

## El régimen de los acreedores y la crisis de la deuda



Jasper Rietman

La situación de Puerto Rico a menudo se presenta como la historia de un gobierno irresponsable que ha tomado demasiado dinero prestado y lo ha malgastado, por un lado, y por otro, los sobrios bonistas, guardianes de la responsabilidad fiscal, legítimamente preocupados por lo que se les debe. A esto corresponde la tendencia de muchos a tomar como buenas todas las evaluaciones del gobierno que emanan de casas cualificadoras, grupos de

bonistas (el llamado Grupo Ad Hoc, o los bonistas de la AEE), fondos de inversión particulares (como OppenheimerFunds, FranklinAdvisers y otros) o revistas y comentaristas financieros: cada una de sus críticas o señalamientos o advertencias, sobre las consecuencias del impago, por ejemplo, se toman como demostración de los errores y políticas equivocadas del gobierno.

Lejos estoy, como se sabe, de esconder los errores y políticas erradas del gobierno: las hemos señalado cientos de veces y volveremos sobre ellas al final de este artículo. Pero si bien no pueden dejar de señalarse los errores del gobierno, ¿quiere eso decir que las posiciones de los bonistas son justas y correctas? Si bien el gobierno es uno de los responsables de la crisis, ¿quiere eso decir que los bonistas no tienen también responsabilidad? ¿Quiere eso decir que debemos seguir el camino señalado por los bonistas?

Por otro lado, como la crisis a menudo se ve como resultado de las acciones de un gobierno irresponsable, también se le ve como algo aislado, casi único. De nuevo, nunca hemos negado ni negamos la particularidades del caso de Puerto Rico, pero ¿quiere eso decir que el problema del sobreendeudamiento, de la necesidad de reestructurar deudas públicas insostenibles es un problema exclusivamente puertorriqueño?

Basta reflexionar un poco para reconocer que el problema del sobreendeudamiento es un problema global. Por otro lado, me parece que si se examina ese problema desde esa perspectiva global, se concluirá que el camino que proponen los bonistas y los acreedores no contribuye a solucionar ese problema de manera justa y eficiente. Para reenfocar el tema de la deuda me parece útil examinar la situación de Puerto Rico a partir de un artículo reciente de Joseph E. Stiglitz con Martin Guzman sobre el tema de la reestructuración de las deudas soberanas (con lo cual se refieren a las deudas de los gobiernos, las deudas públicas). (“Fixing Sovereign Debt Restructuring”, julio 2015; ver también [“Un estado de derecho para la deuda soberana”](#), 15 junio 2015, ambos disponibles en Internet)

En lo que sigue voy a resumir los señalamientos de Stiglitz y Guzman sobre el problema global de sobreendeudamiento y de la reestructuración de las deudas públicas. Luego comentaré cómo sus señalamientos corresponden a la situación pasada y presente de Puerto Rico. Concluiré con unas consideraciones sobre las políticas que debemos impulsar a la luz de ese análisis.

### **El problema del sobreendeudamiento y la necesidad de la reestructuración**

Stiglitz y Guzman señalan que la reducción de deudas públicas a niveles sostenibles (que permitan la recuperación económica de los países afectados) es un problema apremiante a nivel global. En una economía mundial, que describen como “anémica”, un número considerable de países tendrán que reestructurar sus deudas en el futuro cercano. No hacerlo, o hacerlo de forma tardía e incompleta tan solo perpetuará o agravará la recesión de sus economías, con efectos negativos incluso para sus acreedores. Es bueno recordar estos señalamientos cuando escuchamos hablar de las consecuencias del impago: aquí Stiglitz y Guzman nos recuerdan las consecuencias de seguir pagando una deuda insostenible. Lograr esas reestructuraciones se ha convertido en una tarea más compleja según la deuda pública ha tomado cada vez más la forma de bonos (con un número más grande y variado de acreedores) y no préstamos.

La forma en que en la actualidad se realizan esas reestructuraciones son las negociaciones privadas entre gobiernos deudores y acreedores, fuera de todo marco institucional o legal. Esa precisamente es la negociación que debe ocurrir entre el gobierno de Puerto Rico y los bonistas, al menos mientras no se valide la ley de quiebra criolla o se extienda a Puerto Rico la ley de quiebra federal. Sin embargo, advierten los autores, ese proceso, que ellos llaman proceso privado, de mercado o contractual, hasta ahora ha conducido a resultados que no son ni justos ni eficientes, no debido a concesiones a los deudores irresponsables, como pensarían algunos, sino al contrario, debido a la capacidad que han tenido los acreedores de imponer sus condiciones. El problema según Stiglitz y Guzman, no está demás subrayarlo, ha sido y es la política sobre la deuda impuesta por los acreedores y cómo los canales existentes para renegociar las deudas han facilitado que impongan su voluntad.

Se trata de una situación que promueve malas prácticas por los acreedores (ofrecen préstamos o compran deuda

que no debieran ofrecer o comprar) y malas prácticas por los deudores (toman préstamos o emiten deuda que no debieran tomar o emitir) y cuando esas prácticas conducen a deudas insostenibles el problema se resuelve con arreglos que no permiten que los países afectados (a los que por lo general los acreedores le imponen esos acuerdos) se recuperen. Veamos a qué se refieren Stiglitz y Guzman.

Según ellos, las negociaciones con una gran cantidad de acreedores con intereses contrapuestos son por lo general largas, complicadas y costosas. Se trata, además de negociaciones entre agentes desiguales en las que los acreedores, los “ricos y poderosos”, para usar sus palabras, por lo general logran imponer sus condiciones. Las negociaciones, que son demasiado largas, logran demasiado poco demasiado tarde (“to long, too little, too late”). No se logra un ajuste de la deuda a niveles sostenibles, compatibles con una recuperación económica. Lo que se impone es el poder de los acreedores, no soluciones justas o eficientes. Los acreedores interesan recuperar su inversión y desde esa perspectiva limitan cualquier ajuste de la deuda al mínimo (o lo impiden del todo) a la vez que exigen medidas de austeridad (reducción del gasto público) que tienen un efecto recesivo sobre las economías endeudadas (para adelantar, algo similar propone el Grupo Ad Hoc de bonistas en Puerto Rico). Esto, irónicamente, puede afectar negativamente a los acreedores, en la medida que la economía deprimida es más incapaz de cumplir con el servicio de su deuda. Citemos las palabras de Stiglitz y Guzman: “Creditors, focusing narrowly and short-sightedly on repayment force a cutback in government expenditures (austerity), and the combination of financial constraints and decreases in private and public demand bring on a major recession or depression. They wrongly reason that if the country is spending less on itself it has more to spend on others— to repay its debts. But they forget the large multipliers that prevail at such times: the cutbacks in expenditure decrease GDP and tax revenues. The underutilization of the country’s resources makes it more difficult for it to fulfill its debt obligation—the austerity policies are normally counterproductive even from the creditors’ perspective”. (Adelantamos que esta cita parece pensada para responder a las propuestas de los bonistas en el caso de Puerto Rico y a parte del Informe Krueger.)

Se desata así lo que los autores llaman “un juego de suma negativa” en que el deudor no puede recuperarse y los acreedores no pueden beneficiarse de la mayor capacidad de pago que se derivaría de esa recuperación.

Estas políticas, además de ineficientes en términos de facilitar la recuperación económica, son injustas: las medidas de austeridad golpean sobre todo a trabajadores, pensionados, usuarios de servicios públicos y a los más pobres, que los autores llaman “acreedores informales”.

Las intervenciones del Fondo Monetario Internacional no han subsanado esta situación. Sus préstamos dan apoyo a corto plazo y no contribuyen al crecimiento sostenido. En la medida que esos préstamos han estado condicionados a políticas de austeridad, también han tenido el impacto injusto y recesivo que ya señalamos.

Pero la confianza que tienen los acreedores de poder recuperar sus inversiones en condiciones de posible impago, a través de litigios de ser necesario y aun a costa de imponer medidas de austeridad, afecta su comportamiento a la hora de comprar deuda, es decir, contribuye a *crear* la situación de sobreendeudamiento: los bonistas compran bonos de gobiernos de dudosa solvencia pues confían que en caso de crisis podrán obligarlos por presión económica o legal a desembolsar los pagos correspondientes. De igual forma, los gobiernos sobreendeudados, conscientes de la oposición que enfrentarán de los acreedores si intentan renegociar la deuda, en lugar de intentar esa renegociación, prefieren seguir endeudándose y trasladando el problema a un gobierno o administración futura. En ese proceso, dadas las dificultades que los acreedores ponen a la reestructuración, los gobiernos están dispuestos a conceder intereses más altos y a renunciar a derechos como la inmunidad soberana (permiten que posibles conflictos se atiendan no en sus tribunales sino en los de otro país, por lo general Estados Unidos y Gran Bretaña). Esto aumenta la confianza de los acreedores de que podrán prevalecer en cualquier conflicto, lo cual acentúa todos los efectos señalados.

Es decir, unas reglas que favorecen casi completamente a los acreedores, tienen como resultado: creciente sobreendeudamiento cuando debiera ocurrir una reestructuración, resolución de las crisis cuando estalla de forma injusta y sin reducir la deuda a niveles sostenibles ni encaminar una recuperación económica.

Además, la capacidad de los acreedores para prevalecer y los largos litigios promueven el surgimiento de los fondos buitres: estas empresas se nutren precisamente de las dificultades que encuentran los deudores para reestructurar sus deudas. Compran a descuento deuda que espera se les pague a su valor nominal. Su negocio depende precisamente de que el proceso de reestructuración necesario no se realice. Compran deuda del que se sospecha no podrá pagar (por eso se vende su deuda a descuento) para obligarlo a pagar, y de paso, impiden su posible recuperación. Por algo los llaman buitres: se ceban del débil. Como dicen Stiglitz y Guzman: "Their business consists in buying debt in default (or about to be in default) in secondary markets at a fraction of their face value. Then, they litigate in courts, demanding full payment on the principal plus interest (typically at an interest rate that already includes compensation for default risk). A victory in court brings exorbitant returns on the initial investment." Y añaden: "They resort to activities... including lobbying and threats about economic and political consequences of a failure to reach a settlement satisfactory to the creditors (some liken it to extortion) to affect the debtor's behavior."

Esas, según Stiglitz y Guzman, son las consecuencias de la dictadura de los acreedores: emisión y compra irresponsable de deuda, sobreendeudamiento, solución injusta e ineficiente de las crisis, prolongación o profundización de crisis económicas, fomento de acciones nocivas de los fondos buitres.

Ante esa situación, los autores señalan que los países sobreendeudados necesitan un nuevo comienzo, no ayuda a corto plazo. El mundo necesita, según ellos, un mecanismo o mecanismos para atender las deudas soberanas de manera justa y eficiente. En otras palabras: hay que quebrar la dictadura de los acreedores. Tan solo de ese modo se evitarán las situaciones de sobreendeudamiento y se resolverán adecuadamente cuando aparezcan. Tal mecanismo debe reconocer la responsabilidad primaria que los gobiernos tienen con sus poblaciones. El objetivo de las reestructuraciones debe ser "proveer condiciones para una rápida y sostenida recuperación económica", no garantizar cada una de las exigencias de los acreedores. Las reestructuraciones deben realizarse dentro de un marco de tiempo razonable, no extenderse durante largos periodos de incertidumbre. Deben tomar en cuenta los intereses, no solo de los acreedores formales, es decir, los bonistas, sino también los informales: los trabajadores, pensionados, participantes en programas de gobierno, etc. Para obstaculizar la labor de los fondos buitres, tal mecanismo debe paralizar los litigios mientras se renegocia la deuda, incluso podría limitar o prohibir comprar bonos o deuda con el objetivo de litigar posteriormente (doctrina legal que existió en el pasado pero ha sido erosionada en décadas recientes por presión de los acreedores). De igual forma se debe prohibir la renuncia a la inmunidad soberana aunque se realice "voluntariamente", de la misma manera que nadie puede voluntariamente venderse como esclavo.

Según los autores, prueba de que la reestructuración de las deudas necesita algún mecanismo que remplace la dictadura de los acreedores es el hecho de que ningún país resuelve las deudas internas de ese modo: todos tienen leyes de quiebra mediante las cuales se intentan balancear los derechos de acreedores y de los deudores. Ninguno deja "a la suerte de las fuerzas del mercado la reestructuración de las deudas internas." De hecho, puede decirse que sus propuestas son, en buena medida, un intento de aplicar globalmente algunos de los principios de la ley de quiebra federal, como es el caso del derecho de los deudores a un nuevo comienzo (fresh start) y a que no se les someta a daños inaceptables o la servidumbre perpetua para pagar una deuda insostenible. Esta idea también ha sido elaborada desde 1990 por el estudioso austriaco Kunibert Raffer. De igual forma una gran cantidad de gobiernos han reconocido la necesidad de crear un mecanismo adecuado para atender las deudas soberanas, lo cual se recoge en la Resolución 68/304 del 9 septiembre de 2014 de la Asamblea General de la ONU.

En el caso de Stiglitz y Guzman reconocen la dificultad de crear un tribunal de quiebras internacional y proponen por tanto una comisión o agencia a la que los países puedan acogerse voluntariamente y que actuaría de acuerdo a los principios indicados. En el caso de Puerto Rico, existe la posibilidad de que se le incluya bajo la ley de quiebra federal y hay que preguntarse si ese sería un mecanismo favorable para enfrentar las exigencias de los acreedores y lograr lo que el PPT ha llamado una renegociación habilitante de la deuda. Volveremos sobre este punto más adelante. Ahora debemos ver brevemente cómo la experiencia de Puerto Rico se acerca a los señalamientos de Stiglitz y Guzman.

## El caso de Puerto Rico

El caso de Puerto Rico es buen ejemplo de muchos de los aspectos de la situación global dominada por los acreedores descritos por Stiglitz y Guzman. Los acreedores tienden a prestar a países sobreendeudados pues están confiados de asegurar sus pagos por vía del litigio de ser necesario. Ese fue el caso de Puerto Rico. A pesar de su creciente endeudamiento, los inversionistas seguían comprando bonos de Puerto Rico. Incluso al rebajarse la cualificación de la deuda del ELA a nivel especulativo o chatarra a principios de 2014 se logró emitir \$3.5 mil millones adicionales de deuda. De igual forma, según crecía la deuda, las dificultades que enfrentaría una reestructuración (dada la actitud predecible de los acreedores), impulsaban al gobierno a endeudarse más. En el caso de Puerto Rico, esta tendencia se acentúa por el hecho de que los bonos del ELA están exentos del pago de contribuciones locales, estatales y federales. Según, Stiglitz y Guzman la responsabilidad mayor de este sobreendeudamiento la tienen los acreedores, que deberían reconocer cuando una situación exige una rectificación. Según ellos: “There is a further argument for putting more of the onus on the lenders: they are supposed to be the experts in risk analysis; that is supposed to be their comparative advantage; government officials typically have no expertise, and rely on the judgement of those in the financial market concerning reasonable debt levels.” En el caso de Puerto Rico sería bueno estudiar el rol de los asesores financieros del gobierno en el crecimiento de la deuda, así como de las casas que la ponen en el mercado y cobran grandes comisiones por ello: cerca de \$900 millones después de 2000. (Ver “How Wall Street Fed Puerto Rico’s \$70 Billion Debt Binge”, *Bloomberg*, 22 Oct. 2013) Los autores indican igualmente que, según se aumenta la deuda y se aplaza la reestructuración necesaria, los gobiernos para lograr nuevos créditos no solo aceptan pagar intereses más altos sino que ceden la inmunidad soberana: aceptan que futuros conflictos se ventilen en tribunales de otros países. Este también fue el caso de Puerto Rico. La deuda emitida en 2014 incluyó las condiciones que acabamos de describir (aunque en el caso de Puerto Rico la ‘soberanía’ que se cedía es ya bastante limitada).

Una vez la deuda alcanza un nivel insostenible y se plantea la necesidad de reestructurarla, los gobiernos, según Stiglitz y Guzman, se encuentran ante la necesidad de negociar con una gran cantidad de acreedores, proceso desigual en el que los últimos movilizarán recursos económicos y legales para imponer su voluntad, incluyendo campañas y advertencias sobre las consecuencias desastrosas del impago. Este también es el caso de Puerto Rico. No solo se enfrenta una compleja negociación con una gran cantidad de acreedores de más de quince deudas distintas sino que los acreedores ya han dado muestras de su actitud beligerante. Tómese como ejemplo su bloqueo de la ley de quiebra criolla, su cabildeo contra la extensión del Capítulo 9, sus declaraciones y advertencias ante el anuncio del gobernador de que la deuda es impagable (como las de los portavoces de OppenheimerFunds y FranklinAdvisers), las propuestas incluidas en el documento “There is a Better Way for Puerto Rico” comisionado por el Grupo Ad Hoc y las amenazas de litigio ante el impago de la deuda de la Corporación de Financiamiento Público.

Stiglitz y Guzman señalan que la falta de protección para los deudores invita a la operación de fondos buitres que compran deuda a descuento con la perspectiva de lograr pagos al valor nominal, agentes que entorpecen la reestructuración necesaria. En Puerto Rico hemos sufrido igual situación: una parte creciente pero indeterminada (se habla de 20%, 25% hasta 50%) de la deuda ha pasado a manos de hedge funds, o fondos de ubicación entre los cuales hay buitres de alto o bajo vuelo. Aquí también podemos esperar que estas entidades intenten obstaculizar la renegociación de la deuda.

Stiglitz y Guzman indican que los acreedores persiguen una agenda estrecha: recuperar la mayor parte de su inversión. En el caso de deudas insostenibles, esa agenda tiene consecuencias injustas y contraproducentes: suponen alivios insuficientes (si alguno) en la deuda y medidas de austeridad que tienen un efecto depresivo e injusto. Por tal razón, el problema de la deuda persiste a la vez que se perpetúa o agrava la crisis económica, con efectos más negativos sobre los más pobres. En Puerto Rico ya conocemos el informe preparado por el grupo Ad Hoc. Según este sector de los bonistas (cerca de 34 fondos de inversión), Puerto Rico debe pagar su deuda íntegramente. No debe hacerse reestructuración alguna. Para pagar la deuda, debe emitir nueva deuda y aplicar una serie de medidas de austeridad para reducir el déficit. Es exactamente la receta descrita por Stiglitz y Guzman como la política de los acreedores con consecuencias que no son ni justas ni eficientes. Su consecuencia sería

perpetuar la recesión, aumentar el servicio de la deuda y agravar la crisis de la deuda.

Por tal razón, a pesar de todas las críticas que tengamos al gobierno, no podemos dar como buenas las declaraciones y propuestas de los bonistas: su crítica del impago, su insistencia en el pago de la deuda, sus señalamientos sobre la irresponsabilidad de no pagar la deuda son parte de su agenda de imponer una salida injusta y contraproducente a la crisis.

En fin, el caso de Puerto Rico se ajusta al proceso global descrito por Stiglitz tanto por la falta de mecanismos ordenados para reestructurar la deuda, la tendencia al sobreendeudamiento al que esa ausencia contribuye, la presencia de fondos buitres que se benefician de esa situación, y la agenda estrecha, injusta y contraproducente de los acreedores que de implantarse bloquearía la recuperación económica.

### **¿Y ahora qué?**

Según el texto de Stiglitz y Guzman los países sobreendeudados necesitan reducir sus deudas a niveles sostenibles. No hacerlo, o hacerlo de forma tardía e incompleta tan solo perpetuará o agravará la recesión de sus economías. Eso no puede lograrse si el país se somete a las exigencias de los bonistas. El gobierno, para empezar debe adoptar como política pública algunos de las orientaciones formuladas por este y otros textos.

Puerto Rico tiene derecho a un nuevo comienzo, que le permita emprender el camino de un crecimiento sostenido (y sustentable, añadiríamos nosotros). Todo proceso de renegociación toma como valor supremo el compromiso del gobierno con el bienestar de la población del país. Ese nuevo comienzo exige una renegociación habilitante de su deuda. Puerto Rico tiene derecho a esa renegociación como cuestión de justicia para su población y de eficiencia económica. Ni la agenda estrecha de los deudores, ni mucho menos de los fondos buitres puede asegurar ese desenlace justo y eficiente.

El gobierno hasta ahora parece contar con dos cosas: la buena voluntad de los bonistas que aceptarían el acuerdo propuesto por el gobierno y la extensión a Puerto Rico de la ley de quiebra federal. En cuanto a lo primero, es posible que para lograr un acuerdo el gobierno rebaje sus exigencias excesivamente. Pero lo más probable es que una parte importante de los bonistas rechacen el acuerdo propuesto. ¿Qué hará entonces el gobierno? Por otro lado, ¿qué hará en caso de que no se extienda a Puerto Rico la ley de quiebra federal? Más aún ¿qué ocurrirá si se extiende la ley de quiebra federal? En ese caso la decisión final sobre la reestructuración estará en manos de un juez federal. El artículo de Stiglitz y Guzman nos recuerda como las decisiones en los tribunales en años recientes han favorecido a los acreedores (el caso más notorio es el fallo a favor de los fondos buitres en el caso de Argentina). ¿Cómo asegurar que las decisiones reconozcan el derecho de Puerto Rico a un nuevo comienzo?

Hasta ahora el gobierno no ha indicado sus respuestas a estas preguntas. Peor aún, a la vez que plantea que es necesario renegociar la deuda, abraza el programa de austeridad enunciado en el informe Krueger, con los efectos injustos y contraproducentes que hemos indicado. A diferencia de lo que plantean algunos analistas, el problema con la posición del gobierno no es el impago: es la forma errática y desorganizada en que está enfrentando a los bonistas y su adopción de un programa de austeridad parecido al que ellos proponen.

La conclusión a que conduce todo esto es que Puerto Rico está en una encrucijada en la que se enfrentan la agenda de los bonistas y una agenda para la justicia y la reconstrucción económica en Puerto Rico. Para defender la segunda hay que combinar acciones legislativas, económicas, judiciales y de movilización. Hay que rechazar las medidas de austeridad propuestas por los bonistas y también por el Informe Krueger, suspender el pago de la deuda según sea pertinente y realizar una auditoría de la misma, organizar una denuncia amplia de las acciones de los acreedores y fondos buitres que no aceptan la necesidad de reestructurar la deuda. Las acciones que varios grupos han realizado en Estados Unidos ante las oficinas de algunos bonistas son un comienzo.

Como hemos señalado muchas veces: detrás de la crisis de la deuda se encuentra el estancamiento de nuestra economía y detrás de ese estancamiento está el agotamiento de la política de exención contributiva. Esa política no genera ni crecimiento ni empleo hace más de una década y permite que se fuguen del país \$35 mil millones cada

año. Es necesario recuperar parte de esos fondos para la reconstrucción del país. Como hemos explicado en otros escritos, detrás de la deuda está la crisis y estancamiento de nuestra economía y detrás de ese estancamiento está el agotamiento de la política económica de la exención contributiva y el desarrollo dependiente al que corresponde. (<http://cadtm.org/Detras-de-las-crisis-de-la-deuda>)

La lucha contra los acreedores no será fácil. Sin duda está será una batalla difícil, dentro y fuera de los tribunales. Pero es importante que se conciba como tal: una batalla en la que hay que movilizar a todo el país, para influenciar a los bonistas, los jueces, el Congreso y a quien sea necesario impactar. Una batalla, como fue una batalla sacar a la Marina de Vieques.

Durante la próxima sesión legislativa el gobierno intentará aprobar legislación para eliminar el bono de Navidad, reducir el derecho a vacaciones, reducir el acceso a paga de tiempo extra, facilitar el despido (y el chantaje para acceder a exigencias patronales), reducir los derechos de los trabajadores jóvenes, entre otras medidas. Es buen momento para realizar grandes actividades que manden un mensaje claro al gobierno y los acreedores.

Lo que debemos tener claro es que estamos resistiendo una agenda que en todo el mundo ha generado sobreendeudamiento y que si no la revertimos seguirá teniendo efectos injustos y contraproducentes.