

LA POLÍTICA DE «PRÉSTAMOS A PAÍSES EN MORA» DEL FMI: LECCIONES
DE EPISODIOS RECIENTES DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Erce Domínguez, Laura Fernández Vilaseca y Juan Vázquez Zamora, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Las reestructuraciones de deuda soberana han estado presentes de forma recurrente en las discusiones de política internacional. Al comienzo de la presente década se abrió un debate en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en torno a la posibilidad de establecer un mecanismo de reestructuración de deuda soberana para resolver estas situaciones¹. Sin embargo, dicha propuesta no prosperó y dio paso a una alternativa menos ambiciosa, consistente en la inclusión de cláusulas de acción colectiva y otras innovaciones en las emisiones internacionales de bonos soberanos. El Fondo carece de un instrumento específicamente diseñado para combatir escenarios de reestructuración de deuda soberana y ha ido adaptando sus actuaciones a las circunstancias de cada caso.

En general, el FMI ha intervenido en estos procesos con un programa financiero aprobado antes del plan de reestructuración o como resultado del mismo. Si el país entra en mora con sus acreedores privados externos, se pone en funcionamiento además la política de préstamos a países en mora (o *Lending into arrears*, LIA, según sus siglas en inglés). El objetivo de esta política es salvaguardar los recursos de la institución, al tiempo que incentivar un comportamiento cooperativo por parte de las autoridades. Aunque existen casos de reestructuraciones con programas tradicionales, en los que no hay impagos a acreedores privados externos, los episodios de reestructuración de deuda suelen venir asociados a la política de LIA.

La actuación del Fondo en la última crisis argentina puso de manifiesto las contradicciones de la política de LIA y abrió el debate sobre su posible reforma. Este artículo está basado en un trabajo² que tiene por objetivo contribuir a ese debate, a partir del análisis de ocho procesos recientes de reestructuración de deuda: Argentina, República Dominicana, Ecuador, Pakistán, Rusia, Serbia, Ucrania y Uruguay³. En él se argumenta que la reformulación de la política de LIA debe orientarse a dar mayor transparencia a este instrumento, dotándolo de directrices más claras sobre el papel que el FMI ha de desempeñar en las reestructuraciones.

En la siguiente sección se describen las principales características de la política de préstamos a países en mora. A continuación se presenta el análisis de los casos de estudio y se identifican las limitaciones de la política de LIA. La siguiente sección describe el papel desempeñado por el FMI en los procesos de reestructuración. A modo de conclusión, se presenta una serie de propuestas para la posible reformulación de la política de préstamos del FMI.

La política de préstamos a países en mora (LIA)

La postura del FMI frente a la existencia de impagos ha ido evolucionando hasta derivar en la actual configuración de la política de LIA. Hasta el año 1989, el FMI mantuvo una postura de no tolerancia de moras con acreedores privados, para incentivar que estos y sus deudores alcanzaran acuerdos de reestructuración. La institución solo financiaba programas en países que no presentasen impagos y que no acumulasen nuevas moras durante

1. El FMI presentó una propuesta para la creación de un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* que planteaba la creación de un marco estatutario para la resolución de crisis de deuda soberana. 2. Este artículo está basado en el Documento Ocasional del Banco de España n.º 0805, *The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending Into Arrears*. 3. Díaz-Cassou et ál. (2008a) contiene un análisis pormenorizado de estos ocho episodios.

el período de duración del mismo. Sin embargo, la crisis de deuda de la década de los ochenta modificó la lógica que sustentaba la tolerancia cero de los impagos. El fortalecimiento de los balances de los bancos comerciales y el desarrollo de los mercados secundarios de deuda hizo que los acreedores se mostraran cada vez más reacios a llegar a acuerdos con las autoridades.

En ese contexto, la no tolerancia de moras otorgaba de facto un derecho de veto a los bancos comerciales sobre los programas del FMI. Así, en 1989 se introdujo la política de LIA para reducir esta capacidad de bloqueo de los acreedores. Nació uno de los pilares de actuación de la institución en episodios de reestructuración de deuda soberana, que permitió al FMI conceder préstamos a países en mora con bancos comerciales, bajo la condición de que estuviese en marcha una negociación entre autoridades y acreedores privados, aun cuando se acumulasen nuevas moras durante el programa.

Desde entonces, la política de LIA ha experimentado diversas modificaciones. En 1998 fue ampliada para incluir deuda bonificada, respondiendo a la transformación de los flujos internacionales de capital y a la creciente titulización de la deuda soberana. Un año después, los requisitos para su aplicación fueron suavizados ante la complejidad de las negociaciones derivada de la creciente diversificación de los acreedores. A partir de entonces, la existencia de buena fe en las negociaciones por parte de las autoridades pasó a ser la única condición necesaria para la aprobación del programa. Más tarde, en 2002, se introdujo una serie de principios para facilitar la evaluación del criterio de la buena fe.

Como resultado de esta evolución, en la actualidad la política de LIA permite al FMI conceder préstamos a países en mora bajo dos requisitos procedimentales:

- 1 Cumplimiento del *criterio de buena fe*: el soberano ha de esforzarse en alcanzar un acuerdo con sus acreedores privados, permitiéndoles participar de forma temprana y activa en el diseño de las estrategias de reestructuración y compartiendo con ellos toda la información relevante.
- 2 Deben realizarse *Financing Assurances Reviews* mientras sigan existiendo impagos. Estas revisiones determinan si existen garantías de buen uso de los recursos del Fondo y si las negociaciones deudor-acreedores perjudican el proceso de ajuste.

Más allá de estos dos requisitos, la política de LIA no especifica qué papel debería desempeñar el FMI en procesos de reestructuración con impagos a acreedores privados externos.

Casos de estudio

En todos los casos de reestructuración de deuda soberana cubiertos en el análisis realizado, el FMI aprobó un programa antes, durante o después de ese proceso. Sin embargo, no en todos la política de LIA entró en funcionamiento. Estos casos son también de utilidad, ya que la no activación de esta política ilustra aspectos adicionales que deberían tenerse en cuenta al reformar el marco de actuación del Fondo.

En este trabajo se presentan cuatro dimensiones de las reestructuraciones que son relevantes para entender qué aspectos de la actual política deberían modificarse: (i) el momento de la reestructuración: si es preventiva o *post-default*; (ii) el carácter global o selectivo del proceso; (iii) la existencia o no de un trato diferencial a diferentes grupos de acreedores, y (iv) el papel desempeñado por el FMI. La cuarta sección del artículo se dedica al análisis de esta última dimensión; las tres primeras se abordan a continuación.

País	Naturaleza del problema				Deuda reestructurada		Intercambio de deuda			Acceso al mercado internacional de capitales	
	Deuda (% del PIB) (a)	Liquidez		Liquidez frente a solvencia	% del PIB	% de la deuda total	Duración (trim.) (c)	Pérdidas (VPN)	Participación (%)	1.ª emisión int. de bonos (trim.)	EMBI inferior a 1.000 pb (trim.)
		SD (b)/ export.	SD (b)/ reservas								
<i>Pre-default</i>											
Rep. Dominicana	56	0,08	3,53	Liquidez	10	17,5	5	1	97	8	2,5
Pakistán	84	0,22	1,41	Liquidez	31	61 (d)	12	30	99	21	12,0
Ucrania	42	0,07	0,57	Liquidez	9	53 (d)	7	32	99	17	13,0
Uruguay	103	0,40	4,20	Ambiguo	43	42	1	14	93	3	1,0
MEDIA	71	0,19	2,42		23	43	4	19	97	12	7,1
<i>Post-default</i>											
Argentina	130	0,30	0,65	Solvencia	30	56,0	13	73	76	20	14,0
Ecuador	101	0,35	1,19	Solvencia	45	44,5	4	26	97	24	16,5
Rusia	52	0,07	0,37	Ambiguo	24	39 (d)	4	48	92	13	11,0
Serbia	64	—	—	Solvencia	—	—	—	62	—	Pendiente	—
MEDIA	86,7	0,24	0,74		33	47,0	7	42	88	19	10,3

FUENTE: Banco de España, con datos del GDF, WDI, IADB y FMI.

- a. En el momento del lanzamiento del intercambio de la deuda o datos disponibles más cercanos.
 b. SD: Servicio de la deuda.
 c. Desde el anuncio del plan de reestructuración/impago por parte de las autoridades hasta el cierre oficial del intercambio de deuda.
 d. Deuda reestructurada sobre deuda total exterior.

TIMING DE LA REESTRUCTURACIÓN

En principio, cabría esperar que las reestructuraciones preventivas —realizadas para evitar un deterioro financiero mayor— estuvieran asociadas con problemas de liquidez, y las *post-default* —realizadas tras el impago—, con problemas de solvencia. En ese caso, la política de LIA se activaría en esta segunda opción, coincidiendo con unos indicadores de deuda sobre PIB más elevados que en el caso preventivo.

Sin embargo, los datos muestran que esta asociación no siempre se cumple. Como se recoge en el cuadro 1, en las reestructuraciones preventivas de Pakistán y Uruguay los niveles de deuda pública ascendían al 84% y al 103% del PIB, respectivamente, propios de una situación de insostenibilidad de la deuda. Por su parte, en las reestructuraciones de Rusia y Serbia los niveles de deuda sobre PIB se mantuvieron en cotas más bajas, en torno al 52% y 64%, respectivamente, a pesar de que el proceso se iniciase tras el impago. Esta ambigüedad también se refleja en los indicadores de liquidez: Uruguay y Pakistán tenían ratios de deuda sobre exportaciones mayores que los de Rusia, mientras que el indicador de deuda sobre reservas era mayor en la República Dominicana, Pakistán y Uruguay que en los casos *post-default*.

En conclusión, la sostenibilidad de la deuda y/o los problemas de liquidez no parecen explicar, por sí solos, la decisión de las autoridades de mantenerse al corriente en los pagos externos durante las reestructuraciones. Los factores políticos y sociales del país sí son clave en la declaración de un *default*. En Serbia, por ejemplo, la mayoría de los impagos se acumuló durante el conflicto armado y en Argentina el impago se anunció tras la caída del gobierno electo, señalando un cambio de orientación de las políticas económicas.

Desde el punto de vista de la racionalidad económica, las reestructuraciones tienden a ser más fáciles si no se han suspendido pagos. El cuadro 1 confirma que las reestructuraciones *pre-default* se completaron más rápidamente y con una mayor participación de acreedores en el intercambio (si bien hay que tener en cuenta que los datos están sesgados por la especial duración del caso de Argentina). Los países que se mantuvieron al corriente en sus pagos

Nivel de coerción	Argentina - Reestructuración global de la deuda bonificada (2005)	(Post-default)
	Rusia - Reestructuración doméstica (1998-1999)	(Post-default)
	Ecuador - Reestructuración de la deuda bonificada (2000)	(Post-default)
	Argentina - Reestructuración doméstica (2001)	(Pre-default)
	Rusia - Reestructuración externa (1998-1999)	(Post-default)
	Pakistán - Reestructuración de la deuda bonificada (1999)	(Pre-default)
	República Dominicana - Reestructuración de la deuda bonificada (2005)	(Pre-default)
	Ucrania - Reestructuración global (2000)	(Pre-default)
	Ucrania - Renegociación de la deuda de ING y Merrill Lynch (1999)	(Pre-default)
	Argentina - <i>Mega-swap</i> (2001)	(Pre-default)
	Uruguay - Intercambio de la deuda bonificada (2003)	(Pre-default)

FUENTE: H. Enderlein, L. Muller y C. Trebesh (2007).

externos también recuperaron antes el acceso a los mercados financieros internacionales —como la República Dominicana y Uruguay—.

En el evento de impago, los gobiernos parecen ganar poder de negociación. Esto explicaría por qué el alivio de deuda y la proporción de deuda reestructurada son mayores en los episodios *post-default*. El esquema 1 ilustra este punto; siguiendo a Enderlein et ál. (2007), se ordenan las crisis analizadas en función del nivel de coerción de las autoridades y se confirma que este fue superior en situaciones *post-default*. En los episodios preventivos, las autoridades tienen incentivos para llegar a un acuerdo lo antes posible, ya que la condonación tiene lugar una vez completado el intercambio de la deuda. En cambio, en casos de impago los soberanos pierden el interés en acelerar el acuerdo, puesto que ya se ha incurrido en el coste asociado con el impago, lo que les permite negociar con más dureza, buscando mayores niveles de condonación de deuda. Esto apunta a la existencia de un *trade-off* entre mantenerse al corriente en los pagos y recuperar rápidamente el acceso a los mercados internacionales, o declarar el impago y conseguir un mayor alivio de la deuda.

ÁMBITO DE LA REESTRUCTURACIÓN

El enfoque parcial o global del proceso es otra dimensión importante con vistas a entender la dinámica de las reestructuraciones y el papel desempeñado por el FMI. Las reestructuraciones parciales se concentran en instrumentos de deuda específicos y generalmente se producen cuando las presiones de liquidez se originan en categorías concretas de deuda o cuando el soberano prefiere excluir parte de los acreedores del proceso. Por otro lado, las reestructuraciones globales abarcan las principales modalidades de deuda —generalmente, excluyendo la deuda multilateral, dado el carácter de acreedor preferencial del FMI y de otras instituciones financieras internacionales—. Más allá de la participación o no de la deuda oficial, el carácter global de una reestructuración puede estar señalando, como en el caso uruguayo, el deseo de llevar a cabo una reestructuración lo más cooperativa posible, descartando el trato discriminatorio entre instrumentos. El gráfico 1 compara la estructura de deuda ex-ante con la estructura de la deuda renegociada. Cuanto más similares son ambas, más equitativo y global es el proceso de reestructuración. El análisis muestra que Uruguay y Serbia siguieron una estrategia más global. En el otro extremo, en los casos de Rusia, Ecuador y Pakistán las autoridades optaron por una estrategia más selectiva.

El análisis dinámico de las reestructuraciones muestra que los gobiernos tienden a preservar cierto grado de selectividad. En Argentina intentaron aliviar las presiones de liquidez de más corto plazo a través de intercambios voluntarios de deuda (*mega-swap*, junio de 2001) y en Rusia intercambiaron deuda en dólares por eurobonos (julio de 1998). También en Ecuador y en Ucrania la estrategia inicialmente adoptada fue de naturaleza selectiva. Sin embargo, en ninguno de estos cuatro casos el resultado fue satisfactorio y todos necesitaron un proceso de reestructuración global.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

Por otro lado, cuando las autoridades han de reestructurar su deuda oficial suelen acudir en primera instancia al Club de París (CP). Este tipo de acuerdos incorpora la «cláusula de comparabilidad de trato», que establece que los soberanos habrán de acordar la misma reducción de deuda con otros agentes (privados y oficiales), lo que condiciona fuertemente la estrategia de reestructuración. La República Dominicana, Pakistán y Serbia firmaron acuerdos tempranos con el CP. Uruguay, sin embargo —posiblemente, por la baja cuantía de su deuda—, decidió no renegociarla. En el caso argentino tampoco se pudo firmar un acuerdo con el CP, porque no se cumplía el prerequisite de tener un programa vigente con el FMI.

Dado que la cláusula de comparabilidad de trato solo se aplica si el CP inicia la reestructuración, cabe la posibilidad de que los países prefieran posponer estos acuerdos y así retener la opción de discriminar entre acreedores y tipos de deuda. Este fue el caso de Ecuador y de Ucrania, que firmaron el acuerdo con el Club una vez completada la reestructuración privada.

INVERSORES INVOLUCRADOS

La proporción de deuda soberana en manos de residentes ha aumentado en los últimos años. Como resultado, y tal y como sucedió en Argentina, Rusia, Uruguay y, en menor medida, en



FUENTE: Estadísticas nacionales.

Ecuador y Ucrania, los acreedores domésticos se han visto cada vez más implicados en los procesos de reestructuración de deuda.

La situación económica y financiera de la economía, combinada con una serie de características diferenciales de la deuda doméstica, puede generar incentivos a tratarla de forma diferente a la deuda externa. Por un lado, los acreedores residentes están sujetos al marco legal doméstico, por lo que el soberano tiene más margen para diseñar la reestructuración. También es cierto, sin embargo, que los acreedores domésticos tienen más capacidad para influir en las decisiones del soberano. Por otro lado, la reestructuración puede afectar a la solvencia del sistema financiero nacional, ya que gran parte de la deuda está en manos de bancos e inversores institucionales.

Estas características pueden generar comportamientos discriminatorios que, en algunos casos, han llevado a posponer el ajuste global de la deuda incrementando el coste de la crisis. Así, por ejemplo, las autoridades pueden intentar agotar las fuentes de financiación doméstica para mantenerse al corriente con sus acreedores externos y no perder acceso a los mercados financieros internacionales. Alternativamente, el soberano puede optar por mantener a salvo

su sistema financiero, discriminando en contra de los acreedores externos o excluyendo algunas categorías de deuda doméstica del proceso de reestructuración. La primera opción se preferirá si implica menos costes para la economía doméstica que la pérdida de acceso a la financiación internacional y el inicio de una fase de litigios potencialmente perjudiciales. La segunda será elegida cuando la salud del sistema financiero doméstico esté en riesgo o cuando este no sea capaz de proveer la liquidez necesaria.

Los casos analizados ejemplifican ambas estrategias. Ecuador y Ucrania ofrecieron peores condiciones a los acreedores extranjeros para mitigar el impacto de la reestructuración sobre la economía. En Argentina, las autoridades llevaron a cabo una reestructuración de la deuda doméstica para evitar un impago externo. Cuando esta estrategia resultó insuficiente, las autoridades tuvieron que reestructurar la deuda externa. En Rusia, el impago se produjo sobre la deuda doméstica, que era la principal fuente de presiones de liquidez, para conservar el acceso a los mercados financieros internacionales. Los casos de Argentina y Rusia muestran que en la fase preimpago el soberano prefiere mantenerse al corriente en los pagos externos, forzando reestructuraciones de deuda internas. Una vez que se declara el impago sobre la deuda externa —como ocurrió en Ecuador y Argentina—, las autoridades intentarán limitar el impacto de la crisis en la economía doméstica y los acreedores extranjeros cargarán con el peso de la reestructuración.

El papel del FMI

En todos los países estudiados el FMI participó en la reestructuración, con programas de dimensiones, condiciones y plazos de implementación variables⁴. Una primera distinción relevante entre casos es la activación de la política de LIA, aunque los documentos de los programas no especifican con claridad cuándo entró en funcionamiento dicha política y, con frecuencia, tampoco informan del cumplimiento de sus dos condiciones procedimentales (buena fe y *financing assurance reviews*). En algunos países, los impagos a acreedores privados externos coexistieron con programas del FMI: Argentina, República Dominicana, Ecuador, Rusia, Serbia y Ucrania. Más allá de la provisión de asistencia financiera, la intervención del Fondo en las reestructuraciones de deuda soberana tiene otras dimensiones relevantes.

Un primer factor que se ha de tener en cuenta es la existencia o no de programas ya vigentes antes de la aparición de la crisis, lo que puede condicionar la dinámica de la reestructuración⁵. Si la renovación de los programas no aporta recursos adicionales y simplemente conlleva un *roll-over* de las obligaciones del deudor al Fondo, se plantea un riesgo de conflicto de interés que podría afectar a la legitimidad del FMI como actor independiente, en la medida en que la opinión pública crea que la actuación de la institución tiene por objetivo mantener su status de acreedor preferencial. Este conflicto se acentuaría en presencia de programas heredados de gran volumen.

Por otro lado, el FMI puede influir en las decisiones soberanas. Los analistas coinciden en señalar que el Fondo desempeñó un papel importante en la decisión de reestructurar la deuda en Ecuador, Ucrania y Uruguay, en la suspensión de pagos en Argentina y Rusia —al interrumpirse la asistencia financiera del Fondo, los países no tuvieron alternativa al impago—, y en las negociaciones de Pakistán y Serbia con el CP. En este último caso, la influencia fue indirecta,

4. El cuadro A.1 del anejo contiene una descripción detallada de los diversos programas aprobados antes y durante cada episodio de reestructuración. 5. En función de la vinculación del país con el FMI en el momento de la reestructuración, se distinguen dos grupos de países: (i) países con programas heredados (Argentina, Pakistán, Rusia y Ucrania), en los que el Fondo tenía programas vigentes ya desde varios años antes de la crisis, y (ii) países con programas nuevos, que no contaron con la intervención del Fondo hasta la aparición de la crisis. En este último grupo, los programas se aprobaron después del *default* en Ecuador y en Serbia, y el FMI intervino para atajar la crisis financiera antes del anuncio de la reestructuración de la deuda en la República Dominicana y en Uruguay.

ya que la existencia de un programa del Fondo es una de las condiciones para iniciar las negociaciones con el CP.

El papel del FMI como agente de ajuste también es importante. La determinación del ajuste doméstico y del tamaño de condonación de deuda se ven influidos tanto por el volumen de recursos asociados a los programas aprobados como por la condicionalidad y el programa de ajuste macroeconómico contenido en los mismos. Esto determina, en gran medida, la dinámica de la reestructuración y condiciona las negociaciones acreedores-deudor.

Íntimamente relacionado con lo anterior está el papel del FMI como proveedor de información. Este papel es especialmente relevante durante episodios de reestructuración de deuda, cuando la incertidumbre y las asimetrías informativas pueden ser más perjudiciales. Como los Estados miembros pueden evitar la publicación de informaciones «sensibles», la provisión de información por parte del Fondo ha sido desigual y más intensa en los episodios de reestructuración más cooperativos (por ejemplo, Uruguay y la República Dominicana).

La provisión de incentivos constituye otra dimensión relevante de intervención por parte del Fondo. El criterio de buena fe condiciona la asistencia financiera del Fondo al comportamiento cooperativo de las autoridades, pero la evaluación del cumplimiento de este criterio resulta complicada y no sigue normas claras. En este sentido, en el caso argentino se planteó un debate en torno a la interpretación a partir de la valoración más o menos favorable sobre la rigidez de la oferta de reestructuración de las autoridades.

Adicionalmente, el Fondo ha intentado coordinar con frecuencia a los acreedores fomentando la participación en el intercambio de deuda mediante la emisión de comunicados de apoyo al proceso de reestructuración.

Algunas ideas para reformar la política de préstamos del FMI

El tipo de intervención del FMI en los diferentes procesos de reestructuración analizados ha dependido de las características específicas de cada caso. Esta flexibilidad le ha dotado de una mayor capacidad de adaptación, pero aumenta la incertidumbre sobre la actuación del Fondo, que en algunos casos ha coexistido con actuaciones controvertidas —como reestructuraciones parciales, *gambling for resurrection strategies*⁶ o conductas discriminatorias—. Cabe preguntarse si el FMI debería continuar con esta estrategia ad hoc o si sería más recomendable establecer unas pautas de acción claras en las reestructuraciones de deuda.

La ausencia de un instrumento destinado a las situaciones de reestructuración de deuda complica la interpretación de la actuación del Fondo, que se beneficiaría de tener un patrón más claro de actuación y canales bien definidos a través de los cuales intervenir en estos episodios. Así, el FMI debería mantener su papel de agente de ajuste, a través de la provisión de asistencia financiera, de un marco macroeconómico y de una condicionalidad, que ancle las expectativas y favorezca el diálogo entre acreedor y deudores.

La información provista por el FMI ha variado considerablemente entre países y los análisis de sostenibilidad de deuda (DSA) han diferido enormemente en formato y alcance. Una mayor sistematización del papel del Fondo como proveedor de información favorecería la resolución satisfactoria de las reestructuraciones. En este contexto, cabe destacar que el FMI tendría una ventaja comparativa significativa frente a un agente privado, al tener mejor acceso a información confidencial, dada su estrecha relación con el país miembro, el *know-how* necesario para

6. Es decir, estrategias de corto plazo (reestructuraciones parciales, etc.) que posponen la resolución de la crisis, aumentan la deuda a largo plazo y son negativas para la evolución de la economía.

producir un DSA y, en ausencia de programas heredados, la independencia propia de un organismo internacional.

En relación con la política de LIA, destacan varios aspectos. En primer lugar, el criterio de buena fe ha mostrado sus deficiencias en numerosas ocasiones como elemento generador de incentivos. Algunos analistas consideran que la buena fe debería eliminarse del marco de la política de LIA. El Banco de Inglaterra ha propuesto recientemente sustituir este criterio por penalizaciones monetarias, imponiendo un sobrecoste al programa LIA. Pero esta propuesta presenta dos limitaciones importantes: (i) legitimar un sobrecoste cuando los acreedores privados deben aceptar pérdidas parece difícil, y (ii) el riesgo de impago puede crecer y poner en peligro el status de acreedor preferente del Fondo. Alternativamente, podrían usarse parámetros objetivos para evaluar el cumplimiento de este criterio, como los *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings*, aunque el Fondo se ha mostrado reticente a ejecutar estos principios. Por último, el FMI podría exigir la publicación de los DSA como muestra de la buena fe de las autoridades —aunque esto no sería posible bajo el actual marco legal, según el cual la publicación de análisis de deuda es voluntaria—.

En segundo lugar, la presencia de programas heredados (exposición financiera previa del Fondo) plantea un riesgo de conflicto de interés, que puede reducir la capacidad del FMI para desempeñar un papel relevante en los procesos de reestructuración. Este fenómeno cobraría especial trascendencia en situaciones de gran exposición financiera, pudiendo invalidar el argumento de *debtor in possession*⁷ como justificación de la financiación oficial del Fondo, y poniendo en peligro la legitimidad de la institución frente a los acreedores privados como agente de ajuste o proveedor de incentivos y de información. Para mitigar este posible conflicto, los programas heredados se podrían suspender automáticamente en el momento del impago. El país perdería acceso a los recursos aún no desembolsados y no estaría obligado a cumplir con los repagos hasta haber resuelto el servicio de su deuda privada.

Podría estudiarse, en línea con la propuesta inglesa, la introducción de una penalización proporcional a los fondos suspendidos y a la duración de la suspensión, a pagar una vez saldadas las deudas con los acreedores privados. Una vez suspendido el programa, el Fondo podría aprobar un programa «puente», a través del cual concedería nueva financiación bajo el amparo de la política de LIA. Así, en lugar de hacer un *roll-over* de las obligaciones heredadas, los programas aprobados bajo la política de LIA estarían aportando nuevos fondos destinados específicamente a combatir la crisis, reforzando el argumento del *debtor in possession*.

Las autoridades estarían incentivadas a cumplir con los dos requisitos de la política LIA para obtener esta financiación adicional. Además, se reduciría la capacidad de los Estados de amenazar con un *default* de la deuda multilateral y lograr así la aprobación de revisiones de los programas existentes. Esta propuesta podría reducir los incentivos del FMI a prestar antes de la aparición de los episodios de crisis. Sin embargo, esto no sería necesariamente negativo, ya que muchos opinan que el Fondo tiende a prestar demasiado antes de que las dificultades financieras surjan, y poco cuando ya hay problemas de deuda.

En tercer lugar, otro de los problemas asociados con la actual definición de la política de LIA es que no contempla las situaciones de impagos a acreedores domésticos. Una focalización

7. Término procedente del derecho mercantil anglosajón sobre bancarrota. Describe situaciones en que los nuevos acreedores que aportan fondos frescos tienen prioridad frente al deudor. El carácter preferencial se justifica porque los nuevos fondos aportados permiten sostener la actividad de la compañía en dificultades mientras reorganiza sus finanzas y renegocia con los acreedores históricos.

excesiva en la deuda doméstica, para evitar la pérdida del acceso a los mercados financieros internacionales, puede poner en peligro la solvencia futura del propio sistema financiero, sin garantizar la sostenibilidad en el medio plazo de la deuda con los acreedores externos. Ignorar las situaciones de impago con acreedores domésticos podría incentivar este tipo de estrategias que posponen la intervención del Fondo y dificultan la resolución satisfactoria del proceso de reestructuración.

Asimismo, el Fondo debería fomentar la adopción de estrategias de reestructuración globales en las fases iniciales de la crisis. Esto evitaría situaciones en las que intentos de limitar el impacto del problema a unas pocas categorías de deuda acaba generando problemas aún mayores en el medio plazo. Una forma en la que el FMI podría evitar tanto la discriminación entre acreedores como la adopción de estrategias selectivas es la imposición de una cláusula en línea con la cláusula de comparabilidad de trato del CP, que garantiza la igualdad de trato entre inversores.

Por último, si bien muchos de los programas de reestructuración de deuda se han implementado en el marco de la política de LIA, dicha política simplemente legaliza la concesión de préstamos en un escenario concreto de impago y no especifica el papel que debería llevar a cabo el FMI en los episodios de reestructuración. Sin embargo, gran parte de las reestructuraciones preventivas analizadas tuvo lugar bajo la amenaza de impago y, dado que las dimensiones identificadas como ámbitos potenciales de intervención del Fondo son igualmente válidas para escenarios preventivos y *post-default*, sería conveniente ampliar el ámbito de acción de la política de LIA a todo tipo de reestructuraciones, más allá de la esfera actual de situaciones de impago a acreedores privados.

23.2.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- DÍAZ-CASSOU, J., A. ERCE-DOMÍNGUEZ y J. J. VÁZQUEZ-ZAMORA (2008a). *Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings: A Case-Study Approach*, Documentos Ocasionales, n.º 0804, Banco de España.
- (2008b). *The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending Into Arrears*, Documentos Ocasionales, n.º 0805, Banco de España.
- ENDERLEIN, H., L. MÜLLER y C. TREBESCH (2007). *Measuring Government Coerciveness in Sovereign Debt Crises*, mimeo.

ANEJO

CARACTERÍSTICAS CLAVE DE LOS PROGRAMAS DEL FMI

CUADRO A.1

		Programa	Aprobación	Duración	Cuantía (% de la cuota)
Argentina	Programas heredados	DEG	Mar-00	3 años	5,4 bill. SDR (255)
		1.ª ampliación	Ene-01	—	5,2 bill. SDR (246)
		2.ª ampliación	Sep-01	—	6,3 bill. SDR (300)
	Intervenciones ex-post	Transitorio	Ene-03	8 meses	2,17 bill. SDR (103)
		DEG	Sep-03	3 años	8,98 bill. SDR (424)
República Dominicana	Intervenciones ex-post	DEG	Ago-03	2 años	437,8 mill. SDR (200)
		DEG	Feb-05	28 meses	437,8 mill. SDR (200)
Ecuador	Intervención ex-post	DEG	Abr-00	1 año	226,7 mill. SDR (75)
Pakistán	Programas heredados	SAF-SRAE	Oct-97	3 años	1,14 bill. SDR (150)
	Intervenciones ex-post	DEG	Nov-00	10 meses	465 mill. SDR (45)
		SCLP	Dic-01	3 años	1,03 bill. SDR (100)
Rusia	Programas heredados	SAF	Mar-96	3 años	6,9 bill. SDR (160)
		Ampliación	Jul-98	—	8,5 bill. SDR (197)
	Intervenciones ex-post	DEG	Jul-99	17 meses	3,3 bill. SDR (56)
Serbia	Intervenciones ex-post	DEG	Jun-01	10 meses	200 mill. SDR (43)
		SAF	May-02	3 años	650 mill. SDR (139)
Ucrania	Programas heredados	DEG	Abr-96	9 meses	598,2 mill. SDR (44)
		DEG	Ago-97	1 año	398,9 mill. SDR (29)
	Intervenciones ex-post	SAF	Sep-98	3 años	1,65 bill. SDR (119)
		Ampliación	May-99	—	274,4 mill. SDR (20)
Uruguay	Programas heredados	DEG	May-00	22 meses	150 mill. SDR (49)
		DEG	Abr-02	2 años	594 mill. SDR (194)
	Intervenciones ex-post	1.ª ampliación	Jun-02	—	1,16 bill. SDR (378)
		2.ª ampliación	Ago-02	—	376 mill. SDR (123)
		DEG	Jun-05	3 años	766,3 mill. SDR (250)

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.