

CRISIS DE DEUDA SOBERANA: ¿QUÉ PAPEL PUEDE JUGAR UN TRIBUNAL INTERNACIONAL?

Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Erce, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Durante las últimas tres décadas se ha producido un cambio muy importante en la forma en que las economías emergentes financian su crecimiento económico. La creciente integración de los mercados financieros les ha permitido pasar de una situación en la que dependían casi exclusivamente de la financiación de un grupo reducido a bancos¹, a otra en la que la financiación la obtienen principalmente en los mercados internacionales mediante la emisión de deuda. Las cifras ponen de manifiesto la magnitud del cambio. Mientras que en 1980 el *stock* de deuda soberana o con garantía pública ascendía a unos 11.500 millones de dólares y la relación entre deuda y préstamos era del 10%, en el año 2006 el *stock* de deuda se había elevado a 420.000 millones de dólares y la proporción de deuda sobre préstamos superaba el 200%.

Este incremento tan significativo de la financiación obtenida en los mercados internacionales ha sido posible gracias al impresionante desarrollo que han experimentado los mercados financieros durante ese período. Las economías emergentes han podido acceder a una fuente de financiación que tradicionalmente había estado muy limitada para ellas, y acceder, además, a un número creciente de jurisdicciones en las que realizar sus emisiones de deuda y utilizar un número mayor de instrumentos, con los que poder llegar a un número cada vez más amplio de inversores. Por su parte, para los inversores este desarrollo ha supuesto nuevas oportunidades de inversión y de diversificación del riesgo. Todo ello ha contribuido a aumentar la profundidad de los mercados y a reducir el coste de financiación.

Ahora bien, las grandes ventajas que se han derivado del desarrollo de los mercados financieros para las economías emergentes han venido acompañadas de riesgos, para los que, de momento, no se han encontrado soluciones óptimas. A este respecto, cabe destacar dos tipos de riesgos: (i) la mayor vulnerabilidad ante una reversión de los flujos de capital, y (ii) la mayor complejidad a la que se ven sujetos los procesos de reestructuraciones de deuda.

En efecto, el acceso a los mercados de capitales ha dejado a las economías emergentes en una situación de mayor vulnerabilidad ante un cambio rápido de expectativas y/o del apetito por el riesgo por parte de los inversores. Posiblemente, el mejor ejemplo de este tipo de problemas son los llamados *sudden-stops*, esto es, procesos en los que, de forma repentina e inesperada, una economía se encuentra con salidas masivas de capitales y es incapaz de encontrar financiación adicional en los mercados internacionales. Las crisis de mediados de los noventa y principios de esta década, que han afectado a países como México, Corea, Rusia, Brasil, Argentina y Turquía, entre otras, han puesto de manifiesto la rapidez y la severidad con que puede producirse este tipo de crisis de balanza de pagos y los problemas que pueden plantear para el pago de la deuda.

Las crisis de balanza de pagos pueden ser crisis de liquidez —cuando las diferencias entre los flujos de ingresos y pagos impiden al país hacer frente al calendario de pagos de su deuda— o de solvencia, cuando, además, es necesaria una reducción de su monto. En ambos casos, el país se enfrenta a un proceso de reestructuración que se ha complicado con el de-

1. Los bancos concedían financiación a través de préstamos sindicados.

sarrollo de los mercados financieros. La existencia de una gran cantidad de emisiones de bonos, realizadas en distintas jurisdicciones y en manos de una gran cantidad de inversores, plantea importantes problemas de coordinación, que dificultan enormemente los procesos de reestructuración.

La falta de coordinación entre acreedores puede generar, al menos, dos problemas importantes. Por un lado, ante la dificultad de coordinar sus acciones, los inversores individuales pueden decidir no aceptar las propuestas de reestructuración e insistir en cobrar en los términos iniciales (*rush for the exits*), conduciendo a que un país que se enfrentaba a una crisis de liquidez caiga en una crisis de solvencia. Por otro lado, la particular estructura legal de la deuda bonificada, que (en ausencia de cláusulas especiales) solo permite la modificación de sus términos cuando existe unanimidad, puede dejar a los países y a los acreedores dispuestos a renegociar en manos de aquellos inversores que prefieren quedarse al margen de la negociación (*hold-outs*), ya sea por falta de interés (*free-riders*) o en un intento de obtener mejores condiciones, bien a través de un acuerdo unilateral (*inversores buitres*) o bien litigando (*strangulation by litigation*).

Todas estas consideraciones han generado un intenso debate, todavía abierto, sobre cómo debería reformarse la llamada «Arquitectura Financiera Internacional» (AFI) con vistas a prevenir —o, al menos, reducir— el impacto de futuras crisis. En este debate están, por un lado, los partidarios de soluciones de mercado —como las cláusulas de acción colectiva (CAC)— y, por otro lado, los partidarios de soluciones de tipo estatutario, entre las que se encuentra la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje. De momento, la discusión se ha saldado a favor de las soluciones de mercado, que han contado con mayor aceptación.

El enfoque de mercado que se ha venido siguiendo hasta ahora se caracteriza por aplicar soluciones ad hoc, con elementos diferenciados que varían en cada caso. Con ello se dota de flexibilidad al sistema para poder abordar diferentes tipos de crisis, pero también se genera incertidumbre. De hecho, al no existir un mecanismo preespecificado que dirija los procesos de renegociación, estos pueden alargarse indefinidamente, con el perjuicio que ello conlleva tanto para deudores como para acreedores. La experiencia más reciente, basada en el caso del impago argentino, ha puesto de manifiesto que el sistema sigue siendo vulnerable a problemas de coordinación entre acreedores y a la existencia de *hold-outs* e inversores buitres. En definitiva, todavía no existe un marco suficientemente robusto, capaz de solucionar de forma rápida y eficiente los problemas que plantea un proceso de reestructuración de deuda².

En el contexto actual de creciente importancia de los flujos de capitales, en el que las soluciones de mercado no han conseguido, de momento, eliminar plenamente los problemas que se plantean en las reestructuraciones de deuda, cabe la posibilidad de reabrir la discusión sobre la búsqueda de soluciones multilaterales y, entre ellas, las de carácter estatutario, que, a pesar de su consistencia económica, han sido desechadas hasta ahora, por las dificultades que plantean sus amplias implicaciones legales. En este contexto, el objetivo de este artículo es revisar de forma crítica las diferentes propuestas para la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje y la institucionalización de la figura de los *standstills* (suspensiones de pagos temporales), así como las implicaciones que de ello se podrían derivar.

En la siguiente sección se hace un breve resumen de las dos principales líneas de reforma de la AFI, en torno a las cuales se sitúa el debate sobre este tema: el enfoque de mercado y el

2. De las Casas, Fernández de Lis, González-Mota y Mira-Solana (2004) contiene una excelente revisión de las propuestas y reformas a las que se alude en el texto.

estatutario. A continuación, se exponen las principales propuestas que se han hecho desde el enfoque de tipo estatutario, en particular las que hacen referencia a la creación de una institución internacional de arbitraje y al papel que esta podría —o debería— desempeñar, para pasar luego a analizar las contribuciones teóricas más recientes y, en particular, un trabajo realizado en el Banco de España³, en el que se presenta una nueva perspectiva en el análisis de los efectos que una institución de ese tipo podría tener.

Dos enfoques: de mercado frente a estatutario

Durante los últimos diez años, tanto en círculos académicos como en entornos oficiales, se han estado discutiendo vías de reforma de la AFI, con objeto de mejorar los mecanismos de prevención y resolución de crisis de deuda externa. Una parte muy importante de la discusión se ha articulado en torno al origen de las crisis y, sobre esta base, han surgido dos enfoques principales: el que considera que las crisis en economías emergentes se han producido como consecuencia de la existencia de fallos en los mercados financieros internacionales, y el que considera que las crisis se deben principalmente a una elección errónea de políticas económicas. Para los que piensan que las crisis son, sobre todo, consecuencia de la existencia de fallos de mercado, una vía de solución pasaría por la creación de un sistema de ayuda financiera oficial (*official financial safety net*), articulado en torno al Fondo Monetario Internacional (FMI), que funcionaría como prestamista de última instancia. Sin embargo, para aquellos que consideran que la clave para entender las crisis se encuentra en una ejecución de políticas económicas inadecuadas, lo esencial es resolver los problemas de riesgo moral (*moral hazard*) que se plantean y evitar, por tanto, el establecimiento de esquemas que distorsionen los incentivos tanto de deudores como de acreedores⁴.

Este debate también se ha planteado, desde una perspectiva distinta, pero íntimamente relacionada con la anterior, en torno a la naturaleza de las reformas necesarias para mejorar la gestión y prevención de las crisis. De nuevo, destacan dos enfoques: el contractual o de mercado y el estatutario. Los defensores del enfoque de mercado, que es el que más calado ha tenido dentro de la comunidad internacional, abogan por soluciones que impliquen un mínimo de intervención institucional; así, defienden la creación de códigos de conducta y la inclusión de CAC en los bonos soberanos. Estas cláusulas permiten que una mayoría de bonistas, preespecificada en las mismas, apruebe los términos de una reestructuración de deuda, mitigando la posibilidad de que los procesos de reestructuración caigan cautivos en manos de prestamistas «buitre» (*rogue*). Además, las CAC tienen potencial para mitigar los problemas de acción colectiva inherentes a los procesos de reestructuración. En general, la utilización de las CAC está siendo exitosa, ya que el mercado las ha convertido en una práctica habitual en un corto espacio de tiempo⁵. Es más, contrariamente a lo que auguraban algunos críticos, hasta el momento no se ha encontrado evidencia de que este tipo de cláusulas afecte negativamente al coste de emisión de la deuda, medido a través del *spread*, como demuestra la experiencia de países como México. No obstante, su capacidad para resolver una situación de crisis todavía está por comprobar, y la proporción de deuda externa que no incluye CAC sigue siendo relativamente elevada. Cabe pensar, además, que, para conseguir evitar que una minoría de

3. Aitor Erce (2006), *Using Standstills to Manage Sovereign Debt Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 0636. 4. Hasta el momento, el resultado de este debate ha sido la adopción de intrincados compromisos que se sitúan a medio camino entre ambos puntos de vista. El Marco de Praga para la resolución de crisis, adoptado por la comunidad internacional en 2001, es un buen ejemplo de esto. De acuerdo con este Marco de acción, las crisis de liquidez deberían resolverse mediante una combinación de ayuda oficial (limitada, predecible y catalizadora de flujos de capitales privados) y participación del sector privado (*private sector involvement*). 5. A finales de junio de 2005, el volumen de deuda soberana viva, emitida por emergentes, conteniendo CAC, era del 53% en valor, con un 86% (en valor) de las nuevas emisiones entre el primer trimestre de 2003 y el segundo de 2005 incluyéndolas. Véase FMI (2005), *Financial Stability Report*.

prestamistas pueda bloquear un proceso de reestructuración, pueden hacer falta otras innovaciones, como las súper CAC o las cláusulas de agregación⁶.

Frente al enfoque de mercado, los defensores del enfoque estatutario argumentan que es necesario disponer de una legislación y de una institución internacionales con capacidad para marcar las pautas que se deben seguir en situaciones en las que, para restablecer la solvencia de una economía, sea necesario realizar una reestructuración de la deuda o bien declarar una suspensión de pagos. Dicha institución podría tomar la forma de un Régimen Internacional de Solvencia [véanse Sachs (1995) o Rogoff (2003)] o de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism* o SDRM, por sus siglas en inglés), propuesto por Anne Krueger (2002). La propuesta para establecer un Régimen Internacional de Solvencia se basaba en la ley de bancarrota americana (*US Bankruptcy Code*, capítulo 11) e implicaba la creación de una regulación internacional y de un tribunal encargado de dirimir disputas entre deudores y acreedores, al que todos los países deberían atenerse. Por su parte, el SDRM abogaba por la creación de un sistema que permitiese a una supermayoría de los acreedores de un país imponer una reestructuración a todos los acreedores, a la vez que impidiera a los *hold-outs* tomar acciones legales. El sistema otorgaba inmunidad al país mediante una suspensión de pagos (*standstill*) de unos meses, en los que se negociaría la reestructuración. En su primera versión (2001), el poder para declarar el *standstill* se le daba al FMI, a petición del país afectado. Sin embargo, esto suscitó tal polémica, que, en una segunda versión (2002), la decisión sobre la conveniencia de declarar un *standstill* se hizo recaer conjuntamente en el deudor y en una supermayoría de acreedores. Ahora bien, debido a su corte (excesivamente) intervencionista, el enfoque estatutario fue desechado por la comunidad internacional.

Las propuestas de creación de un Tribunal Internacional

Jeffrey Sachs fue el primer analista que, en una serie de artículos (1984-1996), abogó por la conveniencia de crear un Tribunal Internacional de Solvencia o, al menos, de desarrollar los elementos para que el entramado financiero internacional avanzase en dicha dirección. Argumentaba que la creación de un sistema internacional que recogiese la posibilidad de imponer suspensiones de pagos estaba motivada por la existencia de crisis fiscales, en las que los gobiernos soberanos perdían de forma repentina la capacidad para reestructurar su deuda externa a través de procesos de *roll-over* y para obtener nuevos préstamos de bancos y/o de inversores internacionales⁷. Tradicionalmente, la solución para solventar este tipo de problemas ha pasado por una combinación de ayuda financiera por parte del FMI y una reestructuración de la deuda bilateral a través de negociaciones con el Club de París y de los créditos bancarios mediante negociaciones con el Club de Londres —si bien la importancia de estas últimas se ha ido reduciendo progresivamente, al dejar de estar la deuda en manos de un número reducido de bancos—. Ahora bien, para Sachs, la falta de un proceso legal definido lleva a reestructuraciones ad hoc con resultados inciertos, y por ello ha defendido el establecimiento de una ley de bancarrota, bajo la cual se pudieran declarar, de forma automática, suspensiones de pagos y evitar que los deudores en bancarrota puedan ser perseguidos sin tener la opción de suspender pagos temporalmente⁸. En su opinión, un sistema de resolución de problemas financieros (*financial work-outs*), para ser eficiente, debería: (i) evitar que el gobierno se paralice durante el proceso de reestructuración; (ii) proveer instrumentos para que los acreedores se puedan coordinar, y (iii) incorporar incentivos y penalizaciones para hacer una gestión responsable de la deuda, de forma que se mitiguen los problemas de riesgo moral.

6. Cabe destacar que este tipo de cláusulas ha sido incluido en los recientes episodios de reestructuración en Argentina, República Dominicana y Uruguay [FMI (2005), p. 44]. 7. En su artículo «The International Lender of Last Resort: What are the alternatives?» distinguía tres tipos de crisis de liquidez y argumentaba que la utilización de suspensiones de pagos estaba justificada en el caso de dificultades de liquidez provenientes de problemas de *debt overhang*. 8. Este proceso implicaría la existencia del *debtor-in-possession finance*, que según Sachs bien podría ser desempeñado por el FMI.

Parcialmente de acuerdo con esta idea, Eichengreen y Portes (1998) presentaron una agenda de reforma que incluía la organización de comités de bonistas y la creación de un Tribunal de Arbitraje independiente, que ayudase a coordinar las negociaciones entre el comité de bonistas, el Club de París y el de Londres, y considerase las reclamaciones de bonistas disidentes. Asimismo, daban al FMI un papel relevante a través de la concesión del derecho para declarar suspensiones de pagos temporales. Resulta particularmente interesante seguir la evolución de la opinión de Barry Eichengreen sobre este tema, ya que en un principio había dudado de la aplicabilidad de este tipo de medidas estatutarias⁹ y abogaba por soluciones de mercado, como las CAC (1998). Sin embargo, terminó reconociendo que, al margen de las dificultades legales que pudieran entrañar la creación de un Tribunal Internacional y la formalización de la figura de las suspensiones de pagos, era una opción que se justificaba desde un punto de vista económico. No obstante, a diferencia de Jeffrey Sachs, consideraba que una medida de este tipo sería especialmente eficaz para resolver crisis de liquidez, al evitar las implicaciones negativas para la actividad económica que se pueden derivar de una carrera entre los acreedores por recuperar su inversión (*grab race*). De entre los posibles efectos negativos, destacaba el posible incremento en la volatilidad de los flujos de capital, ya que podría incentivar flujos de salidas preventivos (*rush for the exits*) e incluso efectos contagio¹⁰.

El Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá¹¹ presentaron una propuesta conjunta, según la cual la mejor forma de hacer frente a las crisis, una vez que estallan, pasa por una combinación de financiación oficial (posiblemente, a través de la política de préstamos en mora¹² del FMI) y la participación del sector privado (*private sector involvement*), ya sea de forma voluntaria, a través de intercambios y *roll-overs* de deuda, o involuntaria, a través de suspensiones de pagos (*standstills*), que den el tiempo necesario a acreedores y a deudores para encontrar una solución cooperativa; desde el punto de vista operativo, la decisión de declarar un *standstill* debe recaer en el deudor, con los prestamistas oficiales apoyando al país a través de financiación puente (*lending-into-arrears*). En su opinión, un *standstill* ayudaría a los acreedores a coordinarse, alinearía los incentivos de deudores y acreedores, y dotaría a los deudores de un balón de oxígeno que les permitiría respirar mientras se ponen en marcha políticas que devuelvan la economía a una senda de crecimiento sostenible. Ahora bien, frente a estos aspectos positivos, reconocían que podían plantearse críticas importantes: (i) podría incentivar el impago voluntario; (ii) generar flujos de salida preventivos; (iii) requeriría de controles de capitales; (iv) podría aumentar el riesgo de contagio, y (v) su efecto sobre el coste y la capacidad de financiación podría ser, cuando menos, incierto. Además, reconocían el formidable esfuerzo que requeriría su implantación, ya que implicaría un cambio legal en multitud de jurisdicciones. Para evitar este problema, abogaban por un enfoque no estatutario, basado en unos principios similares a los que se aplican en la política de préstamos en mora del FMI.

Finalmente, el FMI presentó y promovió la posibilidad de crear el SDRM, al que se ha hecho referencia anteriormente, una propuesta que, aunque fue rechazada, bien puede decirse que fue la que más lejos llegó en su discusión.

Algunas contribuciones teóricas

La literatura que evalúa las posibles consecuencias que la creación de un Tribunal Internacional podría tener para resolver los problemas que se plantean en los procesos de reestructuración de deuda es muy amplia. La mayor parte de la literatura ha utilizado la teoría de juegos para analizar tanto los problemas de coordinación entre los acreedores como la existencia de

9. La reducción de los derechos de los acreedores era otro posible problema de las suspensiones de pagos que, en opinión de Eichengreen, justificarían la no creación de dicha institución. 10. En su opinión, la mejor opción para enfrentarse a problemas estrictamente de solvencia y reestructuración por insolvencia pasaba por el desarrollo de mecanismos de mercado. 11. Véase Haldane y Kruger (2001). 12. Política de *lending-into-arrears*.

asimetrías informativas. No obstante, la teoría financiera también ha abordado este tipo de análisis con una metodología distinta, que, por su relevancia, vamos a exponer en primer lugar. A continuación se presenta un resumen de las implicaciones que se derivan de los trabajos académicos que más influencia han tenido.

Miller y Zhang (2000), utilizando un modelo estocástico para la valoración de activos ilíquidos, muestran que renunciar a la inmunidad soberana puede conducir a que los inversores, en vez de llevar a cabo reestructuraciones ordenadas, se lancen a la carrera por adquirir una compensación a través de la apropiación de los activos del soberano (*grab races*), lo cual puede aumentar los costes derivados del impago¹³. Por tanto, consideran que la deuda soberana necesita de procedimientos de reestructuración en casos de impago. Adicionalmente, y con el mismo modelo, analizan el efecto que tiene en el valor de la deuda el que el FMI actúe, bien como un prestamista de última instancia, o bien como un tribunal de bancarrota declarando suspensiones de pagos y forzando a los inversores a aceptar reducciones de la deuda. Sus resultados muestran que, cuando el FMI actúa como prestamista de última instancia, aumentan los problemas de riesgo moral por parte de los inversores, ya que dejan de preocuparse por el riesgo de sus inversiones, al saber que, en caso de crisis, el Fondo acudirá para hacer un rescate (*bail-out*). Para evitar este problema, sería preciso contar con un mecanismo por el cual el Fondo actúe, en primer lugar, como prestamista y, si la situación es extrema, declare una suspensión de pagos y plantee la necesidad de acometer una reducción de deuda. La posibilidad para los inversores de enfrentarse a una reducción de deuda en vez de a un *bail-out* actúa como incentivo para que tengan en cuenta el riesgo de sus inversiones.

Haldane et al. (2002) presentan un juego de coordinación que les permite estudiar las zonas grises en las que la diferencia entre solvencia e insolvencia está en las expectativas de los inversores. Consideran tanto los procesos de *roll-over* como los de reestructuración¹⁴. Los autores muestran que medidas diseñadas para prevenir las crisis de solvencia pueden reducir la posibilidad de observar crisis de liquidez, y concluyen que, en términos de bienestar, no hay diferencia entre utilizar *standstills* y un prestamista de última instancia¹⁵. Observan, además, toda una serie de problemas que la aplicación de *standstills* podría generar, en particular: (i) riesgo moral de los deudores, ya que el menor coste de un posible impago reduce los incentivos de los deudores a aplicar políticas sólidas; (ii) pueden afectar a la cantidad de crédito disponible, así como a su coste, y (iii) tienen el potencial de crear fenómenos de *rush for the exits*, definidos como procesos en los que los inversores, por miedo a que una suspensión de pagos les impida la salida del país, se anticipan al evento sacando sus capitales hoy, y contribuyan (posiblemente) con ello a la precipitación de la crisis. Algunos de estos aspectos son analizados con más rigor en Martin y Peñalver (2003) y en Gai y Shin (2004).

Martin y Peñalver (2003) presentan un análisis de los efectos que la legalización de la figura de las suspensiones de pagos podría tener, tanto sobre cantidades como sobre vencimientos y costes. En su modelo, las suspensiones, por un lado, reducen la liquidez disponible para acreedores de corto plazo, lo cual hace que los tipos de interés a corto plazo sean más altos, y, por otro, reducen la posibilidad de observar una crisis, lo que, a su vez, disminuye el tipo de interés que se ha de pagar por la deuda de largo plazo. Estos dos efectos apuntan hacia una

13. La inmunidad soberana es una de las diferencias básicas con la deuda corporativa. Hace que el deseo de cumplir (*willingness to repay*) tenga una importancia capital en la determinación de los impagos. 14. En su modelo, la decisión sobre cuándo declarar una suspensión de pagos no es parte del análisis, y no existe ningún agente que tenga la capacidad de declarar *standstills*. 15. Haldane et al. (2004), utilizando un modelo más rico, encuentran que esa indiferencia solo es cierta en casos de liquidez, mientras que, en casos en que el problema de fondo sea uno de solvencia, la mejor opción pasa por reestructurar la deuda a través la intervención de una Corte Internacional de Bancarrota. Haldane, Irwine y Saporta (2004) también encuentran que los *standstills* son útiles para resolver crisis de liquidez.

curva de rendimientos más plana. El efecto en el total de deuda es incierto, aunque podría darse el caso de que la capacidad de endeudamiento se viera negativamente afectada. Por su parte, Gai y Shin (2004) muestran que la existencia de un Tribunal Internacional, que fuera capaz de aumentar la tasa de recuperación (*recovery rate*), no implica obligatoriamente la existencia de procesos de *rush for the exits*.

Ninguna de las aportaciones que se acaban de exponer considera la modelización explícita de un Tribunal que esté a cargo de dirigir el proceso de reestructuración. Sin embargo, algunos trabajos sí incluyen la toma de decisiones por el tribunal como parte del modelo. Ghosal y Miller (2003) analizan las implicaciones de un mecanismo de reestructuración de deuda que incluye una agencia pública encargada de aplicarlo. Encuentran que, si las reglas por las que se rige el mecanismo de reestructuración no son aceptadas desde el principio, este no es capaz de incentivar a los deudores a aplicar las políticas económicas correctas y, por tanto, se hace necesario dotarle de una naturaleza estatutaria. Eaton (2003) demuestra que el mayor riesgo de crear un Tribunal Internacional proviene de sus implicaciones para el riesgo moral y muestra que este riesgo aumenta cuando la precisión de la información que utiliza la corte es menor. Eaton utiliza este resultado para argumentar que las suspensiones deberían declararse únicamente cuando puedan aumentar los incentivos de los deudores soberanos para repagar sus deudas, lo que apunta a que el acceso a la institución sea condicional. Por último, en línea con el resultado anterior, Gai y Shin (2004) encuentran que la efectividad de las suspensiones de pagos depende en gran medida de la calidad de la supervisión que realice el sector oficial.

**Nuevo enfoque teórico:
suspensiones de pagos
y el problema de
coordinación¹⁶**

Como continuación de los análisis teóricos que se acaban de exponer, y con objeto de mostrar que el debate todavía sigue abierto, en este apartado se presenta la aportación de Erce (2006), que constituye una de las contribuciones teóricas más recientes al enfoque estatutario para la resolución de crisis.

El análisis se realiza utilizando un marco que difiere de propuestas anteriores en la medida en que está diseñado para solucionar crisis de liquidez y no de solvencia. Bajo esta propuesta, el sistema financiero internacional se reestructuraría mediante la creación de una entidad internacional, un Tribunal Internacional de Arbitraje, que, cuando se le solicitase, se encargaría de analizar la situación de países con problemas financieros, se le otorgaría la capacidad de guiar un proceso de reestructuración de deuda y, si fuera necesario, de declarar de forma unilateral suspensiones de pagos¹⁷. Sobre esta base, se analiza el potencial de dicha institución para la resolución ordenada de las crisis de liquidez, centrándose el análisis en el efecto que podría tener para resolver el problema de coordinación al que se enfrentan los múltiples poseedores de contratos de deuda soberana.

El problema de coordinación que subyace a los procesos de reestructuración de deuda, y la posibilidad de que las crisis financieras se deban a problemas de liquidez que desembocan en impagos innecesarios, se encuentra en la base de gran parte de los análisis teóricos sobre posibles reformas de la AFI. En general, este tipo de literatura, por la naturaleza del problema de coordinación —que implica la existencia de equilibrios múltiples—, ha sido incapaz de generar recomendaciones firmes para el diseño de políticas. Una excepción son los llamados modelos de «juegos globales», en los que, con una modelización detallada de la información en manos de los inversores, se consiguen resultados robustos. Esta técnica, que ha sido aplicada con éxito para analizar el impacto de las CAC y el de la financiación

¹⁶. Esta sección resume Erce (2006). ¹⁷. Aun cuando se reconocen las dificultades políticas que entrañaría hacer operativa una institución de este tipo, el análisis se limita a señalar las ventajas e inconvenientes que dicho ente traería consigo.

multilateral en tiempos de crisis¹⁸, no había sido utilizada hasta ahora, con la excepción del trabajo de Haldane et al. (2002), para entender los canales a través de los cuales las suspensiones de pagos pueden afectar a los procesos de reestructuración y a los flujos de capitales, en general.

Utilizando esta metodología, ampliada para recoger la existencia del Tribunal, se argumenta que, si se pudiera diseñar contratos que permitiesen que deudores y acreedores se sometiesen a un proceso de arbitraje para decidir sobre la necesidad y la forma en que la deuda debería ser reestructurada, se conseguiría reducir los problemas de coordinación. Y, con ello, la incidencia y la intensidad de las salidas de capitales que se producen por las decisiones en masa de los inversores, basadas, no en desarrollos fundamentales, sino en expectativas que conducen a su propio cumplimiento (*self-fulfilling prophecies*).

En la medida en que la posible acción de la Corte reduce la necesidad de los inversores de anticipar el movimiento de otros inversores, se reduce el problema de coordinación, haciendo que, en situaciones de estrés financiero, los inversores sean menos agresivos, y, por tanto, las crisis de liquidez (infundadas), menos frecuentes. Un resultado importante, y ausente en anteriores estudios, es que, para que este efecto se dé, no es necesario que la información que maneje la Corte sea de mejor calidad que la de los inversores¹⁹. En cualquier caso, el manejo de una información más precisa por parte de la institución, en la medida en que esta actúe con cautela, en el sentido de declarar moratorias solo cuando sean realmente necesarias, llevará a un menor problema de coordinación.

Por último, el trabajo estudia las implicaciones que la creación de un Tribunal podría tener en los incentivos de los deudores²⁰. Los resultados muestran que, en ausencia de una adecuada condicionalidad, un Tribunal que actúe como un seguro en caso de crisis tiene muchas posibilidades de reducir los incentivos de los deudores para aplicar las medidas de política económica que les devuelvan a una senda de crecimiento sostenible²¹.

Se observa, por tanto, que la creación de un Tribunal internacional podría tener efectos beneficiosos, no solo porque permitiría tener un instrumento que ayudase a resolver las crisis de forma ordenada cuando sucediesen, sino porque reduciría la posibilidad de observarlas en primer lugar. Sin embargo, frente a este efecto positivo, se reconoce el riesgo de que dicha institución induzca a problemas de riesgo moral para los deudores, aunque este riesgo podría mitigarse mediante la imposición de una condicionalidad en la capacidad de recurrir a la institución. Cuestiones como el efecto que el Tribunal podría tener en el coste de la deuda o en la disponibilidad de crédito no han formado parte del análisis, pero, dada su importancia, deberían ser consideradas en estudios posteriores.

Conclusiones

Este artículo ha resumido el estado del debate acerca de las implicaciones que la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje podría tener sobre la estabilidad del sistema financiero internacional. Aunque esta idea hace tiempo que ha dejado de debatirse en los círculos institucionales, el debate académico sigue vivo. Ello se debe a que, con independencia de las

18. Véanse Haldane et al. (2004) en el primero, y Corsetti et al. (2006), Rochet y Vives (2004) o Morris y Shin (2006) acerca del segundo. 19. Este resultado, teniendo en cuenta las limitaciones del modelo, restaría importancia a la crítica acerca de la posible existencia de *rush for the exits* [Gai y Shin (2004)]. 20. El modelo es parametrizado para analizar en qué situaciones la creación del tribunal puede provocar problemas de incentivos para los gobiernos. 21. Ahora bien, si la posibilidad de reclamar arbitraje fuera contingente a que los países actuaran de buena fe (entendida como la observancia de un código de conducta o la aplicación de políticas económicas coherentes), es probable que el tribunal no solo no fuera un desincentivo, sino todo lo contrario; podría ser una recompensa y, por tanto, un incentivo para aplicar una adecuada combinación de políticas económicas.

implicaciones políticas y legales, el enfoque estatutario tiene una justificación económica sólida, especialmente en casos en los que las crisis sean de liquidez.

En línea con este argumento, se han comentado los resultados de un modelo teórico que muestra cómo la creación de un Tribunal Internacional podría reducir los problemas de coordinación presentes en los procesos de reestructuración de deuda. La aplicación de suspensiones de pagos (*standstills*) por parte del Tribunal reduciría el número de crisis de liquidez y, aun en los casos en que estas no pudieran evitarse, su incidencia sería menor, debido a la menor envergadura del problema de coordinación. No obstante, para limitar los problemas de riesgo moral que se podrían generar, el acceso debería quedar condicionado, lo cual convertiría la presencia de la institución en un incentivo a aplicar políticas económicas sólidas.

Los aspectos positivos de las medidas de carácter estatutario, que las contribuciones académicas ponen de manifiesto, y el hecho de que, de momento, no exista un sistema suficientemente sólido para resolver los problemas que plantean las reestructuraciones de deuda, abren el camino a seguir analizando y pensando sobre los enfoques estatutarios. Actualmente, la atención de la comunidad internacional está más centrada en la prevención que en la resolución de crisis; sin embargo, siempre será necesario un marco sólido de resolución y, una vez se reabra la discusión sobre este tema, no sería de extrañar que las soluciones de tipo estatutario se pongan de nuevo sobre la mesa.

18.9.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- CORSETTI, G., B. GUIMARAES y N. ROUBINI (2006). «International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, pp. 441-471.
- DE LAS CASAS, M., S. FERNÁNDEZ DE LIS, E. GONZÁLEZ-MOTA y C. MIRA-SALAMA (2004). *A Review of Progress in the Reform of the International Financial Architecture since the Asian Crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 0407, Banco de España.
- EATON, J. (2003). *Standstills and an International Bankruptcy Court*, mimeo.
- EICHENGREEN, B. (1998). *International Economic Policy in the Wake of the Asian Crises*, Working Paper, Institute of Business and Economic Research (University of California).
- EICHENGREEN, B., y R. PORTES (1998). *Managing Financial Crises in Emerging Markets*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Managing Financial Instability.
- ERCE, A. (2006). *Using Standstills to Manage Sovereign Debt Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 0636, Banco de España.
- FISHER, S. (2000). «Managing the International Monetary System», discurso en la *International Law Association Biennial Conference*.
- FMI (2005). *Financial Stability Report*.
- GAI, P., y H. S. SHIN (2004). «Debt Maturity Structure with Pre-emptive Creditors», *Economic Letters*, 85, 2, pp. 195-200.
- GHOSAL, S., y M. MILLER (2003). «Coordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures», *The Economic Journal*, 113, pp. 276-304.
- HALDANE, A. G., S. HAYES, A. PEÑALVER, V. SAPORTA y H. S. SHIN (2002). «Binding-in the Private Sector», presentado en la conferencia del Bank of England sobre *The Role of The Official and Private Sectors in Resolving Financial Crisis*.
- HALDANE, A. G., G. IRWIN y V. SAPORTA (2004). «Bail Out or Work Out? Theoretical Considerations», *The Economic Journal*, vol. 114, pp. 130-148.
- HALDANE, A. G., y M. KRUGER (2001). *The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds*, mimeo, Bank of England.
- KRUEGER, A. (2002). «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update to our Thinking», conferencia sobre *Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards*.
- MARTIN, B., y A. PEÑALVER (2003). *The Effect of Payments Standstills on Yields and the Maturity Structure of International Debt*, Working Paper, Bank of England.
- MILLER, M., y L. ZHANG (2000). «Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill», *The Economic Journal*, 110, pp. 335-352.
- MORRIS, S., y H. S. SHIN (2006). «Catalytic Finance: When Does it Work?», *Journal of International Economics*, 70, pp. 161-177.
- ROCHET, J. C., y X. VIVES (2004). «Coordination failures and the lender of last resort: Was Bagehot right after all?», *Journal of the European Economic Association*, 2(6), pp. 1116-1147.
- ROGOFF, K. (2003). Emerging market Debt. What is the problem? discurso en la *SDRM Conference*.
- SACHS, J. (1995). *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets*, mimeo
- (2000). *The International Lender of Last Resort: What Are the Alternatives?», mimeo*