

## **EVALUACIÓN DE PROPUESTAS RECIENTES EN TORNO A LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL\***

*Esteban Jadresic M.\*\**  
*Sergio Lehmann B.\*\*\**

### **I. MOTIVACIÓN**

En la discusión reciente sobre la denominada “arquitectura financiera internacional” destacan las propuestas referidas a mecanismos de reestructuración de deuda soberana. También ha recibido un grado relevante de atención la línea de crédito contingente que ofrece el Fondo Monetario Internacional desde 1999. Esta nota examina y evalúa el estado actual de estas iniciativas, desde la perspectiva de la economía chilena.

Para los efectos anteriores, en la sección 2 de la nota se presentan las características y la evaluación de la línea de crédito de contingencia. En la sección 3 se revisan los mecanismos de reestructuración de deuda soberana que ha propuesto el FMI, así como las cláusulas de acción colectiva que han favorecido la industria financiera. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

### **II. LÍNEA DE CRÉDITO CONTINGENTE DEL FMI**

La línea de crédito contingente del FMI (“CCL”, por *Contingent Credit Line*) ha sido una de las principales iniciativas creadas para ayudar a prevenir las crisis financieras en economías emergentes como la chilena. Esta línea, que en su oportunidad fue aprobada con muchas expectativas, fue diseñada con el objeto de contribuir a proteger a las economías emergentes —con fundamentos económicos relativamente sólidos— de eventuales contagios de crisis financieras surgidas en otras economías emergentes, y para reforzar los incentivos a aplicar buenas políticas.

#### **1. Características**

De acuerdo con el diseño de la CCL, los recursos que el FMI pone a disposición a través de esta línea se pueden utilizar cuando, como consecuencia de

condiciones exógenas al país miembro —por ejemplo, condiciones de contagio de crisis por pérdida de confianza de los agentes económicos— la economía enfrente dificultades para realizar sus pagos externos. Esta línea se contrata con anticipación a una crisis. Para estos efectos, el país contratante debe cumplir condiciones relativamente estrictas, como contar con políticas sanas de acuerdo con las evaluaciones del Artículo IV que regularmente efectúa el FMI, estar implementando o en proceso de implementar estándares internacionales claves, mantener una relación constructiva con sus acreedores privados y hacer progresos importantes para limitar la vulnerabilidad externa.

En su versión actual, el monto total de la línea podría alcanzar entre tres y cinco veces la cuota del país en el FMI, que en el caso de Chile corresponde a una cifra de entre tres y seis mil millones de dólares,<sup>1</sup> exige el pago de una comisión de apertura de 25 puntos base (pb) y una tasa de interés por los giros, entre 150 y 350 pb por sobre la tasa base del FMI, según el tiempo que el país se tome para pagarla. En caso de necesitar recursos, cinco por ciento de la línea es de libre disponibilidad, y cerca de un tercio de la misma estaría disponible con relativa rapidez, pero requiere de la aprobación del directorio del FMI. Adicionalmente, una vez aprobada la línea, la permanencia de la misma estaría sujeta a la aprobación de los programas de monitoreo periódico que efectuaría el FMI.

\* *Agradecemos la valiosa asistencia de Tatiana Vargas, así como los comentarios de Rodrigo Valdés, Klaus Schmidt-Hebbel, y los participantes en la reunión de Comité de Mercado de Capitales del Banco Central de Chile, donde se presentó una versión preliminar del trabajo. Los errores que persistan, así como las opiniones vertidas en el documento, son de nuestra exclusiva responsabilidad.*

\*\* *Gerencia de División Internacional, Banco Central de Chile.*

\*\*\* *Gerencia de Análisis y Operaciones Internacionales, Banco Central de Chile.*

<sup>1</sup> *En su estado actual, la propuesta ha contemplado un rango para la línea de crédito. Sin embargo, en caso de que se formalice, será necesario definir un nivel específico.*

## 2. Evaluación

Contrariando la visión de que el acceso a esta línea podría constituirse en un codiciado premio a la aplicación de buenas políticas, esta facilidad no ha tenido aceptación entre los potenciales beneficiarios, y hasta ahora ningún país la ha contratado. Esto se debe tanto a razones financieras como a una preocupación por las señales adversas que podrían emanar de la contratación de una línea o de su terminación.

En cuanto a los factores financieros, la principal consideración es que la línea de crédito contingente ofrecida por el FMI no sería lo suficientemente líquida, en el sentido de que los montos de libre o rápida disponibilidad son bajos. En un contexto en que los países tienen como alternativas de liquidez inmediata sus reservas internacionales, y liquidez adicional mediante la solicitud de un programa tradicional al FMI, los incentivos para contratar una CCL parecen limitados. Además, los costos de contratación y uso de la línea, aunque probablemente atractivos para países con clasificación de riesgo más desfavorable, no lo son tanto para los países que cumplen más fácilmente con las condiciones de elegibilidad exigidas por la CCL.

Las preocupaciones con respecto a las señales que pudiesen entregar la contratación y terminación de una línea, han tenido fuerte peso en desalentar el interés en la CCL. En cuanto a la contratación, ha existido temor a que los mercados interpreten la solicitud de la CCL como un fenómeno de selección adversa, proyectando así una imagen de debilidad en vez de fortaleza de las políticas económicas. Dicho de otro modo, la preocupación es que la CCL, en vez de ser una bendición, se convierta en un estigma para el país contratante. En cuanto a las consecuencias de la eventual terminación de una CCL contratada, ya sea por decisión del país o porque el FMI determinara que este ya no cumple con los requisitos de elegibilidad, también existe el temor a que el cierre de la línea pueda traer consecuencias adversas.

Está contemplado que la CCL, como facilidad ofrecida por el FMI, expira en noviembre de 2003. No

obstante, el FMI está revisando las características de la línea, con el objeto de dar respuesta a las preocupaciones antes mencionadas. En esta dirección, en la reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional del Consejo de Gobernadores, el FMI expresó su apoyo para alcanzar los objetivos de la CCL, de modo de reducir la vulnerabilidad y apoyar el diseño de políticas que permitan enfrentar los eventos financieros externos.<sup>2</sup>

Una CCL efectiva habría podido constituir un instrumento proactivo para potenciar los esfuerzos de prevención de crisis, pero lamentablemente no ha podido diseñarse una que funcione en la práctica. Desde esta perspectiva, probablemente será más provechoso que el FMI busque maneras de diseñar o rediseñar otros instrumentos de préstamo que no requieran identificar de antemano qué países son o no elegibles, pero que sean más efectivos que los actuales para prevenir crisis, así como para responder rápidamente y con suficientes recursos a las necesidades de liquidez de aquellos países que aplican políticas sólidas.

## III. MECANISMOS DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

Como respuesta a las fuertes críticas que recibieron los programas de apoyo financiero oficial liderados por el FMI desde mediados de los noventa, amplificadas tras la crisis en Argentina, en los últimos años han tomado un rol protagónico en los foros financieros internacionales las propuestas de revisión de los mecanismos de reestructuración de deuda externa soberana.

### 1. Fundamentos

Estas propuestas encuentran su fundamento económico en la preocupación de que, en aquellos países que han acumulado niveles de deuda insostenibles, sus gobiernos postergan demasiado atacar y resolver el problema, agravando los costos para sus economías, sus acreedores y la comunidad internacional. Entre las razones que han contribuido a ese comportamiento se ha identificado la falta de mecanismos que permitan reestructurar las deudas de manera predecible y ordenada, lo cual dificulta y encarece el inicio de un proceso de reestructuración temprana. Subyacen a este diagnóstico varias

<sup>2</sup> Octava reunión anual del Comité Monetario y Financiero Internacional, CMFI, Dubai, Unión de Emiratos Árabes, septiembre del 2003.

imperfecciones en los mercados, incluyendo las asimetrías de información entre deudores y acreedores, la dificultad de los deudores para comprometerse con un programa económico creíble, el riesgo moral que puede llevar a deudores y acreedores a tomar riesgos excesivos, problemas de soberanía y, especialmente, un importante problema de coordinación o acción colectiva de los acreedores. Este último se ha acentuado desde la década pasada, ya que los países deudores han reemplazado cada vez más su financiamiento externo, obtenido de créditos otorgados por unos pocos bancos acreedores, por la emisión de bonos comprados en última instancia por cientos o miles de agentes económicos en distintos países y jurisdicciones legales.

El debate sobre mecanismos de reestructuración de deuda también ha sido impulsado en parte por algunos que, preocupados del riesgo moral que podrían causar en general los préstamos oficiales liderados por el FMI, ven en el desarrollo de esos mecanismos una manera de reducir la frecuencia y el monto de los recursos que prestan los organismos multilaterales. Esta motivación, sin embargo, contraría la evidencia de que la enorme mayoría de los préstamos oficiales va a paliar problemas de liquidez y no de solvencia, que es el tipo de problemas que los mecanismos de reestructuración de deuda intentan abordar. Tampoco considera los efectos de la creciente integración de los mercados financieros internacionales ni la volatilidad de los flujos de capitales, en el monto de recursos necesarios para prevenir y resolver problemas de liquidez.

## 2. Características

Las dos propuestas principales que se han planteado para mejorar la reestructuración de deuda son los mecanismos de reestructuración de deuda soberana o SDRM y las cláusulas de acción colectiva o CAC. En esencia, la propuesta de SDRM plantea modificar los estatutos del FMI para establecer un marco legal universal que facilite la reestructuración de deuda soberana, en la línea de las leyes de quiebra que se aplican a las empresas en Estados Unidos y en la mayoría de los países. La propuesta de CAC, en tanto, plantea ampliar el uso y contenido de las cláusulas de acción colectiva que se utilizan

habitualmente en los contratos de los bonos emitidos en algunas jurisdicciones, notablemente en Gran Bretaña.

El contenido específico del SDRM propuesto por el FMI ha evolucionado desde que la idea fuera presentada por primera vez por Anne Krueger, subdirectora gerente de la institución, en noviembre del 2001 (Krueger, 2002a y 2002b). Los elementos más esenciales y perdurables de esa propuesta fueron presentados formalmente en abril del 2003, a petición del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI. Estos incluyen los siguientes: (1) que una *supermayoría* de acreedores (por ejemplo, 75%) agregada a través de distintas emisiones puedan votar para aceptar nuevas condiciones de pago, bajo un acuerdo de reestructuración que sería obligatorio para todos los acreedores afectados; (2) se incluirían disposiciones que impedirían la iniciación de acciones individuales por parte de acreedores que pudieran complicar el proceso de negociación, o retrasar el acuerdo de una reestructuración aceptable para una amplia mayoría de acreedores; y (3) se establecería un foro independiente de solución de controversias para verificar los derechos de los distintos acreedores, asegurar la integridad del proceso de votación y fallar en controversias que surgieran después de la activación del mecanismo.

En cuanto a las CAC, impulsadas desde abril del 2002 por, entre otros, John Taylor, subsecretario del Tesoro de EE.UU., las diversas propuestas que se han planteado tienen en común que ambas incluyen cláusulas de reestructuración y acción mayoritaria en las emisiones de bonos, las que especifican condiciones similares a las de los elementos (1) y (2), mencionados en el párrafo anterior, pero a nivel de cada emisión particular (Taylor, 2002). Las diferencias entre las propuestas se manifiestan en aspectos específicos pero importantes de esas cláusulas, tales como los porcentajes requeridos para aprobar las reestructuraciones e iniciar acciones. Asimismo, hay diferencias sustantivas en cuanto a la inclusión de cláusulas adicionales. Dentro de las propuestas más completas y ambiciosas, cabe destacar las cláusulas de representación, que permiten a un agente o grupo de agentes negociar en representación del conjunto de acreedores.

En el cuadro 1 se presentan las cláusulas de acción colectiva contenidas en algunas de las principales propuestas que se han efectuado hasta el presente.

### 3. El Debate

No obstante el origen común de ambos enfoques, en cuanto a que ambos apuntan a resolver el problema de acción colectiva de múltiples acreedores en su relación con un deudor, el debate sobre sus relativos méritos y desventajas ha sido extenso, y a veces apasionado. El SDRM ha sido cuestionado como un mecanismo muy rígido y centralizado, que no toma en cuenta realidades diferentes que pueden enfrentar distintos deudores y acreedores, y que puede coartar las iniciativas privadas para solucionar el problema. Por su parte, la fórmula de CAC ha sido criticada porque no resuelve el problema de agregación de los intereses de los acreedores a través de distintos instrumentos de deuda y jurisdicciones,<sup>3</sup> aspectos que el SDRM sí lograría gracias a su validez universal y a la creación del foro de solución de controversias. También se han planteado críticas cruzadas entre los proponentes de ambos enfoques respecto del tiempo que tomaría aplicar cada uno de manera generalizada.

Por no haber conseguido suficiente apoyo, la propuesta de SDRM fue virtualmente descartada en la reunión del Comité Financiero y Monetario Internacional del FMI de abril pasado, y parece difícil que en los próximos años se genere un consenso suficiente como para avanzar en esa dirección. En contraste, no se observa una oposición activa a las CAC, sino que, por el contrario, han contado con el fuerte apoyo del sector financiero internacional. Esto ha permitido a este mecanismo ir ganando terreno, a través de la emisión de bonos con dichas cláusulas por parte de México, Brasil y Uruguay. Esta situación deja en evidencia la rapidez y facilidad con que se puede avanzar en mecanismos de esta naturaleza, a diferencia del SDRM, que requiere de modificaciones legales en los países emisores de bonos, además de una modificación de los estatutos del FMI.

<sup>3</sup> En el punto III.5 de esta nota se aborda en detalle esta discusión.

Todo indica que la pregunta relevante de política que deberán hacer próximamente otras economías emergentes será si incluir también esas cláusulas en sus nuevas emisiones de bonos. Al respecto, cabe señalar que el Banco Central Europeo ha manifestado su apoyo a las CAC, con lo cual las nuevas emisiones de instrumentos en países europeos, incluyendo los de Europa emergente que el próximo año serán miembros de la Unión Europea, incluirán estas cláusulas.

### 4. Costo Asociado a las CAC

Un aspecto central que deberán tomar en consideración las economías al evaluar la inclusión de dichas cláusulas, dice relación con el efecto que estas tengan sobre el costo de su financiamiento externo. En principio, el signo de este efecto es indeterminado. Si bien las CAC pueden ser valoradas favorablemente por los acreedores, por hacer más eficiente un eventual proceso de reestructuración de deuda, y contribuir así a disminuir los costos asociados, también pueden aumentar la probabilidad de que ocurra una reestructuración, como resultado de un mayor riesgo moral. Así, la evidencia empírica sobre el costo de las CAC cobra gran importancia.

La evidencia disponible sobre bonos emitidos en Gran Bretaña y otras jurisdicciones, examinadas por Eichengreen y Mody (2000) y por Becker, Richards y Thaicharoen (2001), no sugiere que las CAC tengan consecuencias adversas significativas sobre el costo de financiamiento de los deudores de menor riesgo. De hecho, Eichengreen y Mody (2000) incluso encontraron que los deudores de menor riesgo se beneficiarían con ese tipo de cláusulas. Para el caso de deudores de riesgo crediticio más alto, la evidencia es confusa, ya que mientras los primeros autores mencionados encontraron efectos adversos, los últimos cuestionaron dichos resultados, encontrando, por su parte, resultados estadísticamente no significativos.

La reciente emisión de bonos con CAC por parte de México a fines de febrero pasado parece confirmar la evidencia antes descrita. Como muestra el cuadro 2, el *spread* de esta emisión es comparable con los *spreads* de bonos sin CAC y duración similar. Lo mismo sugiere la alta demanda por bonos con CAC colocados por Brasil un par

CUADRO 1					
Cláusulas de Acción Colectiva					
	Ley Inglesa	Ley de Nueva York	Recomendaciones G-10	Asociación de la Industria Financiera	Bonos Mexicanos Ley de Nueva York
<b>Provisiones</b>					
<b>Enmienda de obligaciones del emisor, incluyendo condiciones de pago</b>	Votos requeridos: 75% sobre la base de asistentes a reunión convocada. Quórum requerido para la reunión: 75% en primera instancia; 25% en segunda.	Votos: consentimiento unánime.	Votos: 75% sobre la base del capital principal o en la reunión debidamente convenida.	Votos: 85% sobre la base del capital principal, a menos que 10% la objete.	Votos: 75% sobre la base del capital principal para los términos claves.
<b>Privación de franquicias</b>	Bonos excluidos: bonos en posesión del emisor.	Bonos excluidos: ninguno.	Bonos excluidos: bonos en posesión o controlados, directa o indirectamente, por el emisor.	Bonos excluidos: dueños de bonos o controlados directamente por o por intermedio del emisor.	Bonos excluidos: propiedad directa o indirecta de México.
<b>Eventos de moratoria y aceleración</b>	Aceleración: típicamente 25%. Desaceleración: se alcanza de acuerdo con la mayoría según las cláusulas de reestructuración.	Aceleración: típicamente 25%. Desaceleración: típicamente más de 50% y, en algunos casos, 75%.	Aceleración: 25%. Desaceleración: 50 a 66%.	Aceleración: 25%. Desaceleración: 75%.	Aceleración: 25%. Desaceleración: más de 50%.
<b>Inicio de procedimientos</b>	Agencia fiscal: cualquier tenedor de bono. Estructura de custodia: se delega al custodio el derecho a iniciar una demanda.	Cualquier tenedor de bono.	Recomienda estructura de custodia o similar. 75% para instruir al custodio para que inicie demandas.	Cualquier tenedor de bono bajo ley de NY. Opción de custodia bajo ley Inglesa.	Cualquier tenedor de bono.
<b>Representantes</b>	Ninguno	Ninguno	Se designa representante de tenedores de bonos, para lo cual se requiere voto de 2/3 del total.	Con 50% de votos se forma un comité después de moratoria. No puede ser objetado por más de 25% de los votos. El emisor paga gastos del comité y asesorías legales.	Ninguno
<b>Entrega de información</b>	Ninguna	Ninguna	Proveer cierta información durante la vida del bono y en caso de moratoria.	Emisor debe suscribirse a normas especiales de divulgación de datos del FMI, NEDD, entregando proyecciones a 12 meses. Entregar información específica requerida por 5% de los tenedores.	Ninguna

CUADRO 2

## Rendimiento de los Bonos Globales de los Estados Unidos Mexicanos

Bono	Años para el vencimiento	Rendimiento al vencimiento	Margen sobre bonos del tesoro norteamericano a 10 años
UMS 2013	9.0	6.575%	2.78%
Nuevo UMS 2015 *	12.0	6.918%	3.12%
UMS 2016	13.6	7.277%	3.48%
UMS 2019	16.8	7.582%	3.71%

(\*) Incluye cláusulas de acción colectiva (CAC)  
Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, México.

de meses más tarde, la que superó en siete veces el tamaño de la emisión.

No obstante lo señalado, se debe destacar que las emisiones de bonos con CAC han contemplado, como es práctica habitual en los mercados internacionales, una cláusula cruzada de incumplimiento (*cross default*), con el resto de las emisiones de deuda pública externa. Esta exige la aprobación de la totalidad de los tenedores del resto de la deuda para llevar a cabo la reestructuración. Con la excepción de Uruguay, estos instrumentos representan el grueso de la deuda, lo cual podría dificultar de manera importante la aplicación de las cláusulas de reestructuración. Precisamente esa ha sido la razón que algunos bancos han esgrimido para justificar el que la incorporación de CAC no haya afectado el precio de colocación de los bonos.

## 5. PROBLEMA DE AGREGACIÓN

Como se ha señalado, la principal debilidad que se imputa a las CAC para resolver los problemas de reestructuración de deuda se relaciona con la agregación de los intereses de los acreedores bajo diferentes jurisdicciones e instrumentos, constituidos por distintas emisiones de bonos, créditos bancarios y créditos comerciales. El hecho de que solo una fracción de estos instrumentos de deuda pueda estar cubierta por cláusulas colectivas, determina que frente a una eventual necesidad de reestructurar la deuda, los problemas de coordinación se resolverán solo parcialmente.<sup>4</sup>

Si bien a medida que transcurra el tiempo podrá ir aumentando la proporción de bonos que incorporen

CAC, no existe garantía de que las emisiones se hagan bajo una misma jurisdicción, lo que dependerá de la evaluación por parte del emisor de las condiciones financieras del momento. En este sentido, existen diferencias con respecto a la legislación de CAC en los distintos mercados.

Cabe destacar el caso de Uruguay, que tras la necesidad de reestructurar su deuda externa incorporó en todos sus bonos CAC cláusulas de agregación según la legislación de Nueva York. Específicamente, los bonos uruguayos han considerado que, para efectos de una reestructuración, se deben satisfacer dos condiciones: una a nivel de cada bono, con un porcentaje mínimo de tenedores que apoyen la medida de modo de ser ejecutada, y otra a nivel agregado de las emisiones que serían afectadas por la reestructuración, con un porcentaje de ejecución más alto que el contemplado para cada bono por separado. Está claro que este caso, donde se sustituye la totalidad de los bonos bajo una misma legislación, no es fácil de reproducir por otra economía. En cualquier forma, quedan excluidas de la agregación las deudas bancarias y comerciales, limitando el grado de coordinación y rapidez que se puede alcanzar en un eventual proceso de reestructuración.

Por otro lado, cabe señalar que la discusión con respecto a cláusulas de agregación ha contemplado, además de los cuestionamientos antes señalados, un análisis de los eventuales daños a los derechos de los inversionistas. En particular, algunos agentes han manifestado sus aprensiones con relación a la introducción de “súper” cláusulas colectivas, que puedan exacerbar los riesgos de que el país emisor manipule los votos cuando enfrente una reestructuración de su deuda.

<sup>4</sup> Véase Eichengreen (2003).

## 6. EVALUACIÓN

Aunque todavía es temprano para emitir un veredicto definitivo sobre la materia, de mantenerse la evaluación de que la inclusión de CAC no eleva los costos de financiamiento, los países emergentes que no las han incluido difícilmente podrán resistirse a utilizarlas. En efecto, si bien pueden existir dudas sobre su utilidad práctica, debido a la ya mencionada falta de universalidad en la cobertura e interpretación de las cláusulas que contendrían los contratos, es improbable que la introducción de esas cláusulas signifique un retroceso en materia de reestructuración de deudas, especialmente si son aceptadas voluntariamente por los acreedores.<sup>5</sup>

Más allá de la conveniencia de incluir o no CAC en las futuras emisiones de deuda, ¿cómo debe evaluarse el que la comunidad financiera internacional deseché, al menos por ahora, la alternativa de un SDRM? Al respecto, no puede ignorarse que las aparentes insuficiencias de la situación actual y de las CAC ya mencionadas sugieren que sí sería preferible que eventualmente existiera algún mecanismo general que permitiera que esas reestructuraciones fueran más eficientes. Dado que existe consenso en que los países deben tener leyes e instituciones que establezcan procedimientos claros y ordenados para enfrentar y resolver situaciones de bancarrota, no es fácil visualizar por qué no deberían existir procedimientos comparables a nivel internacional. La nota de cautela es que, incluso en el caso de los países individuales, esos mecanismos legales e institucionales no siempre son los más adecuados, por lo que no cualquier SDRM tendría que merecer apoyo.

Sin perjuicio de lo anterior, desde la perspectiva de una economía emergente como la chilena, probablemente convendría dar vuelta la página de la propuesta de SDRM. En efecto, ya que el tema de la reestructuración de deuda soberana apunta a resolver problemas de insolvencia, los cuales son mucho menos frecuentes que los problemas de liquidez, se trata de un tema de importancia bastante más limitada que lo que sugieren el tiempo y el debate dedicados por la comunidad financiera internacional. Desde esta perspectiva, y en un contexto en que el número de temas y debates que esa comunidad puede atender es limitado, se abre una oportunidad para que esta

vuelva a prestar atención prioritaria a la prevención de crisis, que contemple la promoción de buenas políticas económicas y la adecuada provisión de liquidez.

## IV. CONCLUSIONES

Las reformas tendientes a mejorar la prevención de crisis son particularmente relevantes para las economías emergentes más avanzadas. En esta área, la línea de crédito contingente del FMI, creada para ayudar a esas economías a prevenir los riesgos de contagio provenientes de problemas en los mercados financieros globales, no ha cumplido su propósito. Debido al temor a las señales adversas que su contratación y terminación podrían generar, así como porque dicho instrumento no parece otorgar un grado de liquidez significativamente mayor que el que pueden proveer otras formas de financiamiento oficial, este instrumento debería ser rediseñado completamente. El desafío, entonces, para la comunidad financiera internacional, será desarrollar otros instrumentos financieros que permitan a las economías emergentes con políticas económicas sólidas disponer de suficiente liquidez en los momentos de fuerte turbulencia en los mercados financieros internacionales.<sup>6</sup>

En años recientes, la mayor parte del debate sobre reformas al sistema financiero internacional se ha centrado más bien en la solución de crisis. Aunque la relevancia y el costo de oportunidad de ese debate es cuestionable desde la perspectiva de las economías emergentes más avanzadas, el propósito de desarrollar mejores mecanismos de reestructuración de deuda es positivo. En aquellos países que eventualmente acumulen deudas insostenibles, ello reduciría los costos económicos que pagan esos países, sus acreedores y la comunidad internacional por la falta de mecanismos eficientes de reestructuración de deudas.

<sup>5</sup> *Aun si la inclusión de CAC elevara el costo de financiamiento, no necesariamente se desprendería que un país debería abstenerse de incorporarlas en sus emisiones de bonos. Ver Kletzer (2002).*

<sup>6</sup> *En este sentido, son interesantes los planteamientos de Caballero (2003a y 2003b), quien postula la necesidad de que se desarrolle un mercado de instrumentos de cobertura que protejan a las economías emergentes frente a la volatilidad de los flujos de capitales. Una propuesta en esta alternativa sería especialmente relevante en el caso de economías exportadoras de bienes primarios, las que se encuentran especialmente expuestas a los ciclos de la economía mundial.*

En la actualidad, no existe ánimo como para modificar los estatutos del FMI de modo de implementar un sistema de quiebras internacional como el propuesto por el SDRM, pero se observa un creciente impulso al uso de CAC en las emisiones de bonos soberanos. En este contexto, la principal decisión de política que asoma en esta materia para las economías emergentes es si incluir o no ese tipo de cláusulas en futuras emisiones y, en tal caso, cuáles. Mientras se mantenga la percepción de que esas cláusulas no tienen costos relevantes, no habría por qué oponerse. Sin embargo, debe tenerse presente que no es evidente que el uso incluso generalizado de CAC mejore sustancialmente los procesos de reestructuración de deuda. En particular, las CAC consideradas en la actualidad no abordan el problema de agregación a través de distintas emisiones de deuda y jurisdicciones, con la excepción del caso uruguayo, que de todas formas deja fuera las deudas bancarias y comerciales.

De este modo, la verdadera prueba para evaluar los beneficios de este mecanismo vendrá cuando una economía que haya emitido bonos con estas cláusulas enfrente la necesidad de reestructurar su deuda. Dependiendo del resultado que se obtenga en este caso, eventualmente los SDRM podrían recobrar notoriedad.

## REFERENCIAS

- Becker, T., A. Richards y Y. Thaichareon (2001). "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?" Documento de Trabajo N° WP/01/92. Fondo Monetario Internacional.
- Caballero, R.J. (2003a). "The Future of the IMF." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Caballero, R.J. (2003b). "Coping with Chile's External Vulnerability: A Financial Problem." En *Central Banking, Analysis and Economic Policies*, editado por L.A. Ahumada y J.R. Fuentes. Banco Central de Chile, por aparecer.
- Eichengreen, B. y A. Mody (2000). "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?" National Bureau of Economic Research, Documento de Trabajo N° 7458.
- Eichengreen, B. y A. Mody (2003). "Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring?" Centre for Economic Policy Research, CEPR, Documento de Discusión N° 3771.
- Fondo Monetario Internacional (2001). "The IMF's Contingent Credit Lines. A Factsheet." Departamento de Relaciones Externas del FMI, junio.
- Fondo Monetario Internacional (2003). "Proposals for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). A Factsheet." Departamento de Relaciones Externas del FMI, enero.
- Fondo Monetario Internacional (2003). "Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on the IMF's Policy Agenda", Sitio web del FMI, abril.
- Kletzer, K.M. (2002). "Sovereign Bond Restructuring: Collective Action Clauses and Official Crisis Intervention." Documento de Trabajo N°533. Universidad de California, Santa Cruz, EE.UU.
- Krueger, A. (2002a). "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring." Fondo Monetario Internacional, abril.
- Krueger, A. (2002b). "Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later." Presentado en la Conferencia «Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development» en el Banco de México. Departamento de Relaciones Externas del FMI, noviembre.
- Taylor, J. (2002). "Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective." Treasury News, [www.treas.gov/press/releases/po2056.htm](http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm).