



«El debate sobre las quiebras soberanas se ha centrado en la deuda emitida en los mercados internacionales, en general en poder de no residentes»

## Deuda soberana, fondos soberanos, bancarrotas soberanas

Un aspecto esencial de la arquitectura financiera internacional es el tratamiento de las bancarrotas soberanas. Aunque los títulos de deuda pública se consideran el «activo sin riesgo», las quiebras soberanas son casi tan antiguas como la propia existencia del estado. Felipe II se declaró en bancarrota en cuatro ocasiones a lo largo de su reinado. A pesar de la abundante evidencia de impagos soberanos, el riesgo del Estado marca el nivel mínimo de referencia para el riesgo de los demás agentes de un país porque aquél tiene capacidad para establecer coercitivamente impuestos sobre éstos. Pero existe una diferencia significativa entre la deuda emitida en la jurisdicción propia (normalmente, en moneda nacional) y la emitida en una jurisdicción extranjera (normalmente, en moneda extranjera). Es mucho más fácil reducir el valor de la primera, bien mediante una quiebra o reestructuración, bien mediante inflación. Por eso, el debate sobre las quiebras soberanas se ha centrado en la deuda emitida en los mercados internacionales, en general en poder de no residentes.

La crisis financiera global ha traído consigo un acusado deterioro de las finanzas públicas en los principales países, que ha vuelto a concentrar la atención en el riesgo soberano. La moratoria de Dubai World, entidad de propiedad gubernamental, y las dificultades del Gobierno griego han sacudido a los mercados financieros en las últimas semanas de 2009 y suscitado un vivo debate sobre temas distintos, pero emparentados.

En relación con Dubai, y aunque la entidad que declaró la moratoria no gozaba de garantía del Estado, uno de los aspectos que más sorprendió a los mercados es que los problemas surgieran en un país que cuenta con un fondo soberano de

100.000 millones de dólares en el propio Dubai y otro que se estima en 700.000 millones de dólares en Abu Dabi, el mayor del mundo. Es obvio que existen todo tipo de barreras legales entre las entidades en cuestión, pero ¿es legítimo que un Estado declare una quiebra o moratoria de una parte de sus pasivos internacionales cuando cuenta con unos activos internacionales que podrían cubrir 10 veces el total de los pasivos de la entidad morosa? La paradoja resulta aún más patente si se considera que los principales tenedores de la deuda de Dubai World son bancos de inversión, sobre todo británicos, en los que se concentran una parte significativa de las inversiones de los fondos soberanos de los emiratos. Tras varias semanas de zozobra, Abu Dabi acudió finalmente al rescate de Dubai World, seguramente para evitar males mayores.

El caso de Grecia plantea un problema para la zona del euro. Los mercados financieros parecen pensar que, si no se adoptan medidas drásticas, es dudosa la sostenibilidad de la deuda griega. En caso de impago, ¿debería el resto de la zona del euro acudir en auxilio del Tesoro griego? ¿O debería aplicarse, de acuerdo con el Tratado de Maastricht, la regla de *no bail out* según la cual ningún país, ni la UE en su conjunto, debe hacerse cargo de las deudas de otro país? En entredicho, el Pacto de Estabilidad por su incumplimiento generalizado y la escasa credibilidad de las promesas de enmienda de los Estados miembros, la ruptura de la regla de *no bail out* dejaría a la zona del euro sin mecanismos de disciplina fiscal. Pero, en caso contrario, ¿cuál sería el precio que habría que pagar por un impago de un país miembro? ¿Hasta dónde podría llegar el contagio? El rescate de Dubai por Abu Dabi ¿anuncia un desenlace similar en la zona del euro? Continuará ::

**SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS**  
es socio-director del Área  
Internacional de Afi.  
E-mail: sfernandezdelis@afi.es