permanece implícita la concepción de que la lucha contra la pobreza se dirige a paliar sus efectos mediante asignaciones presupuestarias, más que a combatir sus causas estructurales.

3) La MDRI ha permitido ampliar la inclusión en el alivio de la deuda de los compromisos financieros con los organismos multilaterales, que en el caso de los países de bajos ingresos significaban una carga importante; pero ha sembrado incertidumbre sobre la cuantía de la ayuda oficial al desarrollo en el futuro.

Desde la crisis de 1982, los países de bajos ingresos prácticamente sólo recibían financiación internacional de los organismos multilaterales y de los acreedo-

res bilaterales. Aunque los tratamientos de reducción de deuda del Club de París y la Iniciativa HIPC permitieron mejorar la situación de estos países, se hacía necesaria una iniciativa más decidida de los organismos multilaterales. Tras la implementación de la MDRI, el riesgo ahora es que el esfuerzo realizado no se termine traduciendo en una reducción de la ayuda oficial multilateral y bilateral, como algunos indicadores están comenzando a señalar. Esta reacción desde los países desarrollados sería enormemente contraproducente, pues hay que tener en cuenta que la ayuda oficial al desarrollo ya venía decayendo desde décadas pasadas. En realidad, la mejor manera de consolidar los logros de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda sería mediante una nueva iniciativa internacional de impulso de la ayuda oficial al desarrollo, que aportase una mayor cantidad de donaciones y créditos concesionales a los países de bajos ingresos.

4) Las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda han permitido reducir significativamente los montos de la misma a los países de bajos ingresos, pero no garantizan su sostenibilidad en el medio y el largo plazo. La renovada capacidad de endeudamiento en el nuevo escenario financiero internacional invita a la prudencia sobre la evolución de la deuda.

Al rebajar los montos de la deuda acumulada, las iniciativas multilaterales

han otorgado nuevas oportunidades a los países de bajos ingresos, especialmente en la lucha contra la pobreza. No obstante, como advierten los propios organismos internacionales, el alivio de la deuda no garantiza su sostenibilidad en el medio y largo plazo, dado que la nueva capacidad de endeudamiento de las economías de renta baja puede ser aprovechada por los acreedores privados y los bilaterales menos institucionalizados (no pertenecientes al Club de París), para colocar créditos en términos de mercado en dichos países. Por otro lado, la evolución del endeudamiento depende también de las condiciones económicas más generales, particularmente de la predisposición de estos países a padecer *shocks* de carácter exógeno, la cual se relaciona estrechamente con el carácter que asuman en el próximo futuro las relaciones económicas entre los países ricos y los pobres.

5) Los organismos financieros internacionales han mejorado sustancialmente su marco analítico para alertar sobre el posible endeudamiento insostenible de los países de bajos ingresos. Sin embargo, más que utilizarse como un mecanismo de sanción de los comportamientos demasiado arriesgados, el nuevo marco debería fomentar el desarrollo de una estrategia de endeudamiento sostenible por parte de dichos países.

En 2005, el BM y el FMI introdujeron el Marco de Sostenibilidad de la Deuda

(MSD), que pretendía establecer un análisis de la sostenibilidad de la deuda más completo que el tradicional ASD de la Iniciativa HIPC, donde los umbrales de sostenibilidad para los respectivos coeficientes de endeudamiento se determinasen específicamente para cada país, en función de la calidad de sus instituciones y de sus políticas. Además, el resultado que cada país obtuviese en el MSD pasaría a ser utilizado como criterio para la concesión de ayudas oficiales, y también como sistema de alarma que vigilase a los países que solicitasen contraer nuevos préstamos en el mercado internacional. Posteriormente, el MSD ha sido mejorado, introduciéndose nuevas variables que pretenden analizar la vulnerabilidad de los países de bajos ingresos cuando colocan su renovada capacidad de endeudamiento a disposición de los acreedores privados y de los bilaterales, no pertenecientes al Club de París, o cuando experimentan un crecimiento significativo de la deuda doméstica.

Sin embargo, los organismos multilaterales escasamente han pensado en la posibilidad de utilizar el MSD como un instrumento más constructivo que sancionador, que apoyase la elaboración por parte de los países de una estrategia de endeudamiento sostenible, que necesariamente pasa por superar la concepción de la sostenibilidad como un problema de capacidad de pago, es decir, como una mera cuestión de solvencia financiera. Desde la sociedad civil, se defiende que la sostenibilidad debe ana-

lizarse desde una perspectiva de medio y largo plazo, centrada en la estrategia de desarrollo del país, que establezca una relación estructuralmente positiva, no fatalista, entre deuda externa y desarrollo socioeconómico.

6) La solución de los problemas de sobreendeudamiento no pasa sólo por las iniciativas de alivio, sino que se hace necesaria la incorporación de nuevos mecanismos para la reestructuración de la deuda soberana. La introducción de estos nuevos mecanismos atraviesa momentos de indefinición por parte de los organismos multilaterales, lo que ha permitido ampliar el debate con diferentes alternativas, tanto desde el mercado como desde la sociedad civil.

Los nuevos acreedores y los nuevos instrumentos de deuda han hecho más difícil que las crisis de insolvencia se puedan resolver mediante reestructuraciones ordenadas, con escasos costes para ambas partes. En 2002, el FMI lanzó su propuesta sobre el Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (SDRM), que pretendía establecer un marco jurídico e institucional internacional para la negociación de las deudas insostenibles antes de que estallase la crisis. Entre otras características, que fueron cambiando a favor de los acreedores, el SDRM deseaba que ese marco jurídico se diseñase a semejanza de las leyes norteamericanas sobre quiebras empresariales, colocándolas al mismo nivel que las insolvencias

soberanas. Sin dar mayores explicaciones, esta propuesta fue abandonada por el FMI, aunque los problemas que la originaron siguen presentes. En este contexto, tanto el mercado como la sociedad civil han intentado dar respuesta a los mismos desde la perspectiva de sus intereses. Por un lado, las emisiones de bonos crecientemente incorporan cláusulas de acción colectiva, que intentan definir unas condiciones contractuales para la reestructuración de las deudas no pagadas. Aun cuando estas cláusulas sólo son vinculantes para los tenedores de bonos de cada emisión, el FMI anima a los mercados a generalizar este instrumento de tal manera que puede tener un efecto próximo al del SDRM en términos agregados. Por otro lado, ante la ausencia de un mecanismo de reestructuración basado en la legislación norteamericana sobre quiebras municipales, se viene planteando como alternativa la necesidad de un proceso de arbitraje justo y transparente, que permita mejorar la coordinación de los acreedores, pero sobre todo que facilite las condiciones para que los países de bajos ingresos puedan liberarse de la carga insoportable, y en ocasiones ilegítima, de la deuda externa.

7) La crisis argentina representó un desafío importante para los organismos financieros multilaterales, especialmente para el Fondo Monetario Internacional. El FMI no sólo defendió la aplicación de políticas erróneas antes de la crisis, sino que además quedó totalmente marginado del proceso de reestruc-

turación de la deuda argentina, que se convirtió en un mano a mano entre el gobierno y los acreedores privados, el cual hizo posible una recuperación económica no prevista por ninguno de los actores.

La crisis argentina ha contribuido de forma importante al surgimiento de una nueva agenda multilateral sobre la prevención y la resolución de las crisis de insolvencia. En primer lugar, puso en evidencia al FMI, ya que los problemas de incumplimiento en el pago de las deudas se gestaron mientras la institución financiera defendía la política eco-

nómica aplicada, especialmente el régimen de convertibilidad. En segundo lugar, la reestructuración de la deuda soberana no contó con la participación del FMI, sino que se desarrolló una negociación directa entre el gobierno argentino y los acreedores internacionales, lo cual es más significativo si tenemos en cuenta el volumen de la quita y la magnitud de la deuda implicada en el megacanje. En los años posteriores, la economía argentina ha experimentado un proceso de recuperación, que ha significado un ejemplo potencialmente a seguir para países de renta media que puedan encontrarse en situaciones similares.

ANEXO: LA APORTACIÓN ESPAÑOLA AL TRATAMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA

Las diferentes políticas asociadas al tratamiento y reducción de la deuda han tenido un especial seguimiento por parte de la Administración española, que se ha significado en los últimos años por una participación eficiente y rápida en el proceso de avance de la Iniciativa HIPC, así como por una muy activa política de conversión de deuda por inversiones en desarrollo.

En el presente anexo se presentan las cifras —actualizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en otoño de 2007— más significativas de la aportación española a la mejora en el tratamiento del sobreendeudamiento del mundo en desarrollo. Para ello se plantea por una parte el compromiso pendiente y ya efectivo de condonación de deuda en el seno de la Iniciativa HIPC, explicitando cuáles son los montos condonados por España en el marco de los compromisos de obligado cumplimiento por ser parte de la Iniciativa HIPC como país acreedor y aquellos otros que pueden considerarse adicionales o voluntarios como fruto de políticas propias.

En segundo lugar se presentan las cifras y operaciones culminadas y en marcha en materia de conversión de deuda por desarrollo, ofreciendo una información adicional y más detallada relativa a dos de los canjes puestos en marcha después de 2004, en que se profundizó el acento de desarrollo y la prioridad del sector educación en estas operaciones por parte española.

Adicionalmente se presentan dos puntos más, referidos a operaciones de importante calado en que la Administración española ha tenido que acudir a fórmulas diferentes e innovadoras de financiación y tratamiento de la deuda para, por una parte, resolver un viejo contencioso comercial con Guatemala —el caso CELGUSA— y, por otra, brindar apoyo financiero a Argentina en el marco de la crisis financiera que aquel país afrontó entre 2000 y 2002.

I. LAS APORTACIONES ESPAÑOLAS A LA INICIATIVA HIPC

La aportación española a la Iniciativa HIPC se ha materializado a través de diferentes mecanismos: (i) condonación directa de deuda bilateral a los países beneficiarios de la iniciativa en los momentos correspondientes al punto de decisión y culminación de la iniciativa, (ii) aportaciones a fondos para la reducción de la deuda de los países HIPC con organismos financieros internacionales, y (iii) canjes de deuda bilateral de los países HIPC para la promoción de inversiones en desarrollo, con carácter adicional a las condonaciones.

El Estado español ha venido realizando desde hace tiempo importantes compromisos de *condonación voluntaria* a los denominados países HIPC. En concreto, inicialmente y en el marco de la citada iniciativa, se contrajo el compromiso de condonar toda la deuda anterior a la fecha de corte de cada país (fecha de la primera reestructuración de deuda de cada país en el Club de París, que suele situarse en los años ochenta), tomando en consideración tanto deuda FAD como deuda comercial pública garantizada (deuda CESCE). Este compromiso se ejecutó conforme a los plazos de avance de la iniciativa para cada uno de los países beneficiarios.

En el año 2005 se aprobó por Acuerdo de Consejo de Ministros (de 8 de julio) la condonación voluntaria de la deuda FAD contraída entre la fecha de corte de cada país y el 20 de junio de 1999 (se escogió esta fecha límite por ser la de la Iniciativa HIPC reforzada y la que utilizaron para las reducciones de deuda en el marco de la HIPC la mayor parte de acreedores bilaterales). La condonación derivada de esta ampliación es de 366 millones de euros.

Con la reciente aprobación del denominado Plan de condonación derivado de la Disposición Transitoria Segunda de la Ley 38/06 de Gestión de la Deuda Externa, Ley de Deuda, España pa-

sará a condonar a los países HIPC —a medida que vayan alcanzando el punto de culminación de la Iniciativa— toda la deuda contraída por ellos con anterioridad al 31 de diciembre de 2003. Por lo tanto, el aumento de condonación voluntaria que implica este Plan es, en cuanto a la deuda FAD, la deuda contraída entre el 20 de junio de 1999 y el 31 de diciembre de 2003 y, en cuanto a la deuda comercial, la contraída desde la fecha de corte de cada país (años ochenta) hasta el 31 de diciembre de 2003. La fecha de 31 de diciembre de 2003 —establecida por la Ley—

es la fecha de corte que utiliza la mayor parte de las Instituciones Multilaterales para la condonación a los países HIPC.

Por otra parte, España ha aportado o comprometido recursos a fondos para la reducción de la deuda multilateral en el marco de la Iniciativa HIPC por valor de 985 millones de euros.

En total, la condonación de España en el marco de la Iniciativa HIPC asciende a 3.643 millones de euros, y se puede resumir como sigue:

TABLA 1. España en la HIPC

Categoría	Condonación obligatoria	Aportación MLT		Condonación voluntaria (compromiso pre04)		Condonación voluntaria (CCMM 05)		Condonación voluntaria LEY DEUDA	TOTAL CONDONACIÓN EN LA HIPC	
		Realizado	Comprometido	Realizado	Previsto*	Realizado	Previsto		Realizado	Previsto/pendiente
Importe	651,26	215,67	769,46	639,25	616,46	169,04	197,45	384,49	1.675,22	1.967,86
									3.643,08	

Nota: En esta previsión de condonaciones voluntarias se incluyen también condonaciones que serán obligatorias pero de las que, por el momento, no es posible conocer el desglose entre obligatorio y voluntario. Esto es así porque hasta el momento de la concesión del tratamiento correspondiente al punto de culminación en el seno del Club de París no se sabe a cuánto ascenderá la condonación obligatoria.

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

II. LAS INICIATIVAS ESPAÑOLAS DE CANJE DE DEUDA POR DESARROLLO

La participación española en iniciativas de conversión de deuda por desarrollo —o mixtas con inversión privada— ha venido siendo una línea de actividad creciente, que ha llevado a España a estar entre los tres primeros acreedores del Club de París por monto de programas de conversión.

A la primera experiencia de canje de deuda por inversiones privadas, que tuvo lugar de manera exitosa de acuerdo con el Reino de Marruecos en el último tercio de la década de los noventa, le siguieron un significativo número de operaciones de carácter público, que se inicia-

ron con el canje de deuda por proyectos ambientales con Costa Rica, suscrito en 1999, al que siguieron operaciones de pequeño monto con Perú —orientadas a la lucha contra la drogadicción y a la reconstrucción posterior a un terremoto ocurrido en aquel país en 2000— y los países de Centroamérica y Caribe, en operaciones vinculadas a la asistencia posterior al paso de los huracanes Mitch y Georges. En esa primera etapa se realizaron canjes por un monto máximo de 12 millones de euros (Jordania) y mínimo de 0,3 millones (El Salvador).

En un segundo momento se pusieron en marcha operaciones mixtas, con parte de la conversión pública por desarrollo y otra parte, privada y destinada a las infraestructuras y el desarro-

llo social, en los casos de Guinea Ecuatorial y Marruecos, operaciones todavía vigentes. Con ese mismo objetivo en 2003 se suscribió un importante programa de conversión pública con Bolivia para la promoción del desarrollo social y la puesta en marcha de infraestructuras.

El siguiente ciclo de programas de conversión de deuda por desarrollo lo componen los programas puestos en marcha a partir del año 2005, con mayor grado de complejidad e implicando montos cada vez más importantes —el máximo ya en vigor sería el fondo acordado con Honduras con un valor de condonación de 117 millones de € y un desembolso al mismo de 47 millones— en operaciones de desarrollo con una participación ampliada de diferentes

sectores de la administración española —incluida la AECl— y la presencia activa en instancias técnicas o de gestión y control de organizaciones de la sociedad civil en algunos de los casos, como los detallados a continuación, de Nicaragua y Ecuador.

Un último grupo lo componen los canjes de deuda, en proceso de aprobación, de operaciones con países de África Subsahariana. En este caso se han afectado montos de deuda de países HIPC para complementar la condonación llevada adelante en el seno de la misma con operaciones de canje con una significativa diferencia entre el monto condonado y los recursos depositados en fondos para la realización de proyectos de desarrollo. El mencionado plan

TABLA 2. *Programas terminados de conversión de deuda*

PROGRAMAS TERMINADOS		
PAÍS, FECHA Y DESTINO	IMPORTE PROGRAMA (millones €)	IMPORTE Fondo Contravalor (millones €)
COSTA RICA 05.04.99 Medio Ambiente	4	4
PERÚ I 18.03.99 Lucha contra la Drogadicción	5	4
PERÚ II 29.08.02 Reconstrucción de zona Sur afectada por el terremoto: educación, sanidad	10	10
EL SALVADOR 28.07.99 Programa de reconstrucción: zona afectada por el huracán Mitch	0,3	0,3
REPÚBLICA DOMINICANA 20.01.99 Programa de Reconstrucción: zona afectada por el huracán Georges	3	1
BOLIVIA 28.09.00 Desarrollo e Infraestructuras	9	4
JORDANIA 28.11.00 Desarrollo económico y social	12	12

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

TABLA 3. Programa vigentes de conversión de deuda

PROGRAMAS VIGENTES				
PAIS, FECHA Y DESTINO	IMPORTE DEL PROGRAMA (millones €)	IMPORTE Fondo Contravalor (millones €)	ESTADO	PRÓXIMAS ACCIONES
ARGELIA 22.06.06 Reforma del sistema financiero, infraestructuras y energía y formación de directivos	29	29	—Selección de proyectos	—Ejecución
GUINEA ECUATORIAL 10.11.03 Proyectos de interés social	25 16	25 (públicas) 16 (privadas)	—En construcción 3 institutos de FP —Actualmente no activo	
JORDANIA 17.01.06 Proyectos de desarrollo e interés social	8	4	Este programa es una renovación del programa de 2000	—Determinación de las líneas estratégicas del programa
MARRUECOS 09.12.03 Renovación de estructuras y promoción del hábitat social	50 40 (privadas)	50 40	—En ejecución varios proyectos —Trámite última operación	—Publicación licitaciones pendientes —Agotado
BOLIVIA II 30.04.03 Desarrollo e infraestructuras	57	17	Puesta en marcha de la 2ª Fase del programa (2007-2009)	—Firma ampliación del programa
ECUADOR 14.03.05 Desarrollo social y energía	42	42	En ejecución 19 de los 23 proyectos educativos	Inicio ejecución proyectos restantes
URUGUAY 31.05.05 Desarrollo medioambiental	9	9	Licitación Parque eólico	

									Lanzamiento segunda licitación
HONDURAS 24.09.05 Desarrollo social y educación	117	47	Lanzados proyectos en: —Educación —Energías renovables —Medio ambiente						
NICARAGUA 24.09.05 Desarrollo social y educación	33	13	Inicio ejecución de 2 proyectos: —Formación ocupacional —Construcción alcantarillado						
EL SALVADOR 09.12.05 Educación	8	8	Ejecución proyectos						
PERÚ III 04.10.06 Educación	16	16	Inicio evaluación proyectos						Reparto de recursos entre • proyectos educación • reconstrucción tras reciente terremoto
PARAGUAY	8	8	Pendiente de firma						
BURKINA FASO	5	2							
ETIOPIA	7	3							
MAURITANIA	1	0,4							
SENEGAL	2	0,8							
TANZANIA	11	4							
UGANDA	12	5							
CAMERÚN	22	9							
									PROGRAMAS PERTENECIENTES AL PLAN ÁFRICA DE CONVERSIÓN DE DEUDA COGESTIONADO CON EL BANCO MUNDIAL. SALVO BURKINA FASO Y TANZANIA (pendientes firma país), PENDIENTES DE INICIAR SELECCIÓN DE PROYECTOS POR EL BANCO MUNDIAL

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

TABLA 4. *Programas comprometidos en 2007 pero no operativos en el ejercicio*

PROGRAMAS COMPROMETIDOS EN 2007 AÚN NO OPERATIVOS		
PAÍS	IMPORTE PROGRAMA (millones €)	IMPORTE Fondo Contravalor (millones €)
BOLIVIA	65,3	26,1
GHANA	29,8	11,9
HONDURAS	135,6	54,2
MAURITANIA	21,0	8,4
MOZAMBIQUE	12,6	5,0
NICARAGUA	41	16,4
SENEGAL	54,6	21,8
TANZANIA	6,2	2,5
UGANDA	18,3	7,3

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

de condonación con los países de África Subsahariana implica una gestión con el Banco Mundial que operará como socio técnico para la selección y adjudicación de proyectos.

Se exponen en la tabla 4, asimismo, las operaciones en proceso de gestación para su ejecución en ejercicios venideros.

II.1. *El programa de conversión por inversiones públicas España-Nicaragua*

Actualmente hay en vigor un programa de conversión de deuda por inversiones públicas firmado el 26 de septiembre de 2005 con Nicaragua por importe de 39 M\$, fruto del compromiso español de ampliación de las condonaciones voluntarias por Decisión del Consejo de Ministros de 8 de julio de 2005. Este programa financia proyectos de educación y desarrollo.

Este programa se encuadra en la decisión acordada el 8 de julio de 2005 por el Consejo de Ministros, en relación a la Iniciativa HIPC por la que España pasa a condonar sistemáticamente el 100% de la deuda AOD posterior a la fecha de

corte a los países HIPC que hayan pasado el punto de culminación y hasta el 20 de junio de 1999, articulándose esta condonación en forma de programas de conversión.

El programa por importe de 39 M\$ se firmó el 26 de septiembre de 2005 en Washington durante la Asamblea conjunta del Banco Mundial y el FMI y tiene una duración prevista de 7 años. Nicaragua ingresa el 40% (15,6 M\$) de los vencimientos en el Fondo de Contravalor con el que se financian proyectos de educación y desarrollo.

Hasta noviembre de 2007, el Comité Binacional ha aprobado tres proyectos:

- Formación ocupacional e Inserción laboral. Adquisición de equipamiento para 24 talleres fijos y 7 talleres móviles (1 M\$).
- Optimización de operaciones del acueducto y construcción del alcantarillado sanitario en Diriomo y Diriá (3,5 M\$).
- Rehabilitación de dos institutos en Managua (3,5 M\$), aprobado el 4 de octubre de 2007.

Dos proyectos, formación ocupacional y construcción del alcantarillado, están en proceso de evaluación de ofertas. La ejecución de estos proyectos comenzará en 2008.

En cuanto al impacto de estos proyectos, se estima que:

- el «proyecto de construcción del alcantarillado de Dioromo y Diríá» resolverá el problema de residuos en 30 municipios de los alrededores de Managua.
- Formación ocupacional e Inserción laboral: se facilita la inserción laboral de colectivos desfavorecidos (mujeres jóvenes y grupos vulnerables) con la consiguiente mejora de calidad de vida. Se certifican y homologan los títulos de formación profesional reconocidos por las instituciones.
- Rehabilitación de dos institutos ubicados en el municipio de Managua, Instituto Ramírez Goyena e Instituto Maestro Gabriel. Al final del proyecto se habrá rehabilitado completamente la infraestructura de los dos institutos, dotándoles de mobiliario y equipos técnicos para los laboratorios, contribuyendo a que el proceso de enseñanza-aprendizaje se desarrolle eficientemente, dentro de un ambiente físico de seguridad y comodidad para los estudiantes y docentes que harán uso de los establecimientos escolares.

11.2. Programa de conversión de deuda por desarrollo España-Ecuador

Actualmente hay en vigor un programa de conversión de deuda por inversiones públicas firmado en 2005 con Ecuador por importe de 50 M\$. Este programa se negoció como complemento al tratamiento —sin condonación— otorgado por el Club de París a Ecuador en 2003 a raíz de las dificultades financieras en la crisis de 1999. Este programa de conversión está financiando proyectos de educación y de energía hidroeléctrica.

Ecuador cuenta con un programa de conversión por inversiones públicas con España por importe de 50 M\$ —el programa más importante que España ha firmado en Latinoamérica

con un país no HIPC—. Este programa se firmó con objeto de apoyar a Ecuador en la superación de la crisis financiera que sufrió en 1999, que le llevó a optar por dolarizar la economía y a acudir al Club de París en 2003 para recibir un tratamiento de deuda —sin condonación—. Como complemento de la reestructuración concedida por el Club de París, España decidió firmar un programa de conversión que implicaba la condonación de toda la deuda involucrada en el programa (50 M\$) de modo que se utilizaran los recursos liberados para financiar proyectos de desarrollo a través de la constitución de un fondo de conversión de deuda.

Este acuerdo se firmó en marzo de 2005 y fue el primero que se inscribió dentro de la iniciativa española de Conversión de deuda por Educación, lanzada por el presidente Rodríguez Zapatero en el marco de las Cumbres Iberoamericanas.

El programa está destinado a la financiación de proyectos educativos (20 M\$) y proyectos de generación de energía hidroeléctrica (30 M\$). Los proyectos hidroeléctricos se incluyeron en el programa a petición de Ecuador que los considera una prioridad, ya que tiene un gran potencial, poco aprovechado, de generación de energía de este tipo.

Por el momento, con los 20 M\$ de dólares de educación se han financiado 22 proyectos educativos integrales (infraestructura, equipamiento, formación). En lo que respecta a la parte de hidroeléctricos se trata de proyectos cofinanciados entre el programa y la financiación privada que se desarrollarán en zonas rurales de Ecuador con importantes saltos de agua sin explotar para la generación de energía. En este momento se encuentran en un proceso de reformulación en cuanto a su licitación.

Proyectos educativos: están todos en ejecución aunque en distinto grado de avance. Se prevé que contribuyan a alcanzar la universalización de la educación básica de calidad a través de

acciones de capacitación de personal docente de educación básica; construcción y rehabilitación de la infraestructura, equipamiento y material didáctico, y fortalecimiento de la participación comunitaria y organismos seccionales.

Para la selección de los proyectos se dio prioridad a los sectores más afectados por la migración y pobreza, y como ejemplo, la provincia de Azuay, de la que son originarios numerosos migrantes llegados a España, se ha beneficiado de un 16,79% del total del importe de los proyectos educativos del Programa de conversión.

Proyectos hidroeléctricos: Llevarán electricidad a zonas rurales, muy ricas en saltos naturales de agua. Además, los proyectos hidroeléctricos aportarán un beneficio social para esa misma zona al reinvertir los beneficios provenientes de la comercialización de la energía generada en proyectos sociales de desarrollo local.

III. LA LÍNEA DE CRÉDITO ESPAÑA-ARGENTINA 2001

Desde finales del año 2000, la situación económica y financiera de la República Argentina sufrió importantes deterioros y desequilibrios. En este contexto, en enero de 2001 el Fondo Monetario Internacional (FMI) concedió un préstamo a Argentina en el marco de un SBA, por importe de seis mil setecientos millones de dólares y solicitó a la comunidad internacional que contribuyera al «rescate financiero» de Argentina mediante financiación adicional. El único país que respondió a esa llamada fue España.

En efecto, el 14 de marzo de 2001, el Banco de España y la República Argentina suscribieron un Acuerdo en virtud del cual el Banco de España ponía a disposición de Argentina una línea de crédito por importe máximo de mil millones de dólares, de los que sólo ochocientos treinta

y cinco llegaron a ser efectivamente desembolsados.

A pesar de este apoyo internacional, no pudo superarse la crisis en la República Argentina y, en diciembre de 2001, se declaró finalmente en suspensión de pagos. A partir de esa fecha, Argentina sólo continuó atendiendo los pagos debidos al FMI —dado que esta institución tiene reconocido por la comunidad internacional un estatus de acreedor preferente—. Los pagos debidos a España como consecuencia de los desembolsos efectuados con cargo a la línea de crédito formalizada en 2001 se hicieron efectivos sólo hasta septiembre de 2003, fecha a partir de la cual dejaron de atenderse.

De esta forma, la República Argentina dejaba de reconocer al crédito concedido en 2001 la condición y el tratamiento especiales que España siempre había reclamado para el mismo, dada su pertenencia al denominado «paquete de rescate financiero» del FMI, y comenzaba a tratarlo como integrante de la deuda bilateral ordinaria, al mismo nivel que la contraída con el resto de acreedores públicos.

Desde que la República Argentina se declarase en suspensión de pagos, la deuda bilateral ordinaria contraída con los Estados miembros del Club de París (y que debe ser negociada en el seno del mismo) ha sido sistemáticamente impagada, y no han existido apenas contactos entre Argentina y este foro. Por el contrario, la República Argentina ha dado prioridad a la resolución de la deuda contraída con los tenedores privados de sus bonos (que eran los acreedores mayoritarios) y con el FMI. En concreto y por lo que respecta a esta Institución, la República Argentina procedió en enero de 2006 a pagar anticipadamente toda la deuda contraída con la misma.

La deuda contraída por la República Argentina con España puede clasificarse por tanto en dos categorías. Es, de una parte, la deuda derivada

de la línea de crédito formalizada en 2001 —con un principal impagado de ochocientos treinta y cinco millones de dólares, unos intereses impagados de cuarenta y siete millones y los intereses de demora devengados—, y de otra, la de carácter bilateral convencional.

España siempre ha distinguido claramente estos dos componentes de la deuda ya que, para el primero, en todo momento ha reclamado un tratamiento diferenciado que supusiera el reconocimiento de su especial naturaleza, mientras que para el resto de la deuda ha asumido que debía negociarse en el seno del Club de París, junto a la deuda de los demás acreedores bilaterales.

En junio de 2006, las autoridades argentinas reconocieron por primera vez la naturaleza especial de la línea de crédito española y se avinieron a negociar bilateralmente la resolución del conflicto con España, al margen del Club de París.

A partir de ese momento, continuaron las negociaciones bilaterales entre ambos Estados, hasta convenir en noviembre de 2006 los términos definitivos de la solución al conflicto generado por el incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de la República Argentina en virtud del «Acuerdo Original». Así, en la Cumbre Iberoamericana de Jefes de Estado, celebrada a principios de noviembre de 2006 en Uruguay, los Presidentes del Gobierno de España y de la República Argentina concretaron los términos del acuerdo por el que se reestructura la deuda derivada del incumplimiento del «Acuerdo Original». Dicho Acuerdo fue suscrito el 31 de enero de 2007 en Buenos Aires por el Secretario de Estado de Economía español y la Ministra argentina de Economía y Producción.

Los términos del Acuerdo se resumen como sigue:

- **Importe de la deuda que Argentina debe pagar:** 982,6 millones de dólares, que in-

cluyen principal, intereses e intereses de demora.

- **Plazo de pago:** 6 años, a partir del 1 de enero de 2007.
- **Tipo de interés ordinario:** LIBOR Dólar 3 meses + 1,4%.
- **Vencimientos:** trimestrales y crecientes.

Por tanto, tras la firma del mencionado Acuerdo de 31 de enero de 2007, la deuda contraída por la República Argentina con España incluye por un lado la derivada de la línea de crédito formalizada en 2001 y por otro la de carácter bilateral tradicional, que asciende a más de 400 millones de euros.

Relacionada con este tema se encuentra la negociación de un Acuerdo de Conversión de deuda por inversiones, cuya primera mención se encuentra en 2005.

En efecto, en enero de 2005, durante un viaje a Argentina, el presidente Rodríguez Zapatero se comprometió a realizar un programa de conversión de deuda entre España y Argentina por un importe de 60 M€.

En aquel momento, la resolución de la cuestión de los bonistas estaba todavía pendiente, así como la de la línea de crédito y la del Club de París, por lo que el Presidente español condicionó expresamente la firma del programa de conversión a la regularización de la deuda con el Club de París —ya que esto implicaba la resolución de lo anterior.

IV. LA RESOLUCIÓN DEL CONTENCIOSO CELGUSA

En 1980 se construyó una fábrica de papel en Guatemala con cobertura CESCE (Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación). La operación fue totalmente impagada, derivando en el conocido como «contencioso

CELGUSA» por la deuda entre el Estado guatemalteco y el Estado español fruto del impago en la operación. Tras más de 20 años de vigencia del contencioso CELGUSA, que afectó relaciones comerciales y de cooperación entre ambos países, a partir de 2001, se buscaron fórmulas para su resolución.

El 9 de marzo de 2001, BBVA, CESCE y CORFINA (Corporación Financiera Nacional, de Guatemala) firmaron un Acuerdo de Condonación y Pago, en el que por un lado, las partes aceptaban una deuda de 637,5 millones de dólares, a la que se añadiría la capitalización de los intereses de demora —361 millones de dólares— ascendiendo la deuda total a 998,5 millones de dólares y por otro lado, se ponía en marcha una solución innovadora —triangulación— consistente en el pago de parte de la deuda mediante la cesión de derechos de cobro guatemaltecos sobre deuda nicaragüense.

Este Acuerdo de Condonación se concretó en los siguientes elementos:

- En primer lugar, la cesión por parte de Guatemala de la titularidad y los derechos de cobro, a BBVA y CESCE, de la deuda que mantenía el Banco Central de Nicaragua con el Banco Central de Guatemala, por importe de 506 millones de dólares. Tras este pago, la deuda guatemalteca con España quedaría en 131,5 millones de dólares más los 361 millones de intereses de demora.

Una vez transferida la deuda nicaragüense, España procedió a su condonación en un 72% (aproximadamente 365 millones de dólares) dada la condición de país HIPC de Nicaragua.

- Como segundo elemento, se incluyó el pago de otra parte de la deuda con el producto íntegro de la venta de la planta, propiedad de CORFINA.

Una vez cumplidas las obligaciones que se indican en los puntos anteriores, los 361 millones de dólares de intereses de demora serían condonados por España.

- El saldo que restase tras el cumplimiento de los puntos anteriores (los 131,5 millones de dólares menos el importe al que se vendiera la planta) se destinaría a la creación de un **fondo para inversiones públicas** en Guatemala, a disposición exclusivamente de las empresas españolas.

El primer elemento se llevó a efecto de forma casi inmediata. Sin embargo, el segundo no se ejecutó nunca, por dificultades en la venta de la planta, y por tanto, tampoco se cancelaron los intereses de demora ni se ejecutó la creación del fondo.

Hubo que esperar a principios del año 2006 para llegar a un nuevo Acuerdo, construido a partir del alcanzado en 2001. Según este nuevo convenio, España renunciaba a la venta de la planta de CELGUSA a cambio de que Guatemala realizase un pago, que finalmente ascendió a 10,5 millones de dólares. Una vez realizado ese pago, se procedió a la cancelación de los intereses de demora, 361 millones de dólares, además del saldo restante, que ya ascendía a 177 millones de dólares por el incremento de los intereses.

Asimismo, se incluyó en dicho Acuerdo una cláusula por la cual, tras la realización del pago, España y Guatemala firmarían un convenio por el que Guatemala —a través de un acuerdo con CORFINA— destinaría 10 millones de dólares al desarrollo de programas de educación, salud y nutrición, en coordinación con el Estado español.

Esta cláusula no se concibió como un programa de conversión de deuda por inversiones públicas tradicional sino que se constituye en el compromiso del Estado guatemalteco de destinar

los recursos liberados de CELGUSA a inversiones en sectores básicos (salud y educación principalmente). Dichas inversiones se realizarían en coordinación con el Estado español, quien además llevaría a cabo un pequeño seguimiento.

La firma del acuerdo entre CORFINA y el Gobierno guatemalteco se realizó el 30 de abril

de 2007. El contenido del convenio permite dar cumplimiento al compromiso del Gobierno de Guatemala de invertir 10 millones de dólares en tres años en sectores de nutrición, salud y educación, procediendo esos fondos de los recursos liberados de CELGUSA y permitiendo dar como finalizado el contencioso CELGUSA.

Juan Pita, Elisabet Jané
y Rocío Tábora



Mecanismos para mejorar la efectividad de la ayuda española para el desarrollo en El Salvador, Honduras y Nicaragua



FUNDACIÓN CAROLINA

PRESENTACIÓN

La Fundación Carolina se constituye en octubre del año 2000 como una institución para la promoción de las relaciones culturales y la cooperación en materia educativa y científica entre España y los países de la Comunidad Iberoamericana de Naciones, así como con otros países con especiales vínculos históricos, culturales o geográficos.

Por su naturaleza, mandato y funciones la Fundación Carolina es una institución única en el sistema español de cooperación al desarrollo, así como en el marco de la Comunidad Iberoamericana de Naciones.

ACTIVIDADES

Programa de Formación

Tiene como objeto facilitar la ampliación de estudios en España de titulados universitarios, profesores, investigadores profesionales iberoamericanos, a través de tres modalidades de becas:

- Postgrado
- Doctorado y Estancias Cortas
- Formación Permanente

Se convocan anualmente alrededor de 1.500 becas y ayudas.

Programa de Investigación

Se realiza a través del Centro de Estudios para América Latina y la Cooperación Internacional (CeALCI) mediante investigaciones directas, una convocatoria anual de Ayudas a la Investigación y el desarrollo de líneas de investigación concertadas con diferentes centros europeos y latinoamericanos. El Programa se articula en torno a cuatro grandes temas: estudios sobre América Latina, relaciones económicas internacionales, políticas públicas y calidad de la ayuda al desarrollo.

Programa Internacional de Visitantes

Se dirige a personas y grupos relevantes y con proyección de futuro en sus respectivos países con el fin de conocer la realidad española y establecer contactos con personalidades e instituciones españolas de su ámbito de interés. Existen programas específicos como Becas Líder, Líderes Hispanos de Estados Unidos, Jóvenes Políticos Iberoamericanos o Mujeres Líderes Iberoamericanas.

Programa de Responsabilidad Social de las Empresas

Su objetivo es sensibilizar sobre la importancia de establecer mecanismos de concertación en los modelos de gestión e incorporar perspectivas de justicia, igualdad y solidaridad, para contribuir a un desarrollo sostenible desde el punto de vista económico, social y medioambiental.

PUBLICACIONES

La Fundación Carolina, a través de su Centro de Estudios para América Latina y la Cooperación Internacional (CeALCI), ha iniciado una serie de publicaciones que reflejan las nuevas orientaciones del centro y sus actividades. La Fundación pretende así servir de plataforma de difusión de libros que respondan a los criterios de excelencia y relevancia que definen las actuaciones del CeALCI.

Libros

Los libros son compilaciones de trabajos o monografías, tanto aquellas que hayan sido elaboradas con apoyo de la Fundación como aquellas otras que por su interés y concurrencia con sus objetivos así se decida. Los criterios de calidad científica de los materiales y de su coincidencia con las prioridades del Centro son por tanto los que determinan la aceptación de los proyectos. El primer título de esta colección es "Las Cumbres Iberoamericanas (1991-2005). Logros y desafíos". La obra, elaborada por especialistas españoles e iberoamericanos bajo la coordinación del profesor Celestino del Arenal, recoge la historia, los logros y el futuro de las Cumbres, y ha sido editada en coedición con Siglo XXI de España.

Documentos de Trabajo

Bajo la denominación Documentos de Trabajo se publican los informes finales de los proyectos de investigación así como otros trabajos científicos y/o académicos que se propongan y se consideren que tienen la suficiente calidad e interés para los objetivos del Centro.

Con un formato ligero y con carácter divulgativo, son el instrumento que sirve para difundir las investigaciones realizadas y promovidas por el CeALCI, específicamente las propias investigaciones y las resultantes de las ayudas a la investigación. Además, pueden ser publicados como Documentos de Trabajo todos aquellos estudios que reúnan unos requisitos de calidad establecidos y un formato determinado, previa aceptación por el Consejo de Redacción.

Avances de Investigación (Edición electrónica)

Se editan en formato pdf, para su distribución electrónica y su acceso libre desde las páginas web, aquellos Avances de Investigación que, a juicio del centro y con el visto bueno del investigador, se considera oportuno con el fin de presentar algunos de los resultados iniciales de las investigaciones para su conocimiento por la comunidad científica, de tal forma que el autor o autores puedan tener reacciones y comentarios a sus trabajos.

Estos Avances permiten también al CeALCI conocer los logros y dificultades en los proyectos de investigación y modificar o reorientar, si fuera necesario, sus objetivos. En principio se consideran susceptibles de edición electrónica en este formato aquellos avances de investigación de proyectos que hayan sido objeto de financiación a través de la Convocatoria de Ayudas a la Investigación, Becas de Estancias Cortas o informes realizados por encargo directo.