

39 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2019

Sustentabilidad de la deuda pública en países emergentes

Conceptos y enfoques de política para la prevención y resolución de crisis de deuda

Pablo Carreras Mayer

CEDES, Universidad de Buenos Aires

Adrián Consentino

Universidad de Buenos Aires

SUMARIO

1. Introducción
2. Las dimensiones de la sustentabilidad
3. Sustentabilidad y crisis de deuda
4. Un esquema de política macroprudencial: prevenir antes que curar
5. Acciones de reestructuración: Buenas prácticas en la resolución de crisis

Para comentarios:
adrian.e.cosentino@gmail.com

Resumen

El análisis de sustentabilidad busca evaluar la capacidad del Estado de atender sus obligaciones financieras, tanto en situaciones de normalidad como ante diversas perturbaciones. En este trabajo repasamos el concepto de sustentabilidad "tradicional" que hace énfasis en la dimensión fiscal, para luego ampliarlo incorporando los riesgos asociados a la estructura de vencimientos (riesgo de liquidez o roll-over) y la moneda de denominación de los contratos (riesgo de descalce cambiario). En nuestra visión, la dinámica de la cuenta corriente es tan importante como la dinámica de las cuentas fiscales para asegurar la sustentabilidad de la deuda pública.

El trabajo luego profundiza en dos cuestiones vinculadas a la administración de la política económica con el objetivo de mantener el endeudamiento en una trayectoria sustentable. En primer lugar se discute el diseño de una política macroprudencial enfocada en prevenir episodios de crisis de deuda haciendo uso de herramientas de política financiera, monetaria y regulatoria. Llamamos a esto el enfoque "preventivo". En segundo lugar se discuten buenas prácticas para manejar la política de reestructuración de pasivos priorizando el objetivo de recuperar la sustentabilidad antes que recuperar acceso al mercado. Llamamos a esto el enfoque de "resolución" de crisis.

Ambos enfoques son luego utilizados para discutir la experiencia reciente de Argentina desde que completó su normalización financiera en 2016. Partiendo desde una situación de bajo endeudamiento, Argentina transitó una acelerada (y auspiciosa) reinserción en los mercados para tan solo dos años después terminar en el programa stand-by más grande de la historia del FMI.

1. Introducción

Las crisis de deuda son el reflejo de una pérdida de sustentabilidad en las finanzas públicas y suelen revelar problemas profundos en el funcionamiento de los esquemas macroeconómicos. Los eventos de crisis en general, y en particular los asociados a la deuda pública se caracterizan por una ruptura extendida de contratos, comprometiendo la cadena de pagos que sustenta la actividad económica. Estas disrupciones presentan consecuencias macroeconómicas a gran escala e, incluso, pueden generar trastornos en el crecimiento de largo plazo.

Bajo la definición más general posible, la deuda de cualquier agente económico es sustentable o sostenible cuando éste es capaz de dar cumplimiento efectivo a los compromisos financieros asumidos en el pasado y esta capacidad es robusta a perturbaciones de magnitud.

El análisis de sustentabilidad de la deuda soberana intenta evaluar la capacidad del Estado de atender sus obligaciones financieras, tanto en situaciones de normalidad como ante diversas perturbaciones macroeconómicas de magnitud. Bajo condiciones favorables, un deudor público con una sustentabilidad frágil puede subsistir sin caer en un evento crítico; sin embargo, está más expuesto ante cualquier perturbación negativa que otro de mayor solvencia relativa.

Habida cuenta de los efectos disruptivos de estos eventos, un objetivo prioritario de la gestión macroeconómica y financiera del gobierno debe ser mantener al endeudamiento del soberano en un sendero sustentable. Un primer paso para cumplir este objetivo es comprender los

fundamentos que hacen sustentable a la deuda soberana de países emergentes sustentabilidad. Para los emergentes el caso normal es que el sector público solo puede acceder a financiamiento externo denominado en moneda extranjera (dólares). Esto introduce una complejidad adicional, pues la sustentabilidad del sector público pasa a depender de la sustentabilidad de la cuenta corriente y por lo tanto del tipo de cambio real. A su vez, la dinámica de los flujos de capitales internacionales tiende a mostrar exacerbada volatilidad, en especial ante cambios en las condiciones de liquidez globales. Esta volatilidad en los capitales es un factor disruptivo que aumenta el grado de volatilidad de las economías emergentes.

Este trabajo busca ofrecer algunas reflexiones en está discutiendo el diseño de una política macroprudencial enfocada en prevenir episodios de crisis de deuda haciendo uso de herramientas de política fiscal-financiera, monetaria y regulatoria. Llamamos a esto el enfoque "preventivo". Por otra parte, es importante entender el rol de los procesos de reestructuración una vez que el soberano cae en una trayectoria insustentable de sus pasivos. En nuestra visión, la política de reestructuración de pasivos debe priorizar el objetivo de recuperar la sustentabilidad antes que recuperar acceso al mercado. Llamamos a esto el enfoque de "resolución" de crisis.

Luego de esta breve introducción el trabajo se estructura como sigue. En la sección 2 se discuten las diversas dimensiones que hacen a la sustentabilidad de deuda. Se expone la visión "tradicional" centrada en el aspecto fiscal, para luego incorporar dos dimensiones esenciales: i) los problemas derivados del riesgo de rollover y los shocks de liquidez y ii) la importancia de la composición por moneda. En la sección 3 estos elementos se combinan para dar una visión estilizada de los procesos de crisis de deuda en los emergentes estresando el rol que juegan los desequilibrios externos. La sección 4 expone el enfoque "preventivo", delineando los rasgos principales de un esquema de política macroprudencial con la mira puesta en la sustentabilidad. La sección 5 discute el enfoque de "resolución" centrado en cómo deben orientarse las reestructuraciones cuando un soberano entra en un proceso de crisis de deuda.

2. Las dimensiones de la sustentabilidad

2.1 La visión tradicional: el enfoque "fiscalista"

Bajo la visión tradicional, la deuda de un gobierno es sustentable si la política fiscal es capaz de generar un nivel de ahorro suficiente. Por suficiente se entiende que el Estado tenga la capacidad (y voluntad) de generar un volumen de recursos excedentes como para repagar las obligaciones financieras contraídas bajo las condiciones originales. En este enfoque, por lo tanto, el elemento central es el comportamiento de la política fiscal a lo largo del tiempo (Cosentino *et al*, 2017). El punto central de este enfoque resulta bastante intuitivo: para que la deuda sea sustentable las cuentas fiscales deben estar "sanas" hoy y en el futuro.

El FMI (2011) define a la sustentabilidad fiscal como aquella condición que cumple la deuda pública de un país cuando manteniéndose la política fiscal actual y dado un escenario futuro respecto a la evolución de los costos de financiamiento, pueden descartarse la ocurrencia de los siguientes escenarios con un grado de confianza elevado:

1. Una reestructuración o default de su deuda.
2. La acumulación de deuda a un ritmo por encima del crecimiento de la capacidad de pago.

Si lo anterior no se cumple, entonces la política fiscal debe ser modificada (debe practicarse un ajuste fiscal). Si la magnitud del ajuste no es política o socialmente practicable, entonces la deuda es insustentable. La noción de que existen límites políticos y sociales que impiden que cualquier ajuste sea factible introduce una complejidad sutil. Bajo este enfoque la capacidad de un gobierno (y de la economía como un todo) de generar una masa de ahorro para pagar sus compromisos debe ser acompañada también por la voluntad de la sociedad de respaldarlo.

La definición implica entonces que la deuda es sustentable cuando se espera –con un alto grado de confianza– que un gobierno pueda servir con normalidad los pagos asociados a su deuda, sin la necesidad de emprender difíciles políticas de ajuste fiscal y/o tener que renegociar sus acreencias.

Para determinar si la deuda pública es sostenible en el tiempo es necesario realizar algún tipo de análisis prospectivo sobre la dinámica de la política fiscal, las tasas de interés que se determinarán en el mercado, y el crecimiento del producto.

Partiendo de la restricción de presupuesto del sector público (la noción de que necesidades y fuentes de financiamiento deben balancearse), puede mostrar que la evolución del stock de deuda pública (como proporción del PBI real) depende de (i) el costo real de financiamiento – la diferencia entre el costo financiero nominal y la tasa de inflación–, (ii) el crecimiento real del PBI y (iii) el resultado primario del gobierno (la diferencia entre ingresos y gastos –netos de pagos de interés)¹.

Si un gobierno mantiene una trayectoria estable del ratio deuda-PBI puede mostrarse que esto es equivalente a que su deuda sea sustentable. En este caso el valor presente de su deuda es igual al valor presente de los superávits futuros. Además, dado que los Estados tienen una vida de longitud indefinida esto implica que el capital es refinanciado de forma perpetua: en los hechos nunca se cancela (Eisner, 1994).

Si la tasa de crecimiento real supera al costo de financiamiento real (la tasa de interés real que el Estado paga por su deuda) se genera un “dividendo” del crecimiento que tiende a reducir el ratio deuda-PBI. En esta situación, el Estado podría tener un presupuesto equilibrado o ligeramente deficitario e igualmente presentar una reducción en el tiempo de la carga de la deuda, y consecuentemente una capacidad de pago incremental. Como discute Blanchard (2019) esta situación parece haber sido la norma para los estados soberanos desarrollados durante el siglo XX y XXI, países donde el Tesoro Nacional emite pasivos libres de riesgo (de crédito).

Para los países emergentes como el nuestro, el caso más relevante es cuando la tasa de interés real excede a la tasa de crecimiento de la economía. En este caso, para que el ratio de deuda-PBI decrezca o se estabilice será necesario que el gobierno mantenga un resultado primario superavitario. La magnitud de este superávit es función de la diferencia entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento y el ratio deuda-PBI.²

Es importante aclarar que del análisis anterior no se desprende que una tendencia incremental en la carga de la deuda transitoria afecte necesariamente la posición de solvencia de largo plazo de un gobierno. Así, el enfoque fiscal no exige necesariamente que un gobierno satisfaga constantemente una trayectoria de endeudamiento.

¹ Una demostración de esta afirmación puede encontrarse en Ley (2009).

² Formalmente, en Cosentino *et al* (2017) mostramos que este nivel de superávit “requerido” para satisfacer la condición de sustentabilidad (s_t^*) es igual a: $s_t^* = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1}$

Donde r_t es la tasa de interés real, g_t es la tasa de crecimiento real del PBI y d_{t-1} es el ratio deuda-PBI del período anterior. Este superávit requerido está expresado como proporción del producto.

Por ejemplo, un gobierno que haga frente a un *shock* temporal puede inclinarse por recurrir a los mercados de deuda para amortiguarlo. En la medida que el *shock* sea transitorio, el endeudamiento adicional no debería afectar la posición de solvencia del gobierno, siempre que pueda alcanzar el luego el nivel de superávit requerido para estabilizar la deuda.

Una cuestión que no debe pasar desapercibida es que la evolución de la carga de la deuda (y por lo tanto la sustentabilidad) depende de dos conjuntos de factores: (i) unos sobre los cuales el gobierno posee un elevado grado de control como son las decisiones de gastos e ingresos y (ii) otros sobre los que es más difícil que el gobierno influya, o sobre los que influye solo indirectamente, como el crecimiento del producto, la dinámica inflacionaria, y la evolución de las tasas de interés —en particular, el componente que hace a la prima de riesgo.

Si bien la política fiscal y la política monetaria afectan el nivel del producto y la evolución de los precios, no son el único factor que los determina y muchas veces pueden ser insuficientes para contrarrestar las dinámicas negativas provenientes de las decisiones del sector privado. Por su parte, si bien es cierto que la política monetaria influye sobre las tasas domésticas, difícilmente altere percepción de los inversores con respecto al riesgo de crédito y el *spread* asociado a éste.³

En definitiva, el costo del endeudamiento para el gobierno depende, entre otros factores, del riesgo de impago percibido y la consecuente prima que el mercado exija como compensación. Podemos ver que esto introduce un elemento circular en el razonamiento. Por un lado, los inversores forman una conjetura respecto de la sustentabilidad de la deuda para intentar comprender las probabilidades de que surja un episodio de impago y eventuales reestructuraciones. Al mismo tiempo, en base a estas conjeturas, fijan una prima de riesgo que incide sobre el costo de financiamiento. El problema radica en que la tasa de interés afecta al superávit requerido para estabilizar la deuda, lo que introduce una interdependencia entre las creencias de los inversores respecto a la sustentabilidad y su capacidad de fijar el costo del endeudamiento.

Esta interdependencia es la que puede dar lugar a procesos de profecías “autocumplidas”. Si los inversores consideran que el gobierno presenta fundamentales consistentes con una trayectoria de endeudamiento sustentable, las primas exigidas a la deuda del gobierno serán bajas. Este bajo costo de endeudamiento generará a su vez que el superávit requerido para estabilizar la deuda sea menor, lo que tenderá a reforzar la percepción de solvencia del gobierno. En el caso contrario, si los inversores ven deteriorada su expectativa de que el gobierno pueda mantenerse en una trayectoria sustentable de endeudamiento, esto provocará el aumento de las tasas afectando la solvencia del gobierno, lo que tenderá a reforzar o convalidar las malas expectativas iniciales de los inversores (Cosentino *et al.*, 2017).

Por lo tanto, la sustentabilidad dependerá (en buena medida) de las expectativas: es decir, de la forma en que los agentes interpreten la información disponible y formen conjeturas respecto al futuro. Bajo el enfoque fiscal esta visión se reduce a la manera en que fijen expectativas con respecto a:

- i. Las potencialidades de crecimiento a futuro de la economía.
- ii. La capacidad y posibilidad del gobierno de alcanzar y mantener un superávit fiscal consistente con una trayectoria estable del ratio deuda-PBI.

³ Al mismo tiempo, en la medida en que el soberano se endeude en moneda extranjera, la política monetaria no afecta la curva de rendimiento del soberano, que pasa a estar determinada por las tasas de interés internacionales y la prima de riesgo país.

- iii. El costo de endeudamiento que el gobierno enfrente en el futuro, lo cual dependerá de la dinámica esperada de las tasas libres de riesgo y el spread por riesgo de *default*.

Si bien el enfoque fiscal tiene sus méritos, soslaya dos riesgos que –a nuestro juicio– han estado presentes en las crisis de deuda de los países emergentes en general y de Argentina en particular: (i) el riesgo de rollover asociado a la estructura de vencimientos y (ii) el riesgo cambiario asociado al descalce entre ingresos y egresos cuando hay movimientos en el tipo de cambio real.

2.2 Estructura de vencimientos y los riesgos de rollover

Hasta aquí implícitamente asumimos que no hay problemas de acceso al mercado para aquellos agentes percibidos como sustentables. Liquidez y sustentabilidad van de la mano. No obstante, vale la pena levantar este supuesto para explorar los efectos que aumentos transitorios en las tasas de interés (shocks de liquidez) pueden tener sobre la sustentabilidad ante distintas configuraciones en los plazos de endeudamiento del soberano (i.e. si los vencimientos de capital se concentran en el corto o en el largo plazo).

El prerrequisito para que un deudor público pueda hacer frente a una amortización de capital es que cuente con la liquidez necesaria a tal efecto, en la moneda correspondiente. Por las magnitudes asociadas a las amortizaciones, la típica fuente disponible son nuevas emisiones de deuda en el mercado (Uryszek, 2011). Esto naturalmente lleva a que la estrategia usual de política financiera se centre en refinanciar los vencimientos de capital.

El riesgo de refinanciación aparece cuando la deuda debe ser refinanciada a costos que resultan muy desfavorables. En un caso extremo, el riesgo máximo asociado a la refinanciación es que el gobierno no pueda hacerse de los fondos necesarios en el mercado. En este caso, se verá obligado a incurrir en mora y eventualmente reestructurar sus obligaciones o, alternatively, implementar un ajuste fiscal para cubrir el capital con recursos propios. Dada la magnitud de las amortizaciones, esta última opción suele ser inviable.

Como dijimos antes, el enfoque fiscal presupone que el gobierno siempre puede acceder al mercado para refinanciar el capital. La estructura temporal de vencimientos del capital es irrelevante para la sustentabilidad: el hecho de que la deuda sea enteramente de corto plazo o que presente una vida promedio de 30 años no tiene incidencia sobre su solvencia. No obstante, si nos centramos en la mecánica de las profecías autocumplidas podremos observar que mientras más corta sea la estructura de vencimientos de la deuda, más rápido se deteriorará la posición de solvencia del sector público y más “efectivo” resultará un eventual ataque especulativo de los inversores, validándose así las expectativas iniciales de menor solvencia.

Considérese el siguiente ejemplo. Supongamos un país que cuenta con una vida promedio de un año en su deuda pública y una carga equivalente al 100% del producto, que enfrenta un aumento de 200pb en su tasa de interés. Este país verá comprometida su capacidad de pago, puesto que los servicios de interés aumentarán en un 2% del PBI, incrementándose drásticamente la brecha fiscal⁴ cualquiera sea el nivel de resultado primario antes del “pánico inversor”. Mientras que, si imaginamos un país con idéntica carga de deuda, pero con una vida promedio

⁴ La “brecha fiscal” se define como la diferencia entre el superávit primario requerido para estabilizar la deuda y el resultado primario observado.

de diez años, el mismo tipo de *shock* le supondrá un aumento de los servicios de interés de solo el 0,2% de su producto bruto (durante el primer año).

Claramente, los efectos son menos dramáticos si el aumento en el costo de financiamiento se considera transitorio o si la vida promedio de la deuda es más larga, bajando las necesidades de *roll-over* de cada ejercicio. El hecho de que la deuda exhiba una vida promedio holgada contribuye a mejorar la percepción de crédito puesto que la ocurrencia de *shocks* negativos implica un bajo impacto inmediato sobre los servicios que debe afrontar el Tesoro y tiende, por lo tanto, a preservar la capacidad de pago de este, a la vez que le concede mayor margen de maniobra para implementar ajustes en su política fiscal.

Por otra parte, los países emergentes típicamente cuentan con mercados domésticos poco desarrollados, por lo que buena parte de su financiamiento se realiza en el mercado internacional. La literatura empírica que analiza los movimientos de los flujos de capitales internacionales muestra que estos están sujetos a una elevada volatilidad, registrándose muchos períodos de “oleadas masivas” de capitales: tanto episodios de ingresos netos como episodios de salidas netas (Forbes & Warnock, 2012). Los llamados factores globales –la volatilidad de los mercados internacionales, la tolerancia por el riesgo, y la liquidez global– son señalados como los principales determinantes de los movimientos de capitales externos. Esta volatilidad en los flujos de capitales exagera el riesgo de rollover para los soberanos emergentes.

Eichengreen & Mody (1998), en base a una muestra de emisiones de deuda soberana emergente en los mercados internacionales, dan cuenta de la marcada volatilidad de los precios de estos instrumentos y la preponderancia que parecerían mostrar los “ánimos del mercado” (el apetito por el riesgo de los inversores) a la hora de explicar estas grandes fluctuaciones de precios, aun cuando los *fundamentals* de los emisores no exhibían signo alguno de debilidad.

Kaminsky (2008) establece que mientras mayor sea la integración financiera de un país emergente, y mientras más elevada sea la dependencia de financiamiento externo de un gobierno, mayor resulta la probabilidad de que este experimente una interrupción súbita (*sudden stop*) en los flujos de capitales. Este estudio, centrado en el análisis de las emisiones de bonos soberanos y los desembolsos de préstamos bancarios sindicados, se encuentra evidencia de que las dos condiciones principales que afectan la disponibilidad de financiamiento internacional son: (i) las condiciones económicas internacionales medidas a través del crecimiento mundial y la evolución de las tasas de interés internacionales, y (ii) la solidez de la cuenta corriente, siendo que los países con déficits de cuenta corriente más pronunciados son más propensos a experimentar disminuciones en su oferta de financiamiento.

Sintetizando lo anterior, la teoría y la evidencia empírica sugieren que mientras más elevada sea la dependencia del financiamiento externo y más corta sea la vida promedio del stock de deuda, mayor será el riesgo de refinanciación dada la volatilidad que exhibe el mercado financiero internacional y los flujos de capitales hacia los emergentes.

2.3 Solvencia del sector público y sostenibilidad externa

Cuando se analizan los determinantes del crecimiento de la deuda pública, para América Latina, los déficits presupuestarios desempeñan sólo un papel secundario en la explicación de los aumentos de la deuda. A contramano del sentido común, el BID muestra que sólo el 5% de la variación acumulada de la deuda pública se debe a los déficits presupuestarios, mientras que el 95% restante responde a otras dos causas: los ajustes del tipo de cambio real y los pasivos contingentes (BID, 2007).

Si la deuda pública está denominada mayormente en moneda extranjera, una devaluación real del tipo de cambio aumenta la proporción de la deuda con respecto al PBI, en tanto que una apreciación real la reduce. El mecanismo es intuitivo: si el porcentaje de deuda en moneda extranjera es mayor a la participación de bienes transables en el producto, el cambio de precios relativos hace que el PBI “en dólares” se contraiga más que la deuda (la deuda en moneda doméstica se “licúa” con una devaluación). El riesgo de exposición a fluctuaciones cambiarias se traduce en que la carga de deuda depende, en parte de los precios relativos entre bienes transables y no transables –el tipo de cambio real.

En una economía con pasivos “dolarizados”, la pérdida de acceso a los mercados internacionales de crédito no resulta necesariamente de un sobreendeudamiento en relación con la capacidad de pago que marca la visión fiscal. Por el contrario, puede ser la consecuencia de factores externos que implican desequilibrio en sus cuentas externas. Entre estos factores vale la pena destacar al menos dos: deterioros súbitos en los términos de intercambio, y retracciones abruptas de los flujos de capital –*sudden stops*.

Los episodios de interrupciones súbitas de financiamiento externo tienden a ser simultáneos y afectar a países con independencia de su situación fiscal, lo que tiende a disminuir la relevancia del enfoque tradicional –centrado solamente en lo fiscal– para comprender el fenómeno de las crisis de deuda (BID, 2007). A su vez, estos episodios de reversión están asociados de forma predominante a factores externos, ya sea por cambios en las condiciones de liquidez globales (las tasas de interés de las economías desarrolladas), o por cambios en la aversión al riesgo de los inversores internacionales (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1996; Forbes & Warnock, 2012).

Cuando las economías sufren *sudden stops* se suceden ajustes abruptos de los déficits en cuenta corriente. Estos ajustes exigen, entre otros factores, una depreciación considerable del tipo de cambio real para incentivar la producción transable y equilibrar el balance de pagos, más aún cuando el cese en los ingresos de capital resulta persistente. Este ajuste puede acarrear como efecto indirecto importantes efectos de valuación que terminan multiplicando el costo del servicio de la deuda, generando considerables saltos discretos en el nivel de endeudamiento del sector público.

La discusión anterior está íntimamente relacionada con lo que la literatura denomina “pecado original” –*original sin*. Eichengreen & Hausmann (1999) muestran que los países en desarrollo son más vulnerables que los países desarrollados a las crisis financieras internacionales debido a la composición por moneda de su deuda. Esto sucede porque los países emergentes encuentran grandes dificultades para emitir pasivos en su propia moneda y a largo plazo.

Para cumplir con las obligaciones en moneda extranjera el gobierno debe acceder a las divisas necesarias. Cabe notar que las fuentes de ingreso a su disposición (impuestos, utilidades de empresas públicas, entre otros) se recaudan en moneda local. Esto se relativiza en el caso de aquellos gobiernos que tienen control directo de actividades exportadoras y que obtienen una parte importante de sus recursos por la explotación de estas: este es el caso de Chile con la producción de Cobre o Venezuela con la explotación de hidrocarburos.

Aun cuando el soberano cuente con un superávit fiscal muy abultado, suficiente para cancelar todos los vencimientos al tipo de cambio de mercado vigente, sino consigue convertirlos en divisas por algún mecanismo no podrá realizar la cancelación de los servicios correspondientes. De forma estilizada, el gobierno puede hacerse de las divisas de tres formas:

- i) *Demandando divisas en el mercado cambiario*: en este caso la oferta neta de divisas de las que puede hacerse está compuestas por el superávit de cuenta co-

riente, si lo hubiera, y los flujos netos de capitales correspondientes al sector privado o subnacional (inversión extranjera directa, emisión de deuda, y movimientos de cartera que se intermedien a través del mercado cambiario spot).

- ii) *Emitiendo pasivos denominados en divisas o, en su defecto, que puedan suscribirse en divisas*: de no poder acceder a las divisas necesarias en el mercado cambiario deberá recurrir a financiamiento fresco en moneda extranjera para hacerse de la liquidez necesaria. Alternativamente, podría darse el caso que los inversores suscribieran una emisión de bonos en moneda doméstica directamente con divisas; sin embargo, esta no es una operación usual.
- iii) *Utilizando Reservas Internacionales u otros stocks de activos que puedan ser liquidados en divisas*.

De las fuentes de recursos mencionadas, solo el superávit de la cuenta corriente constituye una fuente de ahorro “genuina” de la economía como un todo. El resto de las fuentes a las que hicimos referencia implican que, o bien generarán flujos de repago en el futuro (las deudas deben ser cubiertas por el capital y los intereses), o bien son agotables (como es el caso de los *stocks* de reservas internacionales que, por definición, son finitas). Dificilmente podría ser una situación sostenible que un país reciba flujos de capitales netos positivos continuamente. Bajo esta situación la deuda externa del país crece indefinidamente, siendo esto inconsistente con una capacidad de repago finita. La economía estaría jugando un juego de Ponzi con sus acreedores externos.

Por otra parte, y como mencionamos en la sección anterior, los flujos de capitales externos han sido una fuente de financiamiento sumamente volátil y de carácter procíclico para los países emergentes.

Desde una perspectiva de largo plazo entonces, la capacidad de un gobierno de servir su deuda denominada extranjera quedará efectivamente atada a la capacidad de mantener superávits de cuenta corriente de manera tal de, al menos mantener la deuda externa como proporción del producto o las exportaciones⁵. Nótese que este principio es análogo al del enfoque de sustentabilidad fiscal, pero para el caso de la deuda externa.

Esto nos lleva a enfocarnos en la sustentabilidad de la cuenta corriente como uno de los determinantes principales de la sustentabilidad de la deuda pública cuando la misma está denominada en moneda extranjera (Cosentino et al, 2017). De esta forma, si la economía presenta un déficit de cuenta corriente se busca determinar el grado de factibilidad de que el mismo se convierta en un superávit sin necesidad de correcciones drásticas en el tipo de cambio real y el nivel de absorción interno (y por tanto, del nivel de empleo y actividad). Por lo tanto, el análisis de sustentabilidad de cuenta corriente está íntimamente ligado al análisis del grado de “desalineamiento” del tipo de cambio real con respecto a su valor de equilibrio (FMI, 2002).

En la medida que el tipo de cambio esté muy apreciado con respecto a su valor de equilibrio, una eventual corrección a un nivel consistente con la sustentabilidad de la cuenta corriente implicará un fuerte incremento en la carga de la deuda pública y el servicio de esta en relación con

⁵ Muchos autores, como por ejemplo (Frenkel, 2003), centran su atención en la deuda externa como proporción de las exportaciones, siendo este un denominador más adecuado cuando nos enfocamos en la capacidad de repago externa y la posibilidad de la economía de generar divisas en el largo plazo sin depender de *stocks* o flujos de capitales.

el producto. Podría suceder que a los nuevos precios el costo fiscal de la deuda sea inconsistente con la capacidad del gobierno de generar un ahorro suficiente.

La corrección cambiaria tiende a generar el aumento de los superávits comerciales y por tanto de la cuenta corriente. No obstante, esto no necesariamente genera al mismo tiempo un incremento concomitante del ahorro fiscal o de los recursos del gobierno. De manera semejante, una eventual corrección fiscal puede generar un superávit en línea con el enfoque de sustentabilidad fiscal pero no necesariamente corrige el tipo de cambio real a un nivel consistente con la sustentabilidad de la cuenta corriente. No se puede establecer una relación directa y proporcional entre los cambios en la política fiscal (el déficit fiscal) y el déficit externo (Krugman, 1987).

3. Sustentabilidad y crisis de deuda

Las crisis de deuda solo se producen cuando la situación financiera del soberano y de la macroeconomía en su conjunto se encuentra frágil. El grado de fragilidad se asocia a un conjunto de vulnerabilidades y condiciones de base que exponen al soberano a procesos disruptivos. Cuando el soberano presenta una posición de fortaleza, su capacidad de pago es robusta a la ocurrencia de shocks externos o domésticos, lo que desalienta procesos de profecías autocumplidas se verán desalentados. En este sentido, y a partir de las diversas dimensiones que hacen a la sostenibilidad de deuda, se entiende que un soberano presenta una posición robusta cuando:

- i) la carga de su deuda se ubica en una dinámica estable y no es “demasiado elevada”;
- ii) el deudor ostenta una posición de liquidez significativa sobre la base de activos líquidos (como las reservas internacionales o fondos soberanos de riqueza), el acceso a líneas de financiamiento de rápida ejecución (líneas con el FMI, swaps con bancos centrales);
- iii) presenta una estructura de fuentes de financiamiento diversificadas y de baja volatilidad;
- iv) mantiene una estructura de deuda que disminuye la exposición a diversos riesgos de mercado. Por ejemplo, deuda mayoritariamente a tasa fija, una vida promedio de vencimientos de largo plazo distribuidos suavemente en el tiempo, una denominación mayoritariamente en deuda doméstica, y una estructura de acreedores mayoritariamente domésticos e institucionales de largo plazo.

Asimismo, la experiencia que nos han dejado los procesos de crisis de la región, y en los emergentes en general, indica que las crisis de deuda se dan en conjunto o luego de shocks externos o procesos de crisis en el sistema financiero (BID, 2007; (BID, 2007; Cosentino *et al*, 2017). Estos shocks implican contracciones de la actividad y deterioro de la situación macroeconómica en general. Como ejemplo vale recordar la crisis de deuda de los '80 de América Latina, que tuvo lugar luego de un abrupto cambio en las tasas de interés internacionales y un marcado deterioro de los términos de intercambio de la región.

De forma esquemática podríamos pensar que las crisis de deuda siguen un proceso como el siguiente. Los shocks externos y/o los procesos de crisis financiera generan presiones sobre el

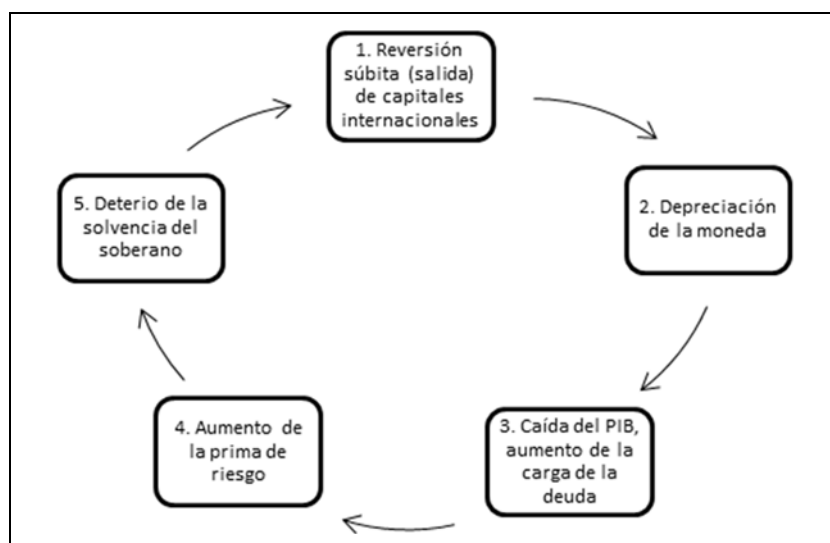
tipo de cambio. Si la devaluación se materializa, el cambio de precios relativos induce un incremento en el nivel de endeudamiento del gobierno. Este incremento es mayor cuanto mayor es el grado de pecado original (i.e. mayor dolarización de los pasivos soberanos).

Este incremento súbito del endeudamiento, tiende a debilitar la posición de solvencia del gobierno, toda vez que los efectos de la devaluación sobre el saldo de cuenta corriente y el superávit fiscal del gobierno no necesariamente compensan los mayores costos asociados al servicio de la deuda bajo el nuevo set de precios relativos. En la medida que el soberano presente una estructura de vencimientos concentrada en el corto plazo, la situación provocada por la devaluación puede dar lugar a incrementos en la prima por riesgo de crédito y exacerbar los riesgos de rollover. Esto puede engendrar dinámicas de profecías auto-cumplidas: las tasas aumentan porque se considera que el soberano tendrá problemas para refinanciar, lo que daña la sostenibilidad de su deuda, convalidándose de esta manera una mayor prima por riesgo de crédito.

Si el gobierno intenta controlar el tipo de cambio utilizando reservas internacionales se desprende de liquidez que podría utilizar ante eventuales problemas de refinanciación. Esto genera un claro *trade-off* para el gobierno. Por un lado, la autoridad monetaria quisiera utilizar las reservas para contener al tipo de cambio, pero al hacerlo reduce la fuente de financiamiento de última instancia del gobierno. Por otra parte, si no utiliza las reservas preservando financiamiento para un caso de emergencia, el sector privado puede anticipar la falta de “capacidad de fuego” del banco central para contener una corrida cambiaria, lo que puede provocar una “sobrerreacción” (*overshooting*) del tipo de cambio.

Adicionalmente, el comportamiento de los flujos de capitales internacionales puede ser un factor que no sólo gatille la crisis cambiaria, sino que también exacerbe los efectos de la misma sobre la carga de la deuda y la (in)disponibilidad de financiamiento, tal como puede apreciarse en la Ilustración 1.

Ilustración 1: Reversión súbita, pecado original, y crisis de deuda



Fuente: Cosentino *et al* (2017)

De esta manera, podemos identificar un círculo vicioso. La inestabilidad en los flujos de capitales genera presiones en el mercado cambiario. Si la posición de cuenta corriente es muy deficitaria esta reversión puede ser más intensa (Kaminsky & Reinhart, 1999). La devaluación real tiende a aumentar la carga de la deuda soberana. De modo consecuente, se produce un deterioro en la solvencia del soberano, lo que alienta mayor salida de capitales al provocar que los inversores reasignen su cartera. Esto se traduce en un aumento del costo marginal de nuevo endeudamiento. Eventualmente, dependiendo de la estructura de vencimientos de capital y el peso total de la deuda pública, el proceso puede terminar en una crisis de deuda cuando el soberano no es capaz de captar fondos para refinanciar sus pasivos a una tasa compatible con su capacidad de pago de largo plazo.

4. Un esquema de política macroprudencial: prevenir antes que curar

Las crisis de deuda son eventos sumamente disruptivos, con elevados costos para la economía real. Las recesiones asociadas a las crisis financieras son más severas que aquellas asociadas al ciclo económico normal: no sólo son más duraderas sino que también la caída acumulada del producto tiende a ser más elevada. Cosentino *et al* (2017) realizan una revisión exhaustiva de la literatura que identifica y cuantifica los costos económicos y financieros asociados a las crisis de deuda. Una de las cuestiones más salientes es que rara vez las crisis de deuda son episodios aislados: en general los defaults de deuda pública se dan en conjunto con crisis financieras y/o crisis cambiarias. Por ello un objetivo prioritario de la gestión macroeconómica y financiera del gobierno debe ser mantener al endeudamiento del soberano en un sendero sustentable.

¿Es posible evitar completamente estos procesos de crisis? Una mirada rápida a los últimos siglos de historia de los países emergentes y desarrollados ofrece una perspectiva desalentadora: si bien espaciadas por largos intervalos de tranquilidad, las crisis financieras y de deuda resultan fenómenos recurrentes (Reinhart & Rogoff, 2009). Si bien todas las crisis tienen sus propios patrones que las vuelven completamente impredecibles, creemos que los fundamentos que hacen a la sustentabilidad de la deuda soberana no resultan inescrutables. Entonces, si bien puede resultar imperfecto es posible plantear un esquema macroprudencial que tienda a reducir las probabilidades de ocurrencia de estos eventos.

De nuestra discusión anterior se desprende que cuidar la sustentabilidad no se restringe a un único campo de acción de la política pública. No basta con tener una buena política fiscal, una adecuada política financiera o una regulación inteligente de los mercados financieros. Asegurar la sustentabilidad necesariamente requiere de un conjunto de medidas que funcionen de forma coordinada. Dicho de otra forma, es el esquema macrofinanciero en su conjunto el que tiende a preservar a la deuda en una trayectoria sustentable. A nuestro juicio, un esquema macroprudencial enfocado en preservar la sustentabilidad de la deuda debe basarse en 3 pilares: (i) una política fiscal con objetivos a mediano plazo, (ii) una política financiera con foco en el desarrollo del mercado doméstico, (iii) una política cambiaria y regulatoria del sistema financiero orientada a preservar la estabilidad de las cuentas externas.

Que la política fiscal debe jugar un rol central resulta evidente. Si no hay control sobre las necesidades de financiamiento difícilmente pueda estabilizarse la deuda en un sendero sostenible. Para que esto ocurra la economía tendría que sostener tasas muy elevadas de crecimiento

(y probablemente crecientes) para pagar con “dividendos” del crecimiento el aumento en los pagos de intereses. Descartando este caso, la política fiscal debe ordenarse bajo un marco fiscal a mediano plazo que establezca objetivos de endeudamiento (techos) y superávit estructural y que sea complementado con reglas de gasto y/o ingresos (Banco Mundial, 2013; Casals, 2012).

El foco en el mediano plazo busca alinear los incentivos de manejo del gasto con la restricción de que la deuda se mantenga en una dinámica estable, previsible y por debajo de niveles considerados prudenciales. Es importante notar que estos marcos pueden diseñarse con la suficiente flexibilidad como para preservar espacio fiscal ante episodios recesivos, por medio de la definición de cláusulas de escape apropiadas. Como buena práctica, el marco fiscal a mediano plazo debería apuntalarse con un objetivo de deuda y superávit estructural (netando los efectos del ciclo) consistente con sostener una dinámica de deuda estable (dados los supuestos macroeconómicos). Para implementar estos objetivos las reglas de gasto son herramientas que han mostrado buenos resultados para contener el gasto y alcanzar los objetivos de superávit (Debrun *et al*, 2008)⁶.

Otro elemento importante a considerar como parte del marco fiscal es el desarrollo de un fondo fiscal contracíclico. En esencia, una herramienta de este estilo vincula las reglas fiscales a una estrategia de ahorro durante las fases expansivas del ciclo. Cuando la economía crece por encima de lo proyectado, el gobierno debe ahorrar los ingresos fiscales excedentes en un fondo constituido para tal fin. Luego, los recursos acumulados en el Fondo pueden utilizarse (i) para financiar eventuales expansiones fiscales en momentos recesivos, (ii) como mecanismos de cobertura de contingencias fiscales y (iii) para recompra de deuda o garantía de pago de servicios de deuda.

Como un beneficio adicional, implementar un esquema de este estilo permite moderar automáticamente las presiones a la apreciación cambiaria que típicamente se suscitan en fases expansivas. Al moderar el gasto en contextos externos favorables, una regla fiscal contracíclica modera las presiones a la apreciación y contribuye a estabilizar el tipo de cambio en niveles en torno al equilibrio. De esta manera, el marco fiscal puede contribuir a prevenir situaciones de déficit de cuenta corriente.

El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) en Chile ⁷ y Marco Fiscal de Mediano Plazo de Colombia ⁸ son ejemplos interesantes. Hay evidencia que muestra que estas economías, junto con otras de la región, han logrado atenuar e inclusive revertir el sesgo procíclico en el comportamiento del gasto público (Bello & Jiménez, 2008; Frankel, Vegh, & Vuletin, 2013).

⁶ Para una discusión sobre el diseño de reglas de gasto y el análisis de otras alternativas de reglas para restringir el sesgo al déficit de la política fiscal el lector puede consultar (Casals, 2012).

⁷ El FEES permite financiar eventuales déficits fiscales y amortizaciones de la deuda pública, contribuyendo así a que el gasto fiscal no se vea mayormente afectado por los vaivenes de la economía mundial y la volatilidad de los ingresos que provienen de los impuestos y las rentas del cobre. Este fondo se financia con los excedentes fiscales que surgen de calcular un precio de largo plazo del cobre y una recaudación tributaria asociada al producto potencial. Los ingresos por encima de los contrafacticos de largo plazo son ahorrados en el FEES (Frankel, 2011).

⁸ El Marco Fiscal de Mediano Plazo establece una trayectoria de consolidación fiscal estableciéndose a la vez un techo para el déficit estructural del 1% del PBI para 2022. El marco fija una regla que permite la expansión fiscal cuando la tasa de crecimiento esperada es baja (en comparación con la tendencia de largo plazo) y crea un fondo de riqueza soberana para ahorrar ingresos inesperados provenientes de la explotación de hidrocarburos.

Como segundo pilar del esquema, la política financiera debe contribuir a reducir las vulnerabilidades asociadas a la composición de la deuda y diversificar las fuentes de financiamiento. Las operaciones de administración de pasivos deben centrarse en capitalizar posibles ganancias de intercambio de manera tal que, tanto los acreedores como el deudor, obtengan un beneficio de la operación. Si bien se realizan a precios de mercado y, por lo tanto, no implican quitas en el valor presente de la deuda, es posible diseñar operaciones que, aún a valor de mercado, impliquen ganancias para ambas partes de la transacción. Por ejemplo, una operación donde un soberano ofrece un canje de dos series de bonos a corto plazo por un único título de salida a largo plazo. De esta forma, los inversores obtienen una mayor liquidez en su inversión (producto de que se combinan los montos *outstanding* de ambos títulos), mientras que el soberano logra aumentar el plazo de los vencimientos de capital, disminuyendo el riesgo de *rollover* y su exposición a eventuales shocks de liquidez.

En los últimos 15 años, muchos países de la región han ampliado el foco usual de la política financiera –extensión de plazos– buscando modificar otros aspectos de la estructura de su deuda, disminuyendo los riesgos producidos por modificaciones de las tasas de interés o variaciones en los tipos de cambio. Entre las estrategias más importantes se destacan las siguientes:

- i. *Swaps voluntarios*: en este caso, el soberano ofrece al inversor la opción de canjear su título antes de su vencimiento por un título de características diferentes. El objetivo usual de este tipo de operaciones es alargar los plazos de vencimientos y generar un perfil de amortizaciones balanceado, sin años con “picos” de vencimientos, mejorándose así la exposición del emisor al riesgo de liquidez y refinanciamiento
- ii. *Recompra de deuda*: Es cuando el deudor compra con recursos líquidos la deuda existente, a precio de mercado. Esto es posible, principalmente, con aquellas deudas que tienen un mercado secundario importante. En general, el financiamiento de estas compras es en base a emisión de nuevos títulos públicos. Alternativamente, puede basarse en la utilización de activos soberanos líquidos como las tenencias de reservas internacionales o los fondos de riqueza soberanos. Brasil ha utilizado activamente este mecanismo con dos objetivos: i) retirar deuda del mercado con cupones de interés altos, reemplazándola con deuda que devenga un cupón más bajo, reduciendo así la carga de futuros servicios sobre el presupuesto público, y ii) cancelar deuda en moneda extranjera por deuda emitida en moneda doméstica, disminuyendo los potenciales efectos de un eventual episodio de stress cambiario.
- iii. *Operaciones de cobertura*: consisten en utilizar derivados financieros para cubrir al soberano ante potenciales subas en las tasas de interés o depreciaciones en tipo de cambio, minimizando el impacto negativo de sus fluctuaciones. A modo de ejemplo, si el soberano emite deuda a tasa variable tomando como referencia la LIBOR, y desea reducir su exposición a dicho riesgo, se pactan operaciones de cobertura mediante la contratación de una tasa fija a futuro, para un plazo determinado, haciendo uso de swaps de tasas.

Adicionalmente, la política financiera debe orientarse a diversificar las fuentes de financiamiento reduciendo la dependencia del mercado externo. Una vía para esto es el desarrollo de los inversores institucionales (Panizza, 2008). Estos acreedores presentan estrategias de inversión a largo plazo y se componen de instituciones como los fondos de pensiones, las compañías de seguro, e inversores oficiales como fondos de riqueza soberana y de estabilización fiscal. Estos inversores suelen presentar una demanda por bonos soberanos más estable que contribuye

a disminuir el costo de financiamiento del soberano –y su volatilidad (Jaramillo & Zhang, 2013).

El desarrollo de los inversores domésticos institucionales resulta fundamental para que el soberano asegure una fuente de financiamiento a largo plazo. El desarrollo y mantenimiento de una oferta de financiamiento “cautivo”, con el mandato de invertir en activos emitidos por el tesoro soberano contribuye a disminuir la volatilidad de la curva de rendimientos del gobierno, al tiempo que permite contar con una fuente de liquidez que no se encuentra sujeta a la volatilidad que caracteriza las fuentes externas.

Una forma alternativa que han encontrado los países emergentes para lidiar con el riesgo de *rollover* de la deuda externa ha sido por vía la acumulación de reservas internacionales. Una extensa mayoría de países emergentes durante la década de los 2000, luego de las crisis financieras de finales de los '90, acumularon grandes stocks de reservas internacionales como un mecanismo de auto-seguro y ahorro precautorio. Diversos trabajos teóricos y empíricos han postulado que uno de los determinantes específicos de mayor peso para dar cuenta de la dinámica de acumulación de las reservas de los emergentes es el riesgo de *rollover* (Bianchi, Hatchondo, & Martinez, 2018; Caballero & Panageas, 2005).

Finalmente, el tercer pilar requiere que la política cambiaria tenga como uno de sus objetivos estabilizar las cuentas externas y garantizar dinámicas suaves del tipo de cambio real, en el entorno del equilibrio. De esta forma, se busca evitar que la economía acumule elevados déficits de cuenta corriente, los cuales resultan una de las principales fuentes de vulnerabilidad para explicar la ocurrencia de crisis de balanza de pagos, junto los tipos de cambio sobrevaluados y los déficits fiscales (Kaminsky & Reinhart, 1999; (Kaminsky & Reinhart, 1999; Milesi Ferretti & Razin, 2000).

Si bien no es el único determinante, la política monetaria/cambiaria del Banco Central ejerce considerable influencia sobre el nivel (y la volatilidad) del tipo de cambio real. Un régimen monetario que se enfoque en administrar el nivel de tipo de cambio real sin descuidar la estabilidad de la inflación requiere combinar intervenciones esterilizadas y controles de capitales, con el objetivo de ganar grados de libertad y poder administrar simultáneamente las condiciones de liquidez internas y el tipo de cambio nominal (Frenkel & Rapetti, 2015). Evidencia reciente señala que los controles de capitales –la regulación de la cuenta financiera– pueden ser herramientas eficaces para preservar niveles competitivos del TCR (Montecino, 2018), con lo cual resultan un elemento ideal dentro del mix de políticas sugerido.

Si bien las políticas de controles de capitales no suelen ser bien receptadas en la opinión pública, usadas en su justa medida pueden contribuir a fortalecer un esquema macroprudencial centrado en asegurar la sustentabilidad de la deuda. Reinhart & Sbrancia (2015) muestran que la introducción de controles y regulaciones han tendido a generar una masa de inversores domésticos “cautiva”, lo que permite asegurar una demanda estable de los pasivos soberanos. En particular, señalan la incidencia de las siguientes regulaciones: (i) las restricciones a los movimientos de capitales y los controles cambiarios tendieron a provocar un “sesgo doméstico” a favor de los activos emitidos por el gobierno, (ii) medidas regulatorias que requieren que determinadas instituciones mantengan una proporción mínima de su cartera en bonos soberanos (por ejemplo en el caso de los fondos de pensiones) y, (iii) el tratamiento tributario diferencial a favor de los títulos públicos con respecto a inversiones en otros tipos de activos financieros.

5. Acciones de reestructuración: Buenas prácticas en la resolución de crisis

A pesar de los esfuerzos para prevenir las crisis de deuda, es posible que estas ocurran de todas formas. Claramente, la resolución de un episodio de insolvencia requiere que algún agente absorba las pérdidas asociadas a la imposibilidad del deudor de pagar conforme a los términos y condiciones pre-establecidos. Esta resolución y distribución de las pérdidas puede tomar dos formas bien definidas: o se realiza una reestructuración y las pérdidas son asumidas por los acreedores, o el soberano recibe un rescate financiero (*bail-out*), en la forma de financiamiento en términos concesionales que le permite continuar pagando su deuda. En este último caso, las pérdidas son soportadas por el prestamista que financia el *bail-out* o, caso contrario, la resolución del problema de insolvencia se traslada hacia el futuro, en la esperanza que las condiciones económicas cambien y la capacidad de pago del soberano se incremente conforme crece la economía (Krugman, 1988).

Ausente un prestamista de última instancia que pueda absorber las pérdidas, el mecanismo de resolución será la reestructuración de la deuda, siempre y cuando se encuadre en el marco de un programa que, al menos, genere condiciones para que la capacidad de pago del soberano no se deteriore a posteriori.

Según las características contractuales de la deuda objeto de reestructuración, el soberano podrá llevar adelante un canje de deudas o bien una enmienda de las condiciones financieras de los instrumentos objeto. Esto dependerá básicamente de si los bonos en *distress* contienen provisiones contractuales que permiten, sujeto a un acuerdo entre el emisor y un porcentaje considerado de los tenedores, modificar las condiciones financieras del títulos, de modo tal de acomodar las mismas a la real capacidad de pago del soberano.

Cuando los bonos no contienen estas cláusulas, lo habitual es que el emisor logre la adecuación de las condiciones financieras a su capacidad de pago, mediante la oferta de un canje de deuda. El canje comúnmente supone la participación voluntaria del tenedor, quien decide entregar su título a cambio de un nuevo bono o de un paquete de instrumentos que además puede incluir efectivo. Es decir que, al entregar el título anterior, sea que esté en default o no, el tenedor que participa de ese canje ya no podrá pretender los derechos que ese título otorgaba y, a cambio, obtendrá un nuevo instrumento o combinación de instrumentos que le darán otros derechos, seguramente de inferior valor.

Si, en cambio, el tenedor decide no participar del canje, entonces seguirá manteniendo los derechos que el bono en default le otorga. Dependerá de qué decide hacer el emisor ante esos tenedores que no participan de la oferta y que habitualmente se conocen como “holdouts”. Si se hubiera incurrido en un default con anterioridad a la oferta de canje, el emisor podrá decidir retomar el pago de esa deuda o no, según cuál hubiera sido el éxito del canje y los costos futuros asociados a las derivaciones litigiosas del default. En caso que decida retomar los pagos, los tenedores que participaron del canje ya no tendrán derecho a reclamar nada, ya que dejaron de ser tenedores voluntariamente de los bonos originalmente incumplidos. Si la decisión del emisor es no pagar esa deuda, los tenedores de deuda en default podrán recurrir a la vía judicial para hacer valer sus derechos o, en su defecto, negociar con el soberano un nuevo canje de deuda en mejores condiciones que el anterior.

Como dijimos, si los bonos incluyen cláusulas de acción colectiva, podrán reestructurarse sin necesidad de un canje. En tal caso, se llevarán adelante los procedimientos previstos contractualmente para las enmiendas de los títulos. A diferencia de lo que ocurre en los canjes de deuda, si el emisor logra la aceptación de los cambios en las condiciones financieras del bono, por parte de la mayoría contractualmente exigida que suele ser una mayoría calificada, entonces esos cambios resultan obligatorios para el total de los tenedores, inclusive para aquellos que no hubieran participado del proceso de enmienda y de aquellos que, habiendo participado, hayan votado en contra de la enmienda.

Este fenómeno de imposición de la voluntad de la mayoría a la totalidad de los tenedores se conoce habitualmente como *cram-down* o *cram-down power*, y está presente en cualquier régimen concursal para deudores privados. Gran parte de los problemas actuales asociados a los procesos de reestructuración de deuda soberana derivan de la falta de esta herramienta en muchos bonos que son objeto de procesos de reestructuración.

REFERENCIAS

- Banco Mundial. (2013). *Beyond the Annual Budget: global experience with medium term expenditure frameworks*. Washington D.C.
- Bello, O. y Jiménez, J. P. (2008). *Política fiscal y ciclo económico en América Latina*. En *Taller de política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas* (Vol. 11). Santiago de Chile: CEPAL
- Bianchi, J., Hatchondo, J. C. & Martinez, L. (2018, septiembre 1). International reserves and rollover risk. *American Economic Review*
- BID. (2007). *Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público*. (E. Borensztein, E. Levy-Yeyati & U. Panizza, Eds.). New York.
- Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*
- Caballero, R. & Panageas, S. (2005). *A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management*. Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w11293>
- Calvo, G. A., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139
- Casals, J. A. (2012). National Expenditure Rules: Why, How and When. *Economic Papers* (Vol. 473)
- Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer, P., De Achaval, F., Dall'O, F. & Coretti, M. (2017). *Crisis y reestructuraciones de deuda soberana: Una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes*. Buenos Aires, Argentina: EUDEBA.
- Debrun, X., Moulin, L., Turrini, A., Ayuso-i-Casals, J. & Kumar, M. S. (2008). Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union. En *Economic Policy* (Vol. 23, pp. 297-362)
- Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999). *Exchange rates and financial fragility*. NBER Working Paper Series, 7418, 329-368
- Eichengreen, B. & Mody, A. (1998). *What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?* Cambridge, MA.
- Eisner, R. (1994). *The misunderstood economy: What counts and how to count it*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- FMI. (2002). *Assessing Sustainability*. Washington D.C.
- FMI. (2011). *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt*. Washington D.C.

- Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- Frankel, J. A. (2011). *A solution to fiscal procyclicality: The structural budget institutions pioneered by Chile*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 16945.
- Frankel, J. A., Vegh, C. A. & Vuletin, G. (2013). On graduation from fiscal procyclicality. *Journal of Development Economics*, 100(1), 32-47.
- Frenkel, R. (2003). Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad. *Desarrollo Economico*, 42(168), 545-562.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2015). *The real exchange rate as a target of macroeconomic policy*. En *Rethinking development strategies after the financial crisis, Volume I: Making the Case for Policy Space* (pp. 81-92). UNCTAD.
- Jaramillo, L. & Zhang, M. Y. S. (2013). *Real money investors and sovereign bond yields*. IMF Working Papers, 13-254.
- Kaminsky, G. L. (2008). *Crises and Sudden Stops: Evidence from International Bond and Syndicated-Loan Markets*. Cambridge, MA.
- Kaminsky, G. L. & Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Krugman, P. R. (1987). *Adjustment in the World Economy*. NBER Working Papers. Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w2424>
- Krugman, P. R. (1988). Financing vs. forgiving a debt overhang. *Journal of Development Economics*, 29(3), 253-268.
- Ley, E. (2009). *Fiscal (and external) sustainability*.
- Milesi Ferretti, G. M. & Razin, A. (2000). *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*. En P. R. Krugman (Ed.), *Currency Crises* (pp. 285-323). University of Chicago Press.
- Montecino, J. A. (2018). Capital controls and the real exchange rate: Do controls promote disequilibria? *Journal of International Economics*, 114, 80-95.
- Panizza, U. G. (2008). *Domestic and external public debt in developing countries*. SSRN Electronic Journal.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. & Sbrancia, M. B. (2015). The liquidation of government debt. *Economic Policy*, 30(82), 291-333.
- Uryszek, T. (2011). Term structure of public debt and refinancing risk in the economic and monetary union. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 10(1), 66-77.