

Alternativas cuando la carga de la deuda pública se hace insostenible

La tendencia al alza del endeudamiento de los Gobiernos, vigente durante décadas, se ha acentuado de manera muy acusada con la profunda crisis económica de los últimos años, particularmente en los países avanzados. El deterioro ha sido tan intenso como para abrir interrogantes sobre si algunos de ellos han alcanzado, o van camino de alcanzar, niveles insostenibles. Por desgracia, el atípico marco institucional de la eurozona contribuye a que determinados países de esta región estén al frente de la lista de sospechosos. Como consuelo, un aspecto positivo es la existencia de ciertos mecanismos útiles para la gestión de las crisis de deuda, al menos con vistas a evitar escenarios de impago desordenado. Pero es necesario utilizarlos bien.

Antes de considerar las particularidades de la eurozona conviene tener presentes las iniciativas internacionales para la instauración de un régimen general de prevención y resolución de las crisis de deuda soberana. Debe admitirse que los progresos han sido lentos, aunque recientemente se ha percibido un impulso notable. Desde las instancias gubernamentales, el G-20 lleva años impulsando el establecimiento de protocolos de actuación y foros para negociar y dictaminar ante episodios de crisis. Desde el sector privado, el Institute for International Finance también se ha mostrado muy activo al respecto. Pero tal vez el referente más significativo sea el Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) patrocinado por el FMI. En un principio estas iniciativas se concibieron para los países emergentes, como respuesta a la experiencia traumática que supuso la larga secuencia de crisis de deuda externa durante las décadas de los ochenta y noventa. La distinción entre deuda interna y externa es importante en los análisis teóricos y empíricos de los impagos soberanos. La decisión de incumplir incorpora aspectos de capacidad («poder») y de voluntad («querer»), en función de la existencia de vías alternativas como el ajuste fiscal, las ventas de activos o la monetización de la deuda. Esta última posibilidad determina que el impago interno tenga más que ver con la voluntad y el externo, con la capacidad. En el ámbito de la prevención, los elementos principales que se promueven son los que deben permitir el efecto disciplinante del mercado (divulgación de información fiable por parte de los Gobiernos, incentivos adecuados de las agencias de *rating*, etc.), así como vigilancia y asesoramiento por parte de órganos supranacionales. Cuando se llega a la necesidad de abordar la resolución, el propósito es análogo al de las legislaciones nacionales en materia concursal: aliviar la carga de la deuda hasta niveles sostenibles que efectivamente se atiendan, con el menor coste posible para todas las partes implicadas. Tres tipos de costes sobresalen. De entrada, obviamente, el quebranto patrimonial de los acreedores. Segundo, el daño a la reputación del país deudor (y de sus políticos). Tercero, el riesgo de contagio y afectación sistémica. La relevancia de estas variables explica la conveniencia de contar con un procedimiento que permita reestructurar la deuda pública de manera ordenada, negociada y alejada de la fórmula del repudio. El FMI se ha puesto manos a la obra con la presentación este año 2013 de una propuesta de reformulación del SDRM.⁽¹⁾ El diseño planteado tiene elementos muy interesantes. Se activa solo a petición de uno de los miembros del FMI, que debe justificar que la deuda que pretende reestructurar es insostenible. A continuación se forma un comité que representa a los acreedores y asume la responsabilidad de abordar los temas entre deudor y acreedores, o entre estos últimos. Los costes asociados al funcionamiento del comité debe sufragarlos el deudor. Como gran baza, el SDRM contempla la «agregación de los acreedores»: si se alcanza una mayoría cualificada (75%), las decisiones tendrán efectos sobre la totalidad de acreedores. De esta manera se evita que pequeños grupos (por ejemplo, los «*vulture funds*») rechacen adherirse a la operación con la intención de bloquearla para obtener beneficios particulares. Otra provisión legal con efectos similares consiste en las «cláusulas de acción colectiva» (CAC), si bien estas solo atañen a instrumentos financieros específicos (bonos en cuyo folleto de emisión u otras normas rectoras se incorpora la CAC), de modo que para aprobar una reestructuración de deuda que contenga CAC, la operación se debe realizar bono a bono. El SDRM contempla la resolución de posibles conflictos a través de un foro independiente. Concretamente, el Director Gerente del FMI nombra un panel de jueces que, a su vez, son los encargados de seleccionar a los profesionales que finalmente conformarán el foro.

En el seno de la eurozona, las autoridades de cada país no disponen de la política monetaria como herramienta para afrontar eventuales crisis de deuda, dado que dicha política está asignada a una institución independiente: el Banco Central Europeo (BCE). Es más, el estatuto del BCE le prohíbe explícitamente financiar a los Estados miembros, a la vez que la ausencia de un tesoro centralizado le deja sin respaldo fiscal. En cierto modo, esto significa que la deuda de los Gobiernos es como si fuera toda ella en moneda extranjera, lo que les sitúa en condiciones más vulnerables. Por si esto fuera poco, el Tratado de Maastricht especifica una «cláusula de no rescate» (*no bail-out clause*), por la cual los Estados miembros no son responsables ni deben asumir los compromisos o deudas de los demás socios. Sin embargo, el Tratado no contempla cómo se debe proceder ante la eventual necesidad de asistir a un país con problemas. Casi veinte años después de la firma de Maastricht, la larga y tortuosa crisis de Grecia ha puesto encima de la mesa la necesidad de contar con un marco institucional específico que facilite la resolución de las crisis de deuda soberana. Simplificando a efectos de exposición, y adoptando la jerga que se ha creado durante estos años, las opciones para un

(1) «Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework», FMI, 2013.

país de la eurozona ante una situación de incapacidad para atender el pago de la deuda pueden agruparse en dos categorías, en función de quién soporta la carga. Por un lado, las medidas de «Private Sector Involvement» (PSI), que básicamente entrañan una u otra modalidad de restructuración de la deuda: rebajar los tipos de interés, extender plazos, e incluso reducir el nominal. Por otro lado, las fórmulas de «Official Sector Involvement» (OSI), es decir, las ayudas proporcionadas por otros Estados u organismos internacionales (FMI, etc.), que pueden adoptar formas muy variadas: hoy por hoy obligadas a soslayar la cláusula de no rescate, pero con propuestas encaminadas hacia la mutualización.

En cuanto al PSI, el elemento clave es la conveniencia, por no decir necesidad, de contar con la «aprobación» de los tenedores de la deuda, un aspecto que en muchas ocasiones se convierte en un escollo insalvable. El caso griego, inicialmente planteado como un intercambio voluntario de bonos, constituyó un auténtico drama: negociaciones turbulentas, amenazas, dilación en el tiempo, para culminar con una polémica aplicación retroactiva de las CAC por parte del Gobierno heleno. Las autoridades europeas han tomado nota de estas disfunciones. La principal medida ha sido el acuerdo para que desde el 1 de enero de este año todos los bonos públicos emitidos en la eurozona incorporen, *ex ante* y en términos homogéneos, las CAC. Pero también sería aconsejable mejorar el marco institucional y el protocolo del proceso de negociación, concretando criterios y responsables de dictaminar los términos de una restructuración razonable y justa. Una propuesta interesante al respecto⁽²⁾ es la del denominado European Crisis Resolution Mechanism (ECRM), que se guiaría por los siguientes principios: solo se activaría si se demostrara que la dinámica de la deuda es insostenible; no interferiría en la soberanía del país deudor; proveería incentivos para que el deudor y los acreedores quisieran negociar; permitiría que si el deudor y una mayoría cualificada de los acreedores alcanzaran un acuerdo, este fuera de obligado cumplimiento para todos; la integridad del proceso estaría salvaguardada por un sistema de resolución de disputas imparcial y eficiente. La propuesta sugiere un ECRM conformado por tres unidades separadas. La unidad legal, con autoridad para abrir los procedimientos ante la petición de un Gobierno de la eurozona. La unidad económica, encargada de valorar si el Gobierno en cuestión se encuentra en una situación insostenible, y los términos de un acuerdo razonable. Y la unidad financiera, dotada de capacidad suficiente para proporcionar asistencia financiera a corto y medio plazo para facilitar que el país deudor pueda realizar los ajustes necesarios. Esto último supone incorporar un ingrediente de ayuda oficial (OSI).

Por ahora, las actuaciones OSI han adoptado la forma de préstamos (inicialmente bilaterales entre Gobiernos con la participación del FMI, y luego canalizados a través del FEEF y el MEDE). Aun así, no han faltado las denuncias de que se vulneraba la cláusula de no rescate, apelando a que las condiciones de los préstamos escondían una subvención o advirtiendo de la asunción de riesgos por parte de los prestamistas. Los mecanismos abiertamente orientados a la mutualización de pasivos y riesgos (como serían, por ejemplo, los eurobonos) no parecen viables en la fase actual del proceso de integración europea. Sí están bajo consideración fórmulas intermedias, que pueden ser de gran utilidad ante el desafío de la sostenibilidad de la deuda en algunos países. Una propuesta singular, por su procedencia —el consejo de expertos económicos del Gobierno alemán— y por sus impulsores —el Parlamento y la Comisión europeos—, es el denominado European Redemption Fund (ERF), que se concibe como un equilibrio de dos principios fundamentales.⁽³⁾ El primero es la «responsabilidad»: compromiso irrevocable de todos los países en materia de disciplina fiscal. El segundo es la «solidaridad»: los países que atraviesen problemas recibirían el respaldo del resto. La idea principal del ERF es separar el total de deuda acumulada por un país miembro en dos partes. La primera equivale al 60% de su PIB, el límite contemplado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La segunda comprende toda la deuda que exceda dicho umbral. Esta segunda parte podría ser transferida al ERF, donde todos los miembros de la eurozona tendrían responsabilidad conjunta. Simultáneamente, cada país deberá garantizar la deuda transferida con un depósito en forma de reservas internacionales, que se perderá en caso de incumplir las obligaciones contraídas: mantener el endeudamiento no transferido por debajo del 60% del PIB, controlar el déficit presupuestario por debajo del 0,5% del PIB, incluir «frenos fiscales» a nivel constitucional, y eliminar la deuda transferida en un plazo de 25 años. El efecto perseguido con este mecanismo es reducir el coste de financiación de los países apurados, lo que mejoraría la sostenibilidad de su deuda total.⁽⁴⁾

Sin duda, combinar con acierto PSI y OSI constituye uno de los nudos gordianos en el proceso de crisis y refundación del euro que estamos viviendo. Los inicios en 2009 no fueron muy afortunados, pero poco a poco parece que los distintos agentes implicados van encontrando el camino, aunque todavía queda mucho por recorrer.

*Departamento de Mercados Financieros
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

(2) Véase Gianviti, F. y otros, «A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal», Bruegel Blueprint 10, 2010.

(3) Véase «European Redemption Pact», German Council of Economic Experts, Informe Anual 2011.

(4) Otra propuesta interesante es la realizada por J. Delpla y J. von Weizsäcker, «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief 3, 2010.