
PRIMA DE RIESGO Y DEUDA PÚBLICA

RAÚL A. RODRÍGUEZ¹, FERNANDA PORTELA²
Universidad de Buenos Aires - Argentina

MARÍA BELÉN JOSE³
Universidad de Nacional del Comahue - Argentina

Revista de la Escuela del Cuerpo de Abogados del Estado | Otoño 2021 |
Año 5 N° 5 | Buenos Aires, Argentina (ISSN 2718-7187) | pp. 348-369

Resumen: El propósito de este artículo radica en ilustrar cómo la lógica del mercado financiero global incide negativamente en la sostenibilidad de la deuda de los países en vías de desarrollo, mostrando que la valuación de la prima de riesgo en base a los indicadores financieros vigentes necesariamente determina una aceleración del costo de la deuda pública que dificulta el crecimiento económico de esos países. Por medio de un análisis cualitativo de documentación se analizan también las diferentes alternativas propuestas por la comunidad internacional que promueven erradicar o mitigar el impacto negativo de la prima de riesgo respecto de la deuda pública. Finalmente, se concluye sobre la necesidad y viabilidad de esas alternativas, aunque reconociendo que

¹ Abogado UBA, Magister en Ciencias del Estado, Universidad del CEMA, Director de Sumarios Ministerio de Transporte, docarcema@hotmail.com.

² Abogada UBA, Especialización en Asesoramiento Jurídico del Estado, Escuela del Cuerpo de Abogados del Estado de la Procuración del Tesoro de la Nación, Directora de Asuntos Legales de Industria y PyME del Ministerio de Desarrollo Productivo, fernandaportela.dgaj@gmail.com.

³ Abogada UNCo, Especialización en Abogacía del Estado, Escuela del Cuerpo de Abogados del Estado de la Procuración del Tesoro de la Nación y Diplomada en Contratos Públicos en Escuela de Formación en Abogacía Pública de la Procuración General de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Jefa del Área de Asuntos Judiciales, Asesoramiento y Sumarios del Ente Provincial de Energía de Neuquén, mbjose@epen.gov.ar.



el éxito de su implementación depende de los escenarios económico-políticos en los cuales sean introducidas y de la justa y equitativa participación de los países en vías de desarrollo en su formulación.

Palabras clave: Deuda Pública; Prima de Riesgo; Sostenibilidad de la Deuda; Sistema Financiero Global

Abstract: The purpose of this paper is to illustrate how the logic of the global financial market negatively affects the debt sustainability of developing countries, showing that the valuation of the risk premium based on current financial indices necessarily determines an acceleration of the cost of sovereign debt that hinders the economic growth of these countries. A qualitative analysis of documentation also analyzes the different alternatives proposed by the international community that promote eradicating or mitigating the negative impact of the risk premium on sovereign debt. Finally, it concludes on the necessity and feasibility of these alternatives, although recognizing that the success of its implementation depends on the economic-political scenarios in which they are introduced, and on the fair and equitable participation of developing countries in its formulation.

Keywords: Sovereign Debt; Risk Premium; Debt Sustainability; Global Financial System

INTRODUCCIÓN

Cuando abordamos este trabajo, partimos de considerar la directa conexión que existe entre los conceptos de prima de riesgo, así como las condiciones impuestas por el mercado financiero internacional inciden en su determinación, por un lado; y el modo en que ello impacta negativamente en la deuda pública de los países en vías de desarrollo, por el otro.

Esta relación entre prima de riesgo y deuda pública en el marco de las operaciones financieras, ha quedado en evidencia luego del llamado “juicio del siglo” entre NML Capital y la República Argentina. Este juicio marcó un hito en las operatorias de los denominados ‘fondos buitres’ en relación a las deudas soberanas y captó la atención de la comunidad internacional sobre el aprovechamiento puramente especulativo de

las condiciones de vulnerabilidad estructural de varios países para el acceso al crédito y la consiguiente sostenibilidad de la deuda.

Sin pretender agotar todas las aristas que presenta el tema, analizaremos la vinculación entre la prima de riesgo y su determinación en las condiciones actuales de operatoria de los mercados bursátiles y extrabursátiles a nivel global, por un lado; y el modo negativo en que ello impacta en la deuda pública de los países en vías de desarrollo, por el otro. Finalmente, se abordarán las diferentes alternativas que a nivel internacional han sido esbozadas como medios para mitigar las consecuencias adversas emergentes de la determinación de la prima de riesgo en las condiciones bursátiles actuales.

Para encuadrar adecuadamente el tema, nos aproximaremos en primer término, a las nociones conceptuales básicas sobre deuda pública y prima de riesgo.

Seguidamente se realizará una reseña sobre el modo en que la prima de riesgo impacta en la deuda pública e, inevitablemente, en el progreso sostenible de un país en vías de desarrollo. Luego, se enumerarán algunas de las alternativas propuestas en la comunidad internacional que podrían contribuir a mitigar las consecuencias adversas de un mercado bursátil altamente especulativo.

Finalmente, se expresarán las inquietudes y reflexiones emergentes del presente análisis que radican en pensar si éstas alternativas resultan válidas o suficientes para romper con la lógica de las operatorias bursátiles especulativas y el círculo vicioso del sistema financiero global en que se encuentran inmersos los países en vías de desarrollo que requieren acceso al crédito, y, en su caso, bajo qué escenarios económico-políticos ello sería posible.

APROXIMACIONES CONCEPTUALES NECESARIAS

La prima de riesgo, en el marco del presente trabajo, no es un concepto que pueda ser abordado con independencia de aquellos otros que determinan su existencia. Por tal, resulta apropiado esbozar una definición del mismo a la luz de la noción de bono en la medida en que se lo integra, y también del concepto de las agencias internacionales calificadoras de riesgo, dada la relación directa que existe entre los

informes de éstas y la cuantificación de la prima. También se estima como relevante definir a las permutas de riesgo crediticio (CDS por sus siglas en inglés) en razón de la incidencia indirecta en la determinación del valor de la prima.

Título Público o Bono

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires los presenta como una herramienta de financiación de los Estados, definiéndolos como la promesa de pago por medio de la cual el emisor (Estado) se compromete a devolver el capital que los inversores le prestan, más los intereses correspondientes, en un plazo determinado y según un cronograma acordado (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, s.f.).

De esta manera, cuando un Estado decide financiar su gasto público a través de la colocación de deuda en el mercado financiero, divide el total de ésta en alícuotas denominadas “bonos”, los que son adquiridos por los inversores en el mercado bursátil primario. Generalmente son los bancos quienes adquieren estos bonos y luego los comercializan en el mercado bursátil secundario o extrabursátil.

En la generalidad de los casos, los bonos son una inversión atractiva ya que son emitidos por Estados con una alta calificación crediticia, lo que excluye el riesgo de ser declarados en quiebra o *default*, o bien, son emitidos por Estados con baja calificación crediticia pero -sin embargo- con una elevada rentabilidad.

Por esa razón, cuando los Estados deciden colocar deuda, encomiendan a una agencia calificadoras de riesgos que los evalúe ya que los inversores analizan esa información a efectos de determinar si aquella es una inversión segura o conveniente en términos de riesgos-beneficios.

Agencias Internacionales Calificadoras de Riesgo

Según el marco conceptual que nos brinda Tapia (2013), las calificadoras de riesgo son entidades independientes y especializadas que analizan la calidad crediticia de los emisores de instrumentos financieros. Sus opiniones o calificaciones de riesgo tienen vocación

de ser independientes, objetivas y técnicamente fundadas, acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero o, en el caso de los instrumentos representativos de deuda, esa opinión refiere a la probabilidad e intención del emisor para cancelarlos oportunamente en las mismas condiciones pactadas.

En este último supuesto, estas agencias miden el riesgo de no pago, ya que -justamente- lo que se negocia en los mercados financieros es la transferencia de riesgo entre los actores intervinientes. Así, el que transfiere el riesgo (emisor) debe pagar o compensar al que lo acepta (inversionista).

Dentro de las más conocidas, Moody's, Standard & Poor's y Fitch-IBCA son las agencias que asignan calificaciones de riesgo a las emisiones de deuda pública, diferenciándose en los indicadores y metodologías utilizados respecto de aquellas que miden el riesgo de la deuda privada.

Básicamente, miden el "riesgo soberano", entendido como la probabilidad de incumplimiento de pago por parte del soberano (Sanabria, 2009). Este índice conforma -junto con el riesgo de transferencia y el riesgo genérico- el tan conocido riesgo país.

Prima de Riesgo

Tal como se refiriera precedentemente, la transferencia del riesgo domina los mercados financieros, siendo la prima de riesgo el precio que el inversor paga para compensar los riesgos asumidos.

Su costo es directamente proporcional al grado de aversión al riesgo de los inversores y del desvío que ellos perciben en la distribución probabilística de la tasa de retorno. Refleja la sobretasa que requiere un inversor para prestar dinero a un Estado a través de la adquisición de sus bonos soberanos. De esta manera, a medida que la confianza en la sustentabilidad de la deuda disminuye y los distintos indicadores macroeconómicos se deterioran, el riesgo de invertir allí crece, disparando el riesgo país ante un posible incumplimiento de las obligaciones contraídas.

Si bien los conceptos de riesgo país y prima de riesgo no son idénticos, existe una íntima conexión entre ambos. Mientras el riesgo país

es un indicador, la prima de riesgo se traduce en un costo o sobreprecio determinado sobre la base de ese indicador.

Dentro de los principales indicadores de Riesgo País se encuentran el EMBI (*Emerging Markets Bonds Index*), que -creado y publicado por la JP Morgan Chase- refleja la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países en vías de desarrollo, y los Bonos -libres de riesgo- del Tesoro de Estados Unidos (*Treasury Bonds o T-Bonds*). Se expresa en puntos básicos, de donde 100 puntos básicos significan que el Estado emisor estaría abonando el 1% por encima del rendimiento de los T-Bonds. (JP Morgan Chase, 2021)

A su turno, la prima de riesgo es, justamente, esa diferencia en el rendimiento o tasa de interés de un bono emitido por el Tesoro de un Estado, y la tasa de interés implícita en un bono similar emitido por el Tesoro de un país “sin riesgo”, cuya prima funciona como índice de referencia mundial (actualmente, EE.UU. y Alemania).

Junto con esta acepción teórica de prima de riesgo, consideramos también la acepción subjetiva como eje del presente trabajo, ya que ésta calcula el valor que el mercado estima como verdadero, entrando en juego múltiples factores que ya no se reducen a medir el riesgo cambiario sino que estiman el riesgo macroeconómico.

Bajo ese lineamiento, podemos afirmar que la prima de riesgo existió siempre desde una visión en términos de confianza asociada al riesgo de interrupciones en el pago de servicios de la deuda pública, y es relevante para la toma de decisiones, sea del país que quiere colocar deuda, sea de parte de los inversores.

Así, para el país que quiere colocar deuda, la prima ejercerá influencia en las decisiones sobre políticas públicas enderezadas a mitigar un elevado nivel de riesgo o escasa confianza, procurando la credibilidad del mercado. Para los inversores determinará la adopción de la decisión sobre si es conveniente o no invertir en determinado país y bajo qué condiciones. En este último caso, a medida que la confianza en la sustentabilidad de la deuda disminuye y los distintos indicadores macroeconómicos se deterioran, el riesgo de invertir allí crece, disparando el índice de riesgo país que luego impactará en la prima de riesgo.

De esta manera, la prima de riesgo funciona como un “termómetro”: a menor confianza, mayor prima de riesgo. Por ello, un país no

confiable o poco confiable, deberá pagar un interés mayor para “cubrir” su riesgo, lo que ocasiona que su acceso al crédito sea más oneroso.

Permutas de Incumplimiento Crediticio (*Credit Default Swap* o *CDS*)

Dentro de la heterogeneidad de instrumentos financieros denominados “derivados”, consideramos conveniente introducir brevemente la noción de CDS dada la incidencia que éstos tienen en la determinación de la prima de riesgo y el consiguiente costo de la deuda pública.

Los CDS son derivados crediticios porque su existencia deriva o depende de la existencia de otro activo financiero denominado crédito subyacente (*underlying credit*). Tienen como objeto la cobertura del riesgo crediticio que emerge del activo financiero que le da origen. En el caso de los títulos públicos, a través de un CDS se compra protección crediticia sobre un monto determinado (*notional amount*) expuesto al riesgo en una entidad de referencia, que -en el caso- son los Estados. A cambio de la protección crediticia proporcionada por los CDS, su comprador paga una tarifa periódica acordada al vendedor. Este último se obliga a pagar un monto acordado (generalmente el equivalente a los pagos pendientes e intereses del crédito subyacente) para el caso de ocurrencia del evento de crédito (que en el caso viene dado generalmente por el incumplimiento de pagos o default). (Thomson Reuters)

Estos derivados crediticios también son utilizados por los inversionistas para especular sobre la solvencia crediticia de una entidad, ya que para su conformación no es necesario ser titular del activo subyacente cuyo riesgo crediticio se quiere asegurar. Esta operación especulativa recibe el nombre de “Permuta de riesgo crediticio en descubierta” (*naked Credit Default Swap*) y su particularidad radica en que quien suscribe un contrato de permuta no es, simultáneamente, el poseedor de los activos financieros cuyo riesgo se pretende asegurar.

Los CDS son creados y negociados en el mercado extra-bursátil (*Over The Counter* u *OTC*), y sin reglas determinadas previamente. Ello motivó la creación de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (*ISDA* por sus siglas en inglés), que agrupa a los mayores actores del mercado de derivados financieros (JP Morgan Chase Bank,

Elliot Management Corporation, BNP Paribas, entre otros). Tiene como objetivo establecer marcos de referencia mediante contratos estándar, y uno de sus roles preponderantes es la determinación de la existencia del “evento de crédito” que activa el pago de los CDS. (International Swaps and Derivatives Association, s.f.)

La Relación entre la Prima de Riesgo, la Deuda Pública y el Desarrollo Sostenible

A los fines del análisis del impacto de la prima de riesgo en la deuda pública y su relación con el desarrollo sostenible, partimos de la base de considerar que las economías de los países en vías de desarrollo son -por variadas razones- economías deficitarias.

Sobre éstos, Frenkel (2001) refiere que su proceso de integración al nuevo escenario de globalización financiera que se dio a partir de los años 90, fue asimétrico, en función de la situación de sus deudas al momento de la integración. Expresa el autor que “los países que siguieron las trayectorias conducentes a mayor vulnerabilidad, aunque hayan tenido y superado crisis financieras y cambiarias, exhiben hoy, como consecuencia de su trayectoria pasada, situaciones “estructurales” de mayor vulnerabilidad”.

Ese déficit público describe la situación en la cual los gastos generados por un Estado superan los ingresos no financieros en un determinado período. Y en tanto la cobertura de los gastos es necesaria para afrontar las políticas públicas de desarrollo sostenible, la necesidad de encontrar financiación resulta indispensable.

Sin pretender agotar todas las variables que confluyen en la conformación del déficit público, ni reducir la complejidad del análisis a meros procesos inflacionarios, puede afirmarse que es probable que el déficit se financie, en un primer momento, mediante la emisión de dinero lo que puede llevar a una aceleración de la inflación, impactando directamente en el consumo privado, disminuyéndolo y neutralizando el efecto del mayor gasto público.

Agotados los mecanismos internos para afrontar el déficit público, el Estado puede decidir financiarlo a través de la emisión de deuda pública o soberana, que en el caso de Argentina se realiza a través de

Bonos, Letras del Tesoro y Pagarés del Tesoro. (Gobierno de la República Argentina, s.f.)

Y es en esta instancia, donde la lógica del mercado financiero global determina -directa o indirectamente- que los objetivos de desarrollo sostenible de los países en vías de desarrollo, se conviertan en metas utópicas o inalcanzables.

En este sentido, juegan un rol determinante las agencias calificadoras de riesgo ya que, no obstante la pretendida independencia con la cual declaran actuar, la objetividad de sus mediciones ha sido puesta en tela de juicio en orden a la existencia de cierto sesgo ideológico y un marcado interés económico.

Ello tiene su lógica a poco que se analice que estas agencias surgieron como una necesidad de los inversores de centralizar y organizar la información para formarse opinión sobre la conveniencia de invertir en determinados activos financieros. Puede pensarse entonces que responden en algún punto a los intereses de quienes definen las reglas de funcionamiento del mercado financiero internacional, con la consecuente intervención en la política interna de los países, de modo tal que puedan asegurarse las medidas que garanticen la rentabilidad de sus negocios.

En este sentido, y a modo de ejemplo, es sumamente gráfica la calificación efectuada a Argentina en el 2018 por Moody's Investor, al mencionar que el mayor problema macroeconómico no resuelto es el elevado déficit fiscal del país, aunque confían en los esfuerzos de consolidación y reforma de la -por entonces- gestión de gobierno. Dicho informe destaca que -por oposición a las medidas adoptadas por la gestión de gobierno precedente- se generarán ahorros fiscales que asegurarían la mejora de las cuentas fiscales. A su vez, el informe celebró la reforma previsional operada en Argentina en 2017 por la cual se indexaban los pagos futuros de pensiones y otros gastos sociales a la inflación pasada, como opuesto al mecanismo de la gestión anterior que ligaba esos desembolsos a aumentos salariales y cambios en los ingresos de la seguridad social. (Gobierno de la República Argentina, 2018)

Bajo esta óptica, es fácil advertir que la medición objetiva y metodológica de las agencias calificadoras de riesgo no es tal, y que -por el

contrario- son las responsables de crear los escenarios propicios para garantizar exorbitantes rendimientos de las inversiones a los inversores especulativos, a quienes son completamente funcionales.

En esa lógica, la implementación de políticas de reducción del gasto público y reajuste serán necesarias para lograr una buena calificación crediticia y, junto con ella, la posibilidad de colocar deuda pública para cubrir el déficit fiscal.

Ahora bien, esta reducción del gasto público se efectúa en la casi totalidad de los casos a través de la detracción de partidas presupuestarias destinadas a la realización de los derechos económicos, sociales y culturales, tales como salud o educación, entre otros. Ello afecta el crecimiento económico e impide la recuperación de la economía, lo que a su vez determina que el Estado cuente con menos fondos. La escasez de fondos, a su turno, importa severas dificultades para reducir el déficit y pagar las deudas. Lo que a la postre significa mayor reducción del gasto y colocación de deuda.

Bajo este escenario, y cuando el grado de probabilidad de impago de la deuda se torna elevado, la lógica del mercado financiero global indica que los inversores en deuda pública salgan rápidamente a deshacerse de sus bonos ante el cada vez más elevado riesgo de impago.

Esas transacciones, en función de alto riesgo, se efectuarán por un precio sensiblemente inferior al valor nominal de los bonos (bonos bajo la par). Y, peor aún, dichas transacciones posiblemente se concretarán a favor de los denominados “fondos buitres”. Estos últimos, -con el objeto de obtener ganancias extraordinarias- adquirirán en el mercado secundario y a muy bajo costo bonos en *default* o próximos a entrar en *default*, para luego buscar el pago íntegro del capital y los intereses, mediante el ejercicio de presiones sobre los gobiernos, el inicio de demandas judiciales y el impulso de campañas de lobby, dirigidas a influir sobre el sistema político y la opinión pública, desprestigiando a los países deudores.

La baja de la cotización de los bonos en el mercado secundario, tendrá incidencia directa en las sucesivas emisiones de deuda pública, ya que el Estado deberá aceptar pagar tasas de interés más elevadas a los efectos de que la adquisición de bonos resulte más atractiva y competitiva para los inversores.

A su turno, el incremento de las operaciones de CDS tendientes a asegurar el cada vez más elevado riesgo de impago de los bonos también generará una desconfianza que repercutirá en la determinación del valor de la prima de riesgo. En idéntico sentido, el hecho de que el evento de crédito (*default*) que activa el pago de estos CDS sea determinado por una organización privada conformada por los mayores capitales del mercado como lo es ISDA, configura una herramienta de manipulación peligrosa sobre la suerte que correrá el Estado involucrado en las sucesivas colocaciones de deuda.

Se verifica, entonces, que las operaciones en el mercado secundario o extra bursátil las que tienen una incidencia directa en el cálculo de la prima de riesgo, lo que resulta a todas luces inadmisibles en tanto se trata de un mercado prácticamente desregulado y altamente especulativo.

Esto explica de alguna manera la razón por la cual muchos de los países en vías de desarrollo se encuentran estancados en lo que podría denominarse una *trampa de financiamiento*: el mayor costo financiero se traduce en insostenibilidad de la deuda que -de terminar en un impago- generará, a su vez, mayor costo de financiero.

El impacto negativo de esta operatoria en el crecimiento económico y sostenible de los países en vías de desarrollo como Argentina, impone la búsqueda de alternativas válidas para el acceso al crédito, no sólo como una necesidad impostergable sino también, como una obligación a la luz de los compromisos asumidos por el Pacto Internacional de Derechos Económico, Sociales y Culturales.

Al respecto, el Comité de Derechos Económicos, Sociales y Culturales (2016) sostuvo que “Todo Estado parte que aspire a recibir asistencia financiera debe tener presente que toda condición injustificable impuesta en la concesión de un préstamo que obligue al Estado a adoptar medidas regresivas en la esfera de los derechos económicos, sociales y culturales constituirá una violación del Pacto”.

Como se puede advertir, el excesivo coste del servicio de la deuda se presenta como uno de los mayores obstáculos para el crecimiento sostenible de los países en desarrollo y la erradicación de la pobreza. Lo descripto muestra la forma en que esos países -más allá de las políticas internas que establezcan- se encuentran insertos en el mercado

financiero global, participando de un sistema de circulación del capital del que no pueden salir sin comprometer su propio desarrollo, que se encuentra sostenido en muchos casos por la inversión externa frente a la falta de capital, incluso por la preferencia de sus propios ciudadanos de elegir instrumentos de inversión foráneos.

Es por esta razón que el Comité de Derechos Económicos, Sociales y Culturales de las Naciones Unidas -encargado de la supervisión del Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales- registra como uno de sus principales tópicos de análisis el efecto negativo de la carga de la deuda y de las medidas consiguientes de ajuste sobre el disfrute de los derechos económicos, sociales y culturales. (Comité de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, 2016)

De estas consecuencias de la deuda externa y de las obligaciones financieras internacionales, se hizo eco la Comisión de Derechos Humanos de la ONU, al respaldar mediante Resolución 20/10 los Principios Rectores sobre deuda externa y los derechos humanos. (Asamblea General de las Naciones Unidas, 2012)

También la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD sus siglas en inglés) refirió que “solo en el contexto de las condiciones y mecanismos creados por el sistema financiero global que el creciente endeudamiento de los países en desarrollo se puede entender”, ya que este sistema aún sigue ejerciendo su influencia sobre la sostenibilidad de la deuda de los países en vías de desarrollo. (United Nation Conference on Trade and Development, 2019)

Así las cosas, corresponde replantearse el rol de la prima de riesgo en la colocación o reestructuración de la deuda pública, bajo la premisa planteada por Rapaport (2002), quien afirma: “... El verdadero riesgo para un país es no crecer, que la salud, la educación y la seguridad de los ciudadanos, que la corrupción y la ilegitimidad corroan los fundamentos del sistema democrático, que se carezca de una ciencia y tecnologías propias, que se deba depender exclusivamente del capital extranjero y del endeudamiento externo, que no haya un aparato productivo y exportador viables. El país está en riesgo cuando sus ciudadanos no tienen perspectiva de progreso, sus hijos se van a vivir al exterior, o sus nietos, si es que quedan, deban seguir pagando una deuda que no tomaron...”

Alternativas para Morigerar el Impacto Negativo de la Prima de Riesgo en la Sostenibilidad de la Deuda

Retomando el planteo acerca del modo en que ciertos países se encuentran insertados en el mercado financiero global, participando de un sistema de circulación del capital del que no pueden salir sin comprometer su propio desarrollo, resulta necesario analizar alternativas que mitiguen el rol de la prima como remuneración del riesgo en las inversiones en deuda pública, y que permitan morigerar su impacto en el acceso al crédito, así como la sostenibilidad de la deuda (máxime si –como en el precedente judicial de NML Capital- ese riesgo se encuentra neutralizado íntegramente por orden de un juez).

En tal sentido, Stiglitz (2014) afirma que “cuando un país paga una prima de riesgo sobre su deuda, significa que la moratoria es una posibilidad. Pero si un tribunal dictamina que un país siempre debe reembolsar su deuda, no existe un riesgo de suspender pagos que deba ser compensado”.

Dentro de las opciones posibles a analizar, se encuentran la de evaluar de forma distinta el riesgo; la posibilidad de que el descuento de la prima de riesgo juegue un papel determinante en las reestructuraciones de deudas (judiciales o extrajudiciales) y, también, una tercera alternativa relacionada con obtener el crédito de otras fuentes o al menos en condiciones distintas y más favorables en las cuales la prima de riesgo no represente un factor de incidencia en el costo de la colocación de deuda pública.

Cambio en la Evaluación del Riesgo

La primera alternativa, contempla la posibilidad de que el riesgo soberano sea evaluado por métodos y en base a indicadores distintos a los que utilizan las agencias calificadoras de riesgo o el propio EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) como referente del riesgo país.

Esta idea está mayormente vinculada con el componente de Riesgo País y requiere también, que la evaluación sea realizada por instituciones verdaderamente independientes.

El Centro Latinoamericano de Ecología Social (CLAES) propone un indicador alternativo al EMBI: Lo denomina “Índice de Riesgo País Alternativo (IRPA)”, y analiza la relación de autonomía que enfrenta un país respecto del proceso globalizador del mercado, en cuanto a las perspectivas sociales y ambientales.

Dentro de las potencialidades, Buonomo y Gudynas (2010) destacan que el índice alternativo: “deja en evidencia la fragilidad de las calificaciones convencionales, ofrece un indicador alternativo más abarcador, pero sobre todo exige y promueve la discusión sobre cuáles son los riesgos aceptables y cuales los inaceptables, en forma participativa y plural y por lo tanto, contribuye a precisar las orientaciones en las estrategias de desarrollo”.

Este indicador, según la propuesta, exige considerar la capacidad que tiene una nación para discutir y definir sus propias estrategias de desarrollo, y el riesgo debe ser evaluado en relación a sus propias metas de desarrollo, lo que implica que la ciudadanía sea consultada y pueda participar en la discusión de cuáles son los aspectos y variables relevantes, cuáles son los “riesgos aceptables” para cada caso, que además podrán ser diferentes para cada país y para cada comunidad.

Descuento de la Prima de Riesgo

Como segunda alternativa, y en cuanto al rol concreto que la prima de riesgo podría tener en los procesos de colocación primaria de los títulos o de renegociación de la deuda, se ha planteado la posibilidad de que la prima de riesgo se descuenta del monto a reestructurar.

Según Müller y Benassi (2013), esta idea encuentra sustento en que “frente a una situación de default de la deuda pública, situación a la que contribuyó la elevación de las tasas de interés por mayor riesgo, la quita de la deuda es a la vez inevitable y justificada”.

Por el contrario, adquirir un bono, cuyo interés reconoce el riesgo de insolvencia esperando un reintegro completo, y obtenerlo finalmente, configuraría además de un negocio abusivo, un enriquecimiento sin causa.

Por otra parte, si la refinanciación tiene por objeto restaurar la sostenibilidad de esa deuda pública con perspectivas de que pueda

ser cumplida, y los costos altos contribuyeron a su insostenibilidad, no resulta razonable arrastrar dichos costos a la nueva negociación.

Es oportuno recordar, tal como lo mencionan Stiglitz y Guzmán (2016), que desde 1970, más de la mitad de los episodios de reestructuración con acreedores privados fueron seguidos de otra reestructuración o de un default en menos de cinco años.

Condiciones Diferentes de Acceso al Crédito

La tercera alternativa requiere del diseño de políticas internacionales, que establezcan un marco regulatorio multilateral que contenga las pautas de regulación del accionar de todos los actores que participan en el mercado financiero global y de reestructuración de deuda soberana, y que permita el tratamiento igualitario y responsable de los mismos.

Los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana” aprobados por la ONU, así como la Hoja de Ruta de la UNCTAD (United Nation Conference on Trade and Development, 2015), detallan algunas medidas que los países pueden tomar antes y durante el proceso de reestructuración de la deuda. Establecen el punto de partida para el diseño de la arquitectura legal necesaria para el desarrollo del mercado financiero global, dentro de las cuales está la idea de creación de una Institución de Renegociación de Deuda Soberana (*Sovereign Debt Workout Institution*).

Dicha institución deberá contar con el mandato de apoyar a los estados deudores individuales que buscan una solución, principalmente a través de la facilitación de un diálogo inclusivo con la totalidad de sus acreedores, de mediación y arbitraje y proporcionar el apoyo técnico y logístico para los arreglos de la deuda soberana, incluyendo un registro público de reestructuraciones anteriores.

A pesar de la fundada resistencia de algunos sectores de aceptar al Fondo Monetario Internacional como el foro apropiado para discutir o diseñar estas políticas, vale mencionar también un antecedente válido de este organismo, referido a la creación del *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* a partir del año 2000, con el objetivo de generar un marco regulatorio internacional para lidiar con las crisis de deuda, mediante una opción estatutaria.

Tal como describe Fernández Alonso (2018), el proyecto preveía la instauración de un esquema estatutario que posicionaba al propio Fondo en el rol capital de la gestión y/o administración de los episodios de reestructuración. En este sentido, la iniciativa estipulaba que los Estados en dificultades acudiesen al organismo a los fines de solicitar asistencia ante la inminencia de una crisis de deuda soberana. En dicho contexto, el país recibiría financiamiento extraordinario por parte del FMI y de eventuales agentes privados a condición de que implementase un programa económico que le permitiese sortear las contrariedades que habían conducido a la crisis e iniciase prontamente el proceso de negociación con sus acreedores.

No obstante, terminó predominando la propuesta de promover y fortalecer una solución de mercado a través la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) en los instrumentos. (Krueger, 2012)

En este punto, debe recordarse que las Cláusulas de Acción Colectiva son aquellas que, incorporadas en los prospectos de emisión de como cláusulas aplicables a los bonos soberanos, permiten que -a través de la toma de decisiones por parte de la mayoría de tenedores de esos bonos-, se modifiquen los términos y condiciones de los mismos, incluyendo fechas de pago, reducción del monto adeudado, cambio de lugar de pago, etc.

Según refieren Martner y Tromben (2004), otras opciones propuestas para apuntalar el sostenimiento de la deuda en término de obtener crédito en mejores condiciones, versan sobre la emisión de deuda por parte de las instituciones financieras internacionales en una nueva unidad de cuenta: un índice de una canasta de moneda de cada país, en la proporción en que dicha unidad de cuenta participaría en dicha nueva unidad o incluso los países podrían emitir bonos indexados al crecimiento de su PBI, ayudando así a reducir el sesgo procíclico de la política fiscal, ya que el pago del interés bajaría en épocas recesivas y aumentaría en períodos de auge.

Por otra parte, la existencia de garantías adicionales en la forma de fondos de acceso contingente, a disposición de países que enfrentan dificultades, podría reducir el riesgo soberano, en forma similar a la de prestamista de última instancia que cumplen en el plano nacional los bancos centrales de muchos países.

En ese sentido, señala Frenkel (2001) que “una mayor disponibilidad de fondos -de origen público u obtenidos en los mercados con garantía indirecta de los gobiernos de los países desarrollados- y condiciones de acceso más amplias y automáticas podrían tener un efecto significativo sobre las Primas de Riesgo y mejorarían el funcionamiento del sistema porque reducirían las probabilidades de crisis”.

Para ello, agrega el autor, resulta indispensable que las instituciones de financiamiento internacional realicen aportes contundentes en cuanto a: (i) flexibilizar el rigor de las condicionalidades, (ii) apuntalar a los países a acceder al crédito internacional en condiciones más igualitarias y a un costo financiero más reducido, (iii) acompañar los procesos de reestructuración, ordenando y promoviendo mecanismos que incentiven la emisión de bonos soberanos indizados a una canasta de monedas y a la capacidad de repago de los países.

CONCLUSIÓN

A lo largo del artículo hemos mencionado las posibles causas por las que los países en vías de desarrollo se encuentran insertos en el mercado financiero global en una especie de trampa.

Esta trampa de financiamiento ocasiona que el mayor costo financiero para acceder al crédito se traduzca en la insostenibilidad de las deudas soberanas, lo que a su vez -de terminar en un impago- generará mayor costo financiero, generándose un círculo vicioso altamente perjudicial para los países en desarrollo.

Por ello, la búsqueda de alternativas que permitan modificar la lógica de funcionamiento del mercado, resulta imprescindible si se quieren generar marcos de desarrollo en igualdad de condiciones, que favorezcan el ejercicio pleno de la soberanía de los Estados en la búsqueda de recursos para financiar su crecimiento y como correlato, promover al bienestar de todos sus ciudadanos.

Teniendo en consideración el desequilibrio de fuerzas que se evidencia en las relaciones entre países emisores de deuda soberana e inversores privados, entendemos que resulta fundamental trabajar en el desarrollo de un marco legal internacional que regule el mercado financiero y establezca pautas para la emisión, negociación, calificación

y renegociación de deudas, que reflejen los principios rectores aprobados por la ONU y la hoja de ruta de la UNCTAD.

Se requieren políticas internacionales que, por un lado, busquen como resultado empréstitos públicos con fines productivos y sociales, que sean sustentables y razonables, sin comprometer el margen de acción de los gobiernos para la realización efectiva de los derechos humanos, y por el otro, la participación de inversores no especulativos, desincentivando y sancionando concretamente el accionar contrario a sus principios rectores.

De igual forma, ese marco legal internacional podría recoger ideas vinculadas con la modificación de las calificaciones y la ampliación del mercado de calificadoras, aportando transparencia e independencia a la información y a los criterios, dentro de las cuales promovemos la implementación de una “prima de riesgo de no cooperación” que eventualmente pudiera ser calificada como lo es el riesgo país. En efecto, si el “mal comportamiento” de los países es evaluado y calificado y tiene como consecuencia el encarecimiento del costo financiero para su acceso al crédito, otorgando mayor rentabilidad a un inversor que conoce de antemano esta situación, entonces ¿por qué el “mal comportamiento” del inversor que adquiere una deuda en *default* o próxima a un *default* y que actúa como un “fondo buitres” no tiene ningún impacto concreto en las operaciones financieras que realiza, ya sea de adquisición de títulos de deuda o de su renegociación?

Por su parte, y con relación a la propuesta de descuento proporcional de la prima de riesgo en los casos de reestructuración de deuda, consideramos que podría ser implementada por los mismos instrumentos que fueron incorporadas las cláusulas de acción colectiva (CAC) en las renegociaciones o canjes de deuda. Así, en función del porcentaje de capital e intereses que el país deudor acuerde pagar, se disminuiría o eliminaría el componente de prima de riesgo proporcionalmente a la disminución del riesgo de impago por pago efectivo del capital y los intereses.

Atendiendo el camino que han seguido proyectos como el *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, e incluso la alta oposición a los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana aprobados por la ONU por parte de países económicamente

dominantes, consideramos que resulta necesario recurrir a la implementación de opciones que permitan más concretamente resolver las dificultades actuales.

Adicionalmente a lo propuesto respecto del descuento de la prima de riesgo, entendemos que la participación de las instituciones financieras internacionales es fundamental para ofrecer, por un lado, alternativas de financiamiento o instrumentos que al menos permitan abaratar el costo financiero del crédito, y por el otro para ejercer un verdadero contrapeso que equilibre las fuerzas de los distintos actores.

A tal fin, las opciones vinculadas con la flexibilización de las condicionalidades y el desarrollo de líneas de crédito indexadas por otros ítems que estén más atados al desarrollo real del país emisor, antes que al desarrollo de un país de referencia, podrían permitir a los países obtener financiamiento en condiciones más igualitarias e incluso resolver crisis de deuda que disminuyan el riesgo de impago.

Finalmente, incentivar la inversión interna o crear fondos de contingencia internacionales en el ámbito de organizaciones internacionales distintas a las instituciones financieras tradicionales, podría también abrir un camino alternativo para acceder al crédito en condiciones más equitativas y razonables.

Sea cuales fueren las alternativas a adoptar para modificar la arquitectura del sistema financiero global en orden a la deuda pública de los países en vías de desarrollo, lo cierto es que las mismas deberían ser adoptadas con la activa participación y consenso de los gobiernos de estos países, generando espacios de análisis y discusión para la toma de decisiones conjuntas que otorguen mayor peso en la relación de fuerzas. A tal fin, la *Sovereign Debt Workout Institution* creada por la UNCTAD podría constituir un espacio adecuado.

Como señala el inglés William Hutton (que fue hace unos años asesor de Tony Blair), la idea de que *“no podemos escoger, que estamos predestinados a ser como somos”* y que la *“única eficiencia posible a nuestro alcance es la que nos brinda la asignación de recursos del mercado”*, constituye la doctrina *“más insidiosa”* de nuestra época (Hutton, 1997)” (Rapaport, 2002). Recuperar el protagonismo y lograr espacios justos y equitativos de negociación de la deuda pública es el desafío de los países en vías de desarrollo.

REFERENCIAS

- Asamblea General de las Naciones Unidas. (18 de Julio de 2012). *Resolución aprobada por el Consejo de Derechos Humanos A/HRC/RES/20/10*. Obtenido de <https://www.undocs.org/es/A/HRC/RES/20/10>.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (s.f.). *Títulos Públicos*. Obtenido de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/titulos-publicos>.
- Buonomo, M., & Gudynas, E. (2010). Riesgo País: una medida alternativa para Mesoamérica. *Revista Mesoamérica en Movimiento*(4). Obtenido de <http://economiasur.com/wp-content/uploads/2016/02/OdeDBuonomoGudynasRPaisActualizado09.pdf>.
- Comité de Derechos Económicos, Sociales y Culturales. (22 de Julio de 2016). *Deuda Pública, medidas de austeridad y Pacto de Derechos Económicos, Sociales y Culturales*. Obtenido de <https://www.undocs.org/en/E/C.12/2016/1>.
- Fernández Alonso, J. (19 de Julio de 2018). La economía política de las crisis de deudas soberanas: el estado actual del debate en torno al mecanismo de reestructuración. *Revista del Centro Andino de Estudios Internacionales*. Obtenido de t.ly/ykUX.
- Frenkel, R. (2001). Reflexiones sobre el financiamiento del desarrollo. *CEPAL N° 74*.
- Gobierno de la República Argentina. (23 de Abril de 2018). *Opinión crediticia de Moody's Investors Services*. Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/argentina_credit_opinion_april_2018.pdf.
- Gobierno de la República Argentina. (s.f.). *Informes Trimestrales de la Deuda*. Obtenido de Ministerio de Economía: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-la-deuda>.
- International Swaps and Derivatives Association. (s.f.). *Strategy Statement*. Obtenido de <https://www.isda.org/mission-statement>.
- JP Morgan Chase. (2021). *Suite Indices*. Obtenido de <https://www.jpmorgan.com/insights/research/indices/product#em>.

- Krueger, A. O. (Abril de 2012). *A New Approach to sovereign debt restructuring*. Obtenido de Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>.
- Martner, R., & Tromben, V. (Diciembre de 2004). La sostenibilidad de la deuda pública. *Revista de la CEPAL*(84). Obtenido de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/10979/1/084099115_es.pdf.
- Ministerio de Económica. Finanzas.* (s.f.). Obtenido de Gobierno de la República Argentina: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-la-deuda>.
- Müller, A., & Benassi, A. (2013). *Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?* Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina. Obtenido de http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/econ/collection/docin/document/docin_cespa_032.
- Rapaport, M. (2002). Orígenes y actualidad del pensamiento único. En C. L. CLACSO (Ed.), *La Globalización Económico Financiera. Su impacto en América Latina*. Obtenido de <http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/gt/20101004010747/22.pdf>.
- Sanabria, C. (2009). Choques financieros globales y la evolución del Riesgo País. *Tópicos Económicos, Departamento de Investigación Económica y Financiera del Banco Central de Reserva del Salvador*. Obtenido de <https://www.bcr.gob.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1193420407.pdf>.
- Stiglitz, J. (23 de Agosto de 2014). La moratoria “a la Griesa” de Argentina. *El País*. Obtenido de https://elpais.com/economia/2014/08/22/actualidad/1408732136_001362.html.
- Stiglitz, J. E., & Guzmán, M. (Octubre de 2016). *Instituto Argentino para el Desarrollo Económico*. Obtenido de https://static.nuso.org/media/documents/guzman_y_stiglitz_2017_FF.pdf.
- Thomson Reuters. (s.f.). *Practical Law*. Obtenido de [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-384-4512?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&contextData=\(sc.Default\)&comp=pluk&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-384-4512?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&contextData=(sc.Default)&comp=pluk&firstPage=true).

- United Nation Conference on Trade and Development. (11 de Julio de 2019). *Current challenges to developing country debt sustainability*. Obtenido de <https://unctad.org/webflyer/current-challenges-developing-country-debt-sustainability>.
- United Nation Conference on Trade and Development. (Abril de 2015). *Sovereign Debt Workouts: Going forward roadmap and guide*. Obtenido de https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2015misc1_en.pdf.
- United Nation Conference on Trade and Development. (23 de Febrero de 2015). *Working Group Meeting on Debt Workout Mechanism no.5*. Obtenido de <https://unctad.org/es/node/25465>.