

Opinión

LA SEGUNDA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA



Barry Eichengreen

Profesor de Economía en la Universidad de California-Berkeley

A veces las peores intenciones cosechan los mejores resultados. Así ha ocurrido, inesperadamente, con la deuda argentina.

La historia comienza con la crisis financiera argentina de 2001-2002. No hay dudas de que la crisis dejó al país incapacitado para pagar sus deudas. Pero Argentina no hizo amigos esperando cuatro años para negociar con sus acreedores y ofreciendo luego condiciones para un acuerdo que eran rancas para los estándares de anteriores reestructuraciones de deuda.

Con todo, las condiciones eran aceptables para la gran mayoría de los acreedores del país, que cambiaron sus antiguas pretensiones por unas nuevas valoradas en 30 céntimos por dólar. Todo esto es, salvo por unos pocos resistentes que compraron baratos los bonos restantes y fueron a los tribunales, en concreto al Tribunal de Distrito estadounidense del Distrito Sur de Nueva York, pidiendo que se les pague íntegramente.

Esta quiéjotesca estrategia se encontró con un éxito inesperado cuando el juez federal Thomas Griesa falló en favor de los resistentes. Griesa reinterpretó de forma peculiar la cláusula *pari passu*, o de trato equitativo, de los contratos de deuda de modo que significara que los *fondos buitres* que rehusaron participar en el intercambio de deuda anterior

debían recibir no 30 sino 100 céntimos por dólar.

La sentencia de Griesa amenazaba con declarar en desacato al Bank of New York Mellon, el representante del gobierno argentino, si pagaba a otros portadores de bonos sin pagar a su vez a los buitres. Obstaculizada en la práctica para pagar su deuda en las condiciones renegociadas, Argentina no tenía otra opción que declararse en impago una vez más.

Nadie salió limpio de polvo y paja de este episodio. Las duras tácticas y las políticas erráticas de Argentina no cautivaron precisamente a sus inversores. Los buitres no tuvieron escrúpulos en lucrarse a costa de los contribuyentes argentinos. Ahora están desplegando la misma estrategia contra la República Democrática del Congo, uno de los países más pobres del mundo.

Griesa, por su parte, no tuvo ningún remordimiento por desbaratar un orden financiero según el cual los intercambios en el mercado libre de bonos viejos por otros nuevos se usan para reestructurar las deudas de países incapaces de pagar. Haciendo imposible que las deudas soberanas se reestructuren, deja en la práctica a los países incapaces de pedir préstamos en Estados Unidos. Al ignorar los precedentes anteriores [sic] y todo sentido común económico, empujó a los mercados financieros internacionales al caos.

Esto provocó varias propuestas de reforma de los mercados de deuda soberana. Resuci-

tando ideas que se habían expresado al comienzo del anterior default de Argentina, algunos expertos propusieron crear un tribunal internacional de bancarrotas experimental. La única cosa que les gustaría menos son obligaciones cuyas condiciones las hicieran cumplir tribunales tan fáciles de manipular como los de Argentina. En cuanto a endeudarse en monedas europeas, Griesa se apresuró a declarar que sus resoluciones cubrirían también ese tipo de bonos.

Afortunadamente, hay una solución simple a estos problemas. Los inversores podrían acordar incluir texto en los contratos de bonos que no deje espacio para los fondos buitres. En primer lugar, podrían clarificar la cláusula *pari passu*, especificando que garantiza un tratamiento comparable para los portadores de bonos existentes, no para los portadores de bonos existentes y anteriores portadores de bonos cuyas demandas ya se hubieran extinguido.

En segundo lugar, los emisores podrían añadir "cláusulas de agregación" que especificaran que un acuerdo apoyado por una mayoría cualificada de los portadores de bonos del país, digamos, dos tercios, obligaría a todos sin

excepción. Ya hubo un movimiento tras el anterior default de Argentina para añadir "cláusulas de acción colectiva" que permitían a los portadores de una emisión de bonos particular realizar una votación vinculante antes de aceptar una oferta de reestructuración.

Pero esto aún permitía a los buitres bloquear el proceso mediante la adquisición de un tercio de una emisión de bonos particular. Por el contrario, la compra de un tercio del balance total de deuda de un país, necesaria para tener una posición de bloqueo cuando todos los portadores de bonos votan a la vez, es en conjunto una premisa más costosa.

En 2003, en un artículo del *American Economic Review*, Ashoka Mody y yo defendimos estas disposiciones. Son básicamente las que, sujetas a algunos detalles adicionales que no hace falta analizar aquí, ha acordado implementar ahora la Asociación Internacional de Mercado de Capitales de los principales inversores y emisores.

¿Por qué no sucedió antes? La respuesta es que conseguir que los inversores se pongan de acuerdo es como pastorear gatos. En este caso, requería un liderazgo fuerte entre bastidores del Tesoro estadounidense.

El acuerdo no es perfecto, y sigue habiendo problemas. Dado que las nuevas disposiciones contractuales no son fácilmente retroadaptables a los bonos antiguos, pasarán años antes de que las cláusulas estén incluidas en el conjunto total de la deuda. Crear un tribunal internacional de bancarrotas sería una solución mucho más eficaz, pero eso no la hace viable. Los inversores tuvieron el sentido común de reconocer que, en los mercados internacionales de capital, lo ideal es enemigo de lo bueno.

Las políticas erráticas de Argentina y sus tácticas desmotivan a los inversores

EUROPA NECESITA MÁS INVERSIÓN



S. Griffith-Jones y Giovanni Cozzi

Directora de Mercados Financieros, Iniciativa para el Diálogo Político en la Universidad de Columbia y asesor económico de la Fundación de Estudios Progresistas Europeos

El consenso de que será imposible un crecimiento sostenido de la Unión Europea sin estimular la inversión es cada vez mayor. Recuperar el crecimiento en la eurozona es primordial cuando en los últimos tres meses éste fue nulo.

El Consejo Europeo dejó claro que se necesitan medidas urgentes para aumentar la inversión y crear trabajo. Para ello, hizo un llamamiento a las iniciativas privadas con financiación pública.

El presidente de la Comisión, Jean-Claude Juncker, se comprometió a hacer un mejor uso del presupuesto de la UE y del Banco Europeo de Inversiones (BEI). Dijo que esta iniciativa movilizaría hasta 300.000 millones de euros adicionales en inversión público-privada en los próximos tres años recomendando "la promoción de proyectos nuevos, sostenibles y que creen empleo".

En este artículo presentamos una propuesta específica que contempla una expansión

adicional del capital del BEI y su capacidad de préstamo, además de otros instrumentos para estimular la inversión. Estas medidas traerían crecimiento a largo plazo y competitividad, además de crear una mayor demanda agregada para estimular un crecimiento más rápido y la creación de empleo. Proponemos así dos caminos prometedores para utilizar los recursos públicos limitados y lograr beneficios en términos de inversión. El primero es incrementar el capital del BEI y el segundo lograr un 'efecto palanca' en el presupuesto europeo.

A mediados de 2012, como paso visionario, los líderes europeos doblaron el capital propuesto para el BEI en 10.000 millones de euros. La medida tuvo éxito y aumentó significativamente la capacidad de préstamo del BEI, un 42 por ciento entre 2012 y 2013. Los préstamos del BEI a las PYMES casi se duplicaron. Como la medida funcionó y los créditos de los bancos privados son ahora limitados, especialmente en los países más afectados por la crisis, sugerimos incrementar en 10.000 millones de euros el capital desembolsado del BEI. Esto posibilitaría un aumento de 80.000

millones de euros para préstamos del BEI y una ampliación total de 160.000 millones para los próximos años. Los recursos adicionales se utilizarían tanto en los países más golpeados por la crisis como en el resto.

Dado que los Estados de la zona euro se encuentran muy integrados, sobre todo por el comercio, el crecimiento de los países de la periferia beneficiaría también al resto de naciones de la UE. Grandes proyectos podrían ser cofinanciados por el BEI

junto con inversiones que provengan de Fondos de Pensiones y por compañías aseguradoras. Una parte menor del presupuesto de la UE podría utilizarse para mitigar el riesgo y permitir al BEI realizar préstamos adicionales. Una menor proporción del presupuesto de la UE, unos 5.000 millones de euros anuales, podría usarse para estos propósitos, haciendo posible que el BEI preste 10.000 millones adicionales para financiar proyectos de infraestructura y promover la innovación, lo que podría generar 40.000 millones de inversión. Ambas medidas harían que los préstamos y la inversión crecieran 300.000 millones en los próximos cinco años.

Tras los malos resultados es vital recuperar el crecimiento en la Eurozona

Pero ¿cuál sería el impacto de esta estrategia en el crecimiento, empleo e inversión, en la deuda y el déficit fiscal? Utilizando el Modelo Alfabético de Cambridge (CAM), estimamos que estos niveles de préstamos y planes de inversión crearían 5 millones de empleos en la UE. También tendrían resultados favorables en la deuda pública y el déficit fiscal.

Sin la realización de medidas adicionales, el coeficiente deuda/PIB (debt-to-GDP ratios) para el sur de la eurozona (Grecia, Italia, Portugal y España) proyecta un incremento superior al 140 por ciento para 2020, como resultado del pobre crecimiento. En cambio, nuestra estrategia de inversión posibilita un mayor crecimiento económico y una significativa reducción en el coeficiente de deuda pública del 100 por ciento del PIB en el sur de la eurozona para 2020. Adicionalmente este escenario frenaría el deterioro del déficit fiscal, manteniendo estable la inversión pública. Esto generaría la disminución, hasta alcanzar un umbral del 3 por ciento fijado por el Fiscal Compact. El resultado sería la creación de empleo y resulta coherente con las medidas que las autoridades de la eurozona han empezado a plantear. En definitiva, las medidas le darán esperanza a millones de desempleados y contribuirán a un renacimiento del entusiasmo de los europeos. Por eso, ¡estas medidas deben implementarse de forma urgente!