

## **Reparando la Relación Acreedor-Deudor en el Mercado Financiero Internacional**

*Ian Vásquez*

### **Resumen Ejecutivo**

Desde que terminó el sistema de tipos de cambio fijo heredado de Bretton Woods en los años 70, se ha desarrollado una relación disfuncional entre acreedores y deudores en el mercado financiero internacional. Este problema se agudizó en la década de los noventa con el aumento de la frecuencia y de la severidad de las crisis internacionales. A través de préstamos y mediaciones oficiales, generalmente dirigidas por el Fondo Monetario Internacional, las autoridades monetarias han reducido la posibilidad de morosidad de las deudas en un intento por evitar la propagación de las crisis financieras. Esta estrategia ha mantenido a inversionistas y deudores escudados de la realidad económica, ha motivado a que se hagan llamados a cambiar la arquitectura financiera internacional y está llevando a que se realicen algunas reformas en el FMI.

Las iniciativas del FMI dirigidas a proveer salidas financieras a los países antes del surgimiento de dificultades y de forzar la participación del sector privado están minadas de problemas. Las líneas de crédito preventivas tienden a ser abusadas, con lo que aumenta el riesgo moral, mientras que los esfuerzos por forzar pérdidas al sector privado pueden precipitar la crisis que se trata de prevenir. La experiencia histórica sugiere que la negociación directa entre dos partes, en este caso acreedores y deudores, es la mejor manera de manejar las crisis financieras comparada a la alternativa de confiar en la intervención de una tercera parte oficial. Los inversionistas privados en los siglos XIX y XX resolvían regularmente problemas de acciones colectivas y suministraban los bienes públicos que las agencias oficiales intentaban proveer. La cesación de pago, o la posibilidad real de que las deudas pudieran no pagarse, condujeron a las renegociaciones de la deuda condicionadas a ciertas reformas en los países deudores.

Por otra parte, la intervención de agencias oficiales no se ha caracterizado por reformas fundamentales basadas en una condicionalidad creíble, como evidencian las experiencias recientes de Rusia, Brasil y el Este Asiático. Durante la crisis de la deuda del Tercer Mundo en los años ochenta, los préstamos del FMI crearon un estancamiento que pospuso por años la recuperación de los países afectados. En un mundo caracterizado por las negociaciones directas entre dos partes, las instituciones de mercado pertenecientes a las ramas de seguro, de crédito y de supervisión, lograrían hacer mucho más por estabilizar el sistema financiero internacional de lo que puede esperarse de las continuas intervenciones oficiales.

## Introducción

*“En el caso de que llegase a ser indispensable para un Estado declararse insolvente, al modo como ocurre con un particular, sería, sin duda, menos indecoroso para el deudor, y menos perjudicial para el acreedor, que la declaración de quiebra se hiciese de una manera abierta y notoria.”*

Adam Smith  
*La Riqueza de las Naciones*

Se ha generado una relación disfuncional entre acreedores y deudores en el mercado financiero internacional. No obstante, las crisis financieras internacionales no son necesariamente producto de lo anterior. Los gobiernos han llevado a sus países a tener problemas con sus acreedores durante cientos de años, de tal forma que las dificultades periódicas para lograr el saneamiento de las deudas seguirán siendo un elemento presente en el mercado financiero mundial del futuro. Sin embargo, desde los ochentas la resolución de los problemas financieros ha tratado los problemas de insolvencia como si fueran de falta de liquidez y ha intentado proteger a deudores y acreedores de la realidad económica, creando desórdenes en el pago normal de las deudas.

No es del todo claro si esta política, que surgió en gran medida por los créditos y mediaciones del Fondo Monetario Internacional, ha beneficiado a los Estados deudores o a sus acreedores. El FMI salvó a los inversionistas privados en México en 1995, al igual que lo ha hecho en Asia y Brasil desde 1997, dejando que la cuenta final sea pagada por los ciudadanos comunes. El Fondo reconoce esta incongruencia y ha propuesto expandir su costumbre de realizar préstamos a países que han acumulado pagos vencidos con sus acreedores privados, con el objetivo de que estos acreedores tengan mayor responsabilidad hacia sus obligaciones. El Fondo ha instituido simultáneamente una línea de crédito que proveería de fondos de emergencia antes del surgimiento de una crisis. Pero la racionalidad para este comportamiento aparentemente esquizofrénico, es decir, que este tipo de acciones son necesarias para mantener la estabilidad, limitar la severidad de las crisis financieras y salvar al sector privado, es dudosa. La negociación directa entre deudores y acreedores es superior a la alternativa tripartita que suele caracterizar las intervenciones dirigidas por el Fondo Monetario Internacional.

## Consenso para el Cambio

La insatisfacción generalizada con la forma como el FMI ha manejado la crisis Asiática y las que le siguieron, ha motivado una reforma del FMI y de la arquitectura financiera internacional. Incluso el Fondo está de acuerdo en que se deben hacer cambios importantes en su actual sistema de funcionamiento. Por ejemplo, ha prometido mayor transparencia, al permitir que economistas externos, personas involucradas en la generación de políticas públicas y actores del mercado, puedan evaluar su desempeño y el de los países clientes del Fondo, a través de permitir el acceso del público a las cartas de intención, a los análisis de países y a otros documentos que hasta ahora han sido sólo de circulación interna. Queda aún por verse si la burocracia prestamista será lo suficientemente transparente para introducir un mayor grado de responsabilidad frente a las acciones que realiza.

Aún antes de la era actual de rescates masivos, el Fondo ha sido blanco de múltiples críticas, especialmente después del colapso en los setenta del sistema de cambio fijo que era utilizado desde Bretton Woods. Los problemas financieros de los noventa sólo han contribuido a incrementar estas críticas y han llevado a muchos economistas a recomendar el cierre del Fondo.(1) Aunque en principio el Fondo provee créditos de corto plazo sobre la condición de que los gobiernos que los solicitan mejoren sus políticas macroeconómicas e introduzcan reformas estructurales, en la práctica el Fondo ha entregado créditos a docenas de gobiernos durante décadas. Setenta países han dependido del crédito del Fondo por 20 años o más. Una vez que recibe crédito del Fondo, el país recipiente tiende a depender del crédito del FMI por la mayoría, si no el cien por ciento, de los años que siguen.(2) Este hecho no habla muy bien ni de la

condicionalidad ni de la naturaleza temporal de los préstamos provenientes del Fondo. Naturalmente, el FMI niega que a dicha condicionalidad le falte credibilidad, y también rechaza que haya transformado a naciones con las peores políticas económicas en verdaderos adictos al crédito. Sin embargo, muchos países han reformado sus economías y han abierto sus mercados, especialmente desde finales de los ochenta. Una evaluación adecuada del desempeño del Fondo requiere de un escrutinio cuidadoso de la utilización de los recursos y de los consejos que brindó la agencia en estos casos.

Según reconoce el mismo Fondo, aún no han resuelto dos problemas de la relación deudor-acreedor que se agudizaron en los noventa: ¿Cómo transformarse en una agencia de vigilancia creíble?, y ¿cómo evitar la creación del riesgo moral?(3) El rol de entidad vigilante que el FMI ha desarrollado, se vio seriamente afectado por la crisis asiática. El Fondo no pudo prevenir el colapso de las monedas ni de la banca, por el contrario alabó a las economías del Este Asiático en documentos publicados poco antes del desencadenamiento de la crisis. La comunidad financiera internacional no se ha sentido cómoda con la explicación del Fondo de que advirtieron oportunamente a las autoridades tailandesas, pero que en su momento mantuvieron esa información de forma confidencial. Este episodio sólo resalta el conflicto inherente al rol múltiple del Fondo como agencia clasificadora de riesgo para países y como órgano que intenta prevenir desastres financieros. Si el FMI detecta condiciones económicas alarmantes en una economía emergente, el hacer pública esta información precipitaría una crisis; sin embargo, mantenerlo en secreto sólo contribuiría a aumentar la falta de credibilidad del Fondo como una entidad de supervisión. Mientras el Fondo pretenda jugar ambos roles, el conflicto seguirá existiendo.(4)

Una característica reciente de los rescates del Fondo Monetario ha sido el tamaño de los mismos: el FMI ha proporcionado más de US\$180 mil millones en paquetes de ayuda desde 1997. En el pasado, los rescates internacionales constaban de pequeñas sumas de dinero para defender el tipo de cambio fijo, sobre la promesa de mejoras en las políticas internas. Los economistas Michael Bordo y Anna Schwartz observaron que “los rescates recientes involucran la entrega de una cantidad de recursos relativamente grande, tanto a instituciones de crédito extranjeras como a inversionistas domésticos, *después* de la devaluación de un tipo de cambio fijo, con el objeto de evitar las pérdidas correspondientes.”(5) A pesar del resultante riesgo moral, el FMI no ha dado importancia a la existencia de este problema, aún cuando propone iniciativas que buscan lograr que el sector privado acepte pérdidas mayores en tiempos de crisis. Debido al “riesgo moral evidente” que crea el FMI, la Reserva Federal de Minneapolis concluyó que “el Fondo Monetario debería cesar por completo su práctica de otorgamiento de créditos.”(6)

### **¿Un Prestamista de Primera Instancia?**

Sin embargo, el FMI ha optado por moverse en la dirección contraria, al establecer mecanismos que buscan prevenir dificultades financieras *antes* de que los países las experimenten. La nueva Línea de Crédito Contingente, aprobada en abril de 1999, pretende ser una “línea de defensa de precaución”(7) para mantener alejado cualquier indicio de pánico crediticio en países con economías sanas. Pero el Fondo no ha mostrado muy buen criterio para determinar cuáles son los países que se beneficiarían con estos créditos preventivos. En las dos ocasiones que el Fondo ha proporcionado este tipo de ayuda, Rusia en julio de 1998 y Brasil en noviembre de 1998, no se ha logrado evitar la devaluación de las monedas ni las crisis financieras. Por el contrario, la entrega de fondos en estos casos se transformó en un regalo para los especuladores y para las instituciones financieras, dejando a ambos países con una deuda mayor a la que tenían antes de la intervención del FMI.

Aunque la LCC establece criterios específicos para obtener estos recursos, surgen otros problemas que sólo exacerban la relación entre acreedores y deudores. El más obvio es que al utilizar este instrumento, el FMI pone en alerta a los mercados financieros al hacer evidente que las autoridades consideran que la economía de un país está en problemas. Aunque los defensores de la LCC creen que la sola existencia de un instrumento de este tipo entregará a los

mercados la seguridad suficiente para evitar su uso, de la misma manera como los fondos de liquidez de emergencia de los Bancos Centrales proveen confianza en los sistemas financieros locales, el Fondo no puede generar esta misma confianza, ya que no es capaz de crear cantidades ilimitadas de dinero, como sí lo puede hacer un prestamista de última instancia tradicional. (El caso en contra de la transformación del FMI en un prestamista de última instancia ha sido argumentado en otros estudios).(8) Esta dinámica habría contribuido a que fallaran los fondos preventivos otorgados a Rusia y Brasil. Más aún, no sólo se agravaría el riesgo moral con la función señalizadora de la LCC, sino que al incrementar la función prestamista del Fondo, se disminuiría todavía más la cautela de los inversionistas. Al crear la LCC, el FMI no renunció a su rol de rescatista en casos donde las crisis financieras ya habían comenzado.

La necesidad de contar con la LCC es también puesta en duda por dos afirmaciones sobre las cuales se fundamentaría su utilización: que los países con políticas económicas fundamentalmente sanas pueden ser afectadas por otras (contagio) y que el criterio utilizado para el uso de la LCC asegura que este instrumento va a ser bien empleado. Según Jack Boorman del FMI, la nueva alternativa protegerá del contagio a otros países, “que los afecta no por sus acciones o políticas propias, sino por las presiones que se generan en los mercados de capitales de otros países o por eventos ocurridos en otras partes del mundo.”(9) No obstante, es difícil encontrar un país que haya sucumbido ante una crisis internacional que no hubiera tenido serios problemas con sus políticas internas. Tailandia, Corea del Sur e Indonesia mantenían tipos de cambio fijo que resultaban imposibles de defender después de que años de malas inversiones al interior de sus economías se hicieron evidentes. Estas malas inversiones eran a su vez el resultado de créditos dirigidos por el gobierno y de garantías fiscales otorgadas a sectores claves de la economía. Rusia y Brasil mantuvieron tipos de cambio fijo y déficit fiscales sostenidos. Las crisis sistémicas no se han propagado a países con economías sanas. De haber existido ya en 1997 la alternativa de la LCC, no es claro qué país se habría salvado.

Resulta preocupante que el FMI esté expandiendo sus préstamos basados en la teoría de que muchas de las crisis financieras han resultado del pánico de los acreedores y no por la aplicación de políticas erradas por parte de los países en problemas. Sin embargo, dado que el criterio para acceder a la LCC se basa principalmente en el buen juicio del FMI, no existe ninguna garantía de que el dinero no será utilizado para ayudar a países cuyas economías carecen de las políticas fundamentales para ser saneadas. Por ejemplo, para que un país califique para obtener los beneficios de la LCC, el FMI debe asesorar positivamente “sus progresos en la adhesión a estándares aceptados internacionalmente”, y el país “debe tener relaciones constructivas con sus acreedores privados.” El FMI ha dejado claro que para “determinar si un criterio individual es satisfecho, el Fondo debe tomar en consideración una serie de factores, y ejercitará su juicio para definir si existe la suficiente cantidad de factores relevantes como evidencia en cada caso particular.”(10)

En resumen, el Fondo ha expandido su auto-adscribida misión de prevención de crisis con la creación de un sistema de rescate que sólo aumentará el riesgo moral. En vez de lograr que acreedores y deudores trabajen conjuntamente en la prevención de potenciales problemas económicos, la nueva línea de crédito creará incentivos perversos tanto para los gobiernos como para los inversionistas.

### **Resolviendo las Crisis en la Era Posterior a Bretton Woods**

El rol de agente de rescate internacional del FMI es una característica relativamente nueva de las finanzas mundiales. Sólo después del colapso del sistema de cambios fijos a principios de los años setenta, el Fondo encontró su nuevo rol de administrador de deuda de los países pobres a escala global. Con el desencadenamiento de la crisis de la deuda del Tercer Mundo en 1982, el Fondo se apropió de esa misión expandiendo su área de influencia y sus recursos. Durante la crisis, las autoridades designaron las negociaciones directas entre los países deudores y sus acreedores como poco viables. Los bancos más grandes de Estados Unidos habían otorgado a

gobiernos soberanos créditos que excedían su capital. La mayoría de estos bancos estaban ansiosos por que el FMI otorgara fondos; así lo sentían también los países del Tercer Mundo que buscaban evitar cesar sus pagos y poder tener un acceso fácil a estos créditos. Charles Goodhart expresa así una visión generalmente aceptada sobre lo ocurrido:

“La evidencia parece indiscutible, que sin la intervención del FMI y el apoyo de los Bancos Centrales nacionales, la crisis de 1982, y los años que le siguieron, habría sido contagiosa, generalizada y probablemente hubiera generado un desastre a escala masiva.”(11)

Inicialmente, los países desarrollados respondieron a la posibilidad de que los países del Tercer Mundo no pudieran pagar su deuda como si este fuese un problema de liquidez, de tal forma que otorgaron nuevos préstamos en forma directa y a través de agencias multilaterales. Como parte del trato, los bancos comerciales seguirían otorgando créditos. En su inicio, los préstamos del FMI no requerían necesariamente de ajustes estructurales, ya que las autoridades creían que los países endeudados necesitaban tiempo para poner sus finanzas en orden. Bajo los programas del FMI, los países aumentaron impuestos y aranceles y redujeron el gasto público. Hacia 1985, cuando ya se hizo obvio que problemas más profundos y enraizados en las economías de los países en vías de desarrollo les impedían salir de la deuda externa, el Secretario del Tesoro norteamericano, James A. Baker, anunció que se implementaría una nueva estrategia en la que los nuevos créditos otorgados por el FMI y por los bancos comerciales estarían condicionados por políticas de mercado. Como intercambio por estos nuevos aportes, los países deudores deberían liberalizar sus economías.

Hacia 1987 se hizo evidente que esta estrategia no estaba funcionando. Los países hacían muy poco por lograr las reformas económicas, aún cuando seguían recibiendo financiamiento para ello. Los bancos, aunque continuaron prestando, estaban reduciendo su exposición en la región. Paul Krugman calculó que desde 1982 hasta 1987 el volumen de créditos oficiales a los países que eran parte del Plan Baker, aumentó de US\$50 mil millones a US\$120 mil millones, mientras que los préstamos de la banca se mantuvieron fijos en US\$250 mil millones durante este período y después disminuyeron a US\$225 mil millones en 1988.(12) Se estaba llevando a cabo una paulatina transferencia de una deuda privada a una deuda pública al no existir una resolución que pusiera fin al problema latente que causaba la crisis de la deuda.

Las condiciones requeridas por el FMI no incentivaban las reformas requeridas. Sebastián Edwards, ex Economista en Jefe para América Latina del Banco Mundial, se refirió al FMI como una organización “participante de una gran farsa”, porque los programas del Fondo implican que “existe una alta probabilidad de que el país alcanzará equilibrios en la balanza de pagos en el futuro cercano. Este no es el caso de muchos países y todo el mundo lo sabe.”(13) Karen Remmer se había referido anteriormente al mismo problema:

“El tema dominante que aparece al hacer un análisis serio de los programas del FMI no es el éxito de estos, sino por el contrario, emerge su rotundo fracaso. La implementación fallida de las recetas del FMI ha sido la norma en América Latina, no la excepción. Una alta proporción de programas han fallado en su intento por empujar los indicadores claves de las finanzas gubernamentales y el crédito doméstico en la dirección correcta... El poder del FMI permanece siendo un mito útil para los gobiernos que buscan un chivo expiatorio que explique las difíciles condiciones económicas asociadas a un severo desequilibrio en la balanza de pagos, pero la habilidad del FMI para imponer programas desde afuera es limitada.”(14)

A pesar de la incapacidad del Fondo para velar por el cumplimiento de las condiciones que traen sus créditos, los préstamos continuaron siendo otorgados. Algunos observadores han notado que a pesar de algunas suspensiones temporales de los créditos, los “incentivos institucionales”

del FMI para otorgar préstamos y su compromiso con el "éxito" de los programas han corroído la credibilidad de la condicionalidad de la agencia.(15) Al financiar a gobiernos que no estaban interesados en una liberalización y en ajustes estructurales serios, el Fondo en realidad atrasó las reformas en América Latina durante los años ochenta. América Latina se endeudó más, los bancos privados norteamericanos pudieron postergar el reconocimiento de las pérdidas y el nivel de vida de los latinoamericanos cayó.(16) Como Anna Schwartz comentó en su discurso como presidenta de la *Western Economics Association*, "La intervención de los jugadores oficiales ha prolongado y empeorado el problema de la deuda."(17) Peter Lindert encontró que, como resultado de la intervención del FMI, "la mayoría [de los países deudores] ha participado en un estancamiento tripartito, en el que agencias oficiales, acreedores privados y países deudores, luego de repetidas negociaciones y mucha incertidumbre, se ponen de acuerdo en renegociar los plazos para posponer flujos de grandes cantidades netas de recursos."(18)

Hacia finales de los años ochenta y principio de los noventa, fuimos testigos de la implementación masiva de reformas de mercado, un acontecimiento por el cual el FMI toma el crédito. No obstante, estas reformas fueron el resultado de una necesidad económica nacida del colapso de la planificación central. Como lo señala el economista Deepak Lal, "simplemente no es creíble que fuera la condicionalidad de los ajustes estructurales, los programas estabilizadores y el dinero que los acompañaba, las razones por las que se hayan vuelto los países de crisis de deuda (y otros), desde la planificación al mercado... La liberalización económica que ocurrió se debe a una profunda crisis de gobernabilidad que fue engendrada por el dirigismo del pasado."(19)

En América Latina, el centro de la crisis de la deuda del Tercer Mundo, el momento clave ocurrió en 1987, cuando Citibank respondió a los problemas de pago de la deuda de Brasil anunciando que respaldaba una posible cartera vencida con 3 mil millones de dólares. Esto motivó a otras entidades financieras a hacer lo mismo, con lo que no sólo debilitaron la capacidad de negociación de Brasil sino que también afectaron la posición de otros países en desarrollo que hasta entonces no tenían incentivos suficientes para tomar las reformas seriamente. El fracaso de los programas del FMI en la resolución de la crisis de deuda, el deterioro continuo de las economías latinoamericanas y la eventual disposición de la banca para prepararse a absorber futuras pérdidas, ayudó a incrementar los planes voluntarios para reducir las deudas externas y realizar reformas económicas. (El alabado Plan Brady de 1989, que forzó a los bancos acreedores a reducir su deuda intercambiándola por bonos asegurados por la Tesorería norteamericana y algunas organizaciones internacionales, llegó cuando existían soluciones de mercado ya bastante avanzadas. Al respecto, el Instituto Internacional de Finanzas señaló que el Plan Brady llevó a una desaceleración de la reducción voluntaria de la deuda de US\$18 mil millones en 1988 a US\$11,300 mil millones en 1989. El Plan Brady aparentemente trajo una pausa a la ola que impulsaba las reformas y a la reducción de la deuda basada en el mercado.)(20)

Es también dudoso que la estrategia del FMI ayudara a evitar un desastre financiero internacional, aún cuando los préstamos de los nueve principales bancos norteamericanos a cuarenta países en desarrollo que no son miembros de la OPEC representaban el 222% del capital de los bancos. Debido a que no se dudaba de toda esa deuda (algunos deudores en Asia no tenían mayor problema en pagar lo que debían), el problema real se debía a la concentración de préstamos otorgados a México, Argentina, y Brasil, los países más endeudados. Algunas figuras prominentes de la comunidad financiera dijeron en 1983 que una mejor alternativa, en lugar de que el FMI otorgara ayuda a los gobiernos de los países en desarrollo, sería que la banca comercial dejara a un lado reservas para enfrentar posibles pérdidas y disminuyera el valor de sus préstamos, solución que los bancos adoptaron a finales de los ochenta.(21) Si los bancos norteamericanos se sentían verdaderamente amenazados por la deuda del Tercer Mundo, una solución mucho más eficiente hubiera sido permitirles la posibilidad de conseguir préstamos directos con una penalización a través de la Reserva Federal. En efecto, los bancos centrales de las naciones ricas están diseñados para servir de prestamistas de última instancia

para sus bancos comerciales. Por esta razón, la Reserva Federal de Minneapolis ha señalado recientemente que “el FMI es redundante cuando se trata de resolver las crisis financieras internacionales.”(22)

Si el FMI no se hubiera involucrado en la crisis de la deuda de los ochenta, es probable que la crisis hubiera terminado tan pronto como 1983 ó 1984. En efecto, los deudores y acreedores no habrían tenido más opción que hacer lo que finalmente decidieron hacer a fines de los ochenta para resolver la crisis. Desgraciadamente, como dijeron Lindert y Peter Morton en 1987, “la intervención del Fondo y del Banco Mundial ha impedido las negociaciones bilaterales entre los gobiernos deudores y los bancos acreedores.”(23) Poco antes de haber sido nombrado el segundo a bordo del FMI, el profesor del MIT, Stanley Fischer expresó su aceptación aparente del argumento anterior: “Creo que la crisis de la deuda habría terminado antes, de no haber existido la intervención de las agencias oficiales.” No obstante, Fischer agregó que creía que ante la ausencia de intervención oficial, la crisis a consecuencia del ajuste habría sido mayor.(24) Sin embargo, es difícil imaginar que América Latina habría sufrido más si las reformas que se empezaron a introducir a finales de los ochenta e inicios de los noventa se hubiesen implementado siete u ocho años antes.

### **Rescates Internacionales en los Noventa**

La intervención oficial en la década de los noventa ha contribuido a herir la relación entre deudores y acreedores. Los inversionistas han evitado incurrir en pérdidas y los países han evitado, o demorado, la decisión abierta de no pagar sus deudas externas. Esta estrategia se ha citado como exitosa para algunos países, incluyendo a México y Corea, pero también ha sido acompañada por enormes costos que se habrían podido evitar.

Cuando cayó el peso mexicano en 1994, como resultado de la política fiscal y monetaria expansiva que resultaba incongruente con el tipo de cambio fijo, el riesgo moral estaba claramente establecido. En 1995 el FMI y el Tesoro norteamericano decidieron, por cuarta vez en 20 años, acudir al rescate del gobierno mexicano y de los inversionistas por las consecuencias acarreadas por las políticas irresponsables de un año electoral. El rescate permitió que México saldara por completo una deuda de US\$25 mil millones en bonos indexados al dólar. Los inversionistas no sufrieron riesgo ni pérdida alguna, porque fueron capaces de traspasar este riesgo al pueblo mexicano, bajo la forma de una deuda mayor. La redistribución de la riqueza de los pobres hacia los ricos ha sido una característica de los siguientes rescates masivos.

La intervención liderada por el FMI impidió una solución menos onerosa que habría beneficiado a los mexicanos. Ante la ausencia de fondos oficiales, la Ciudad de México y sus acreedores habrían tenido pocas alternativas a la renegociación directa de la deuda externa a través de la extensión de los plazos de pago de bonos y la introducción de reformas estructurales y monetarias. Un analista financiero estima que un ejercicio como este habría creado inmediatamente un mercado para las nuevas notas de crédito, valorándolas a un precio de alrededor del 80% de su valor par, una pérdida equivalente a menos de dos días de la variación del precio de mercado de Intel.(25) Una renegociación exitosa habría inyectado confianza al mercado, levantado la presión sobre el peso mexicano y generado una recuperación exitosa.

No obstante, la respuesta oficial a la crisis del peso mexicano no sólo inició una era de rescates masivos, sino que también impidió que México realizara algunas reformas claves. Por ejemplo, la industria del petróleo sigue siendo un monopolio estatal. Su privatización podría haber ayudado a que México cumpliera con alguna de sus obligaciones con sus acreedores, a la vez que hubiera permitido una mayor liberalización de su economía. Cualquier presión que hubiese tenido el gobierno, dirigida a liberalizar la economía, fue rápidamente eliminada por la llegada de los fondos oficiales. De manera alternativa, los ingresos generados por el petróleo se pudieron haber utilizado como garantía para obtener préstamos del sector privado. El Departamento del Tesoro

norteamericano había negociado precisamente tal acuerdo por la ayuda que entregaba al gobierno mexicano, una medida que debilita su argumento de que no había manera de que México consiguiera financiamiento en medio de la crisis. El conmocionado sector financiero, que continúa con problemas hasta el día de hoy, también se salvó. En vez de llevar a cabo un plan que resolviera el problema de los bancos insolventes y que a la vez liberalizara el sector financiero, el gobierno de México ha comprado alrededor de US\$70 mil millones de deuda perteneciente a bancos mexicanos y hasta 1999 mantuvo regulaciones que protegían a los bancos más grandes de la competencia extranjera (El gobierno todavía puede proteger a los bancos domésticos de otras formas). La experiencia ha confirmado la visión de Charles Calomiris de que “en la práctica, los países en crisis siempre encontrarán más fácil prometer (pero no cumplir) reformas verdaderas a la banca. En cambio, cobrarán más impuestos de manera rápida y profunda, pagarán sus deudas al FMI, devolverán las fichas de póquer a sus conglomerados amantes del riesgo y regresarán a hacer negocios como siempre.”(26)

En Asia y otros lugares, el récord es igual o peor. La economía de Moscú ha sido sostenida durante años por la ayuda del FMI, aún cuando no ha cumplido con las condiciones que se le impusieron. Indonesia ha ido de un acuerdo a otro con el FMI desde 1997, evitando implementar las reformas necesarias. El rescate de Brasil no disciplinó a los políticos de Brasilia ni impidió una crisis de la moneda local. En Tailandia y Corea las reformas han sido más alentadoras, pero los avances en la implementación de procedimientos para enfrentar las bancarrotas y para enfrentar los problemas en la banca en general, han sido lentos. Según *The Economist*: “La velocidad y la fuerza de la recuperación en el Este y Sudeste asiáticos... reflejan la propensión natural de las economías a rebotar cuando caen... Lo que no demuestran es que existan reformas fundamentales, estructurales, en ningún país de la región.”(27) Catherine Mann, economista del *Institute for International Economics*, resumió recientemente el panorama de Corea:

“El fondo del asunto es que Corea ha tenido un progreso relativamente menor en su camino hacia las reformas para crear una economía más orientada al mercado. De hecho, las reformas institucionales, tales como las realizadas a la ley de bancarrota y a las de protección social, han tendido a impactar a los chaebol (conglomerados comerciales) más pequeños, mientras que los mayores chaebol han resultado invictos. Esto expulsaría de la economía coreana a todos aquellos que puedan representar un riesgo competitivo para los chaebol más grandes. En este ambiente, desarrollar un sistema financiero activo que coloque los créditos de acuerdo al riesgo y al retorno sobre la inversión será difícil, quizás imposible. En efecto, algunos de los mayores chaebol están buscando comprar bancos.

...Los chaebol no se reestructurarían a sí mismos, las fuerzas de la competencia tanto interna como externa eran muy débiles, por lo que el Comité de Supervisión Financiera del gobierno coreano presentó a cada chaebol un plan detallado que incluía liquidación de subsidiarias, área de especificación, cambios en la capacidad financiera y una mayor transparencia en las finanzas. Como resultado, si estas reformas son implementadas, Corea tendrá menos firmas en cada línea de negocios y quizás un menor uso de ventajas financieras y mayor transparencia. Pero es poco probable que surja una economía mucho más competitiva u orientada al mercado.”(28)

El FMI y algunos oficiales del G7 han expresado su deseo de obtener un mayor involucramiento del sector privado en la resolución de las crisis; de hecho, los inversionistas que pueden perder su dinero son menos pacientes tratando con la insolvencia o la falta de liquidez. Pero los miembros de los organismos oficiales continúan justificando su intervención bajo el supuesto de que los rescates son necesarios para superar los problemas causados por la acción colectiva, el efecto dominó y otras fallas del mercado. Al referirse a la estabilidad financiera internacional como un bien público global, el ex director general del FMI, Michel Camdessus, declaró: “Todos

tienen un interés en las reformas que mejorarán el sistema para el beneficio público global. Y como es frecuentemente el caso de los bienes públicos, no mucha gente les importa cuidarlos, y todavía menos son los que están dispuestos a pagar por las mejoras que se requieren, aunque muchos hablen de ello.”(29) Mas aún, algunos oficiales financieros ven como su responsabilidad asegurar el pago de las deudas y evitar los ceses en los pagos. Como enfatizó el ex secretario del Tesoro norteamericano Robert Rubin, las medidas que tomen los oficiales financieros “no deben debilitar la obligación de los países de pagar sus deudas en forma completa y a tiempo.”(30)

Sin embargo, algunos eventos recientes no respaldan la intervención oficial. Sólo después de la crisis monetaria en Brasil, ocurrida dos meses después del rescate del FMI, el gobierno de este país empezó a tomar algunas medidas necesarias para enfrentar problemas económicos. El colapso de la moneda rusa y el aumento de su deuda, que el rescate del FMI no pudo prevenir, sacudieron a los mercados mundiales y posiblemente redujo el riesgo moral. Disminuciones repetidas de la tasa de interés de la Reserva Federal y de otros bancos centrales ayudaron a calmar los mercados mundiales, con lo que surgieron dudas acerca de la utilidad del FMI tanto en la prevención de morosidad de pagos en la deuda externa, como en el posterior manejo de los efectos globales de un problema de este tipo. En efecto, la devaluación de Brasil no tuvo las consecuencias catastróficas que predijeron el FMI y el Departamento del Tesoro, debido probablemente a los efectos de la crisis rusa.

La disciplina de mercado también ha sido empleada en Corea. Como destaca Jeffrey Sachs, el FMI ha respondido a la crisis de Corea entregando una línea de crédito a fines de 1997, pero "la debacle coreana terminó solamente cuando Corea agotó el dinero que el FMI le había proveído, lo que obligó a los acreedores internacionales a posponer las deudas de la banca coreana.”(31) La reestructuración fue "poco ideal" debido a que la deuda recientemente reestructurada estaba recibiendo una generosa garantía del gobierno coreano a través de tasas de interés más altas que aquellas de la deuda original.(32)

Morris Goldstein también cuestiona el enfoque del FMI hacia Corea. Según él, no es "claro que el primer grupo de pagos pospuestos que realizaron... no hubieran sido llevados a cabo de todas formas aún frente a la inexistencia de una promesa de rápidos desembolsos del sector oficial. El argumento de que los acreedores son muchos y muy desperdigados para hacer factible tal discusión no se aplica en este caso. Si el paquete de rescate para Corea del Sur fuera más pequeño... y los desembolsos no fueran acelerados, se tendría que volver a renegociar un monto mayor." Más aún, las pérdidas en Corea no habrían dejado en la insolvencia a los bancos occidentales.(33)

## **Resolución Bipartita**

El récord histórico también provee evidencia de que las acciones colectivas y otros problemas a menudo han sido resueltos por negociaciones entre deudores y acreedores en los foros de clubes de banca, en sindicatos de préstamo y en comités de poseedores de bonos. De hecho en el siglo XIX se formó la Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros, una entidad privada de Gran Bretaña con el fin de representar a los poseedores de bonos en sus negociaciones con las naciones deudoras. Estados Unidos vería luego la formación del Concejo Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros. Cuando los países tenían dificultades pagando su deuda, los comités de poseedores de bonos negociarían nuevos términos y condiciones con los gobiernos extranjeros, un proceso al que se recurrió durante varios episodios de cesación de pago de países latinoamericanos desde fines del siglo XIX hasta los 1930s.(34)

El sector privado mostró que era totalmente capaz de organizarse a sí mismo, negociando directamente con los deudores e implementando nuevas condiciones basadas en la aceptación de algunas pérdidas iniciales. Contrariamente a la percepción convencional que se tiene sobre esta época, la diplomacia armada era relativamente rara, exceptuando aquellos casos en los que

los gobiernos acreedores justificaban la intervención principalmente por razones políticas mucho más que económicas, como cuando Francia ocupó México en la década de 1860 o cuando los ingleses ocuparon Egipto durante la década de 1880. Estados Unidos acogió este patrón general también, interviniendo únicamente en el Caribe.(35) El Secretario de Relaciones Exteriores británico, Lord Palmerston, resumió la actitud europea cuando Estados Unidos dejó de pagar su deuda en la década de 1840: "los ciudadanos británicos que comprenden acciones en el extranjero lo hacen bajo su propio riesgo y deben aceptar las consecuencias."(36)

La historia también nos ha demostrado que, aunque los países tengan incentivos para evitar las crisis con sus acreedores, las cesaciones de pago han ocurrido en repetidas ocasiones, pero por lo general han sido parciales y los préstamos se han retomado poco después de las cesaciones de pago.(37) Este proceso no debiera ser traumático para el acreedor ni para el deudor. Al respecto, Rudi Dornbusch ha sugerido que si Corea hubiera dejado de pagar en vez de apoyarse en el FMI en 1997, los coreanos estarían hoy en mucho mejores condiciones. Una movida como esta habría evitado el colapso del won, habría obligado a los inversionistas a absorber algunas pérdidas iniciales y hubiera rápidamente conjuntado a deudores y acreedores para resolver problemas de falta de liquidez e insolvencia. En vez de esto, los coreanos obtuvieron lo peor de todos los escenarios: una crisis financiera y monetaria prolongada, unida al peso de una deuda que aumentó todavía más.(38)

Sin la intervención oficial de terceros se lograría la evolución de un sistema de condicionalidad real y también de verdaderas reformas. Por ejemplo, si los bonos soberanos fueran un problema, los comités de poseedores de bonos podrían renegociar la deuda, de forma que los bonos en sí podrían ser vendidos en el mercado, lo que les otorgaría un valor que reflejaría la confianza de las personas en las negociaciones.(39) Puede que los acreedores prefieran no entrar en este tipo de negociaciones para poder recibir dinero de los rescates, pero la ausencia de terceras partes involucradas les deja pocas opciones. Lo mismo es aplicable para las deudas acumuladas en el sector privado, en las que los acreedores pueden dejar de interesarse en la reorganización de empresas o en su liquidación, si esperan recibir posibles fondos de rescate. Las negociaciones bipartitas directas reducirían los incentivos para frenar el progreso de las reformas, incluyendo la institución de procedimientos de quiebra en aquellos países que no los tengan, ya que ambas partes tienen mucho que perder si no actúan con diligencia y rapidez.

El hecho de que los contratos resultantes de los bonos requieran del consentimiento unánime de los poseedores de los mismos para poder llevar a cabo reestructuraciones, hace que mucha gente crea que las cesaciones de pago serían engorrosas debido a que una minoría podría frenar el proceso y podrían tomar acciones legales en contra del país moroso. No obstante, desde los años ochenta han habido sucesivas reestructuraciones voluntarias de bonos que han superado este tipo de problemas. Mas aún, la habilidad de los acreedores es limitada en cuanto a imponer cualquier decisión de una corte sobre un país soberano, más allá de tratar de confiscar los bienes de tal país que se encuentren fuera de su territorio nacional. El costo de tomar acciones legales puede resultar mucho más alto que renegociar la deuda.(40)

Si los rescates oficiales fueran menos prominentes, podríamos ser testigos de muchas más renegociaciones. Una solución de mercado sería incluir en los contratos de los bonos cláusulas concernientes a los votos de mayorías o cursos de acción en el caso de haber cesaciones de pago.(41) No hay duda de que esto subiría el costo de los préstamos para algunos países, pero algunos de estos *deberían* ser desincentivados de esta manera a acceder fácilmente a créditos. Otra solución de mercado que podría surgir ante la ausencia de financiamiento oficial durante las crisis es la creación de líneas de crédito privadas para los países. Por ejemplo, mediante el cobro de una comisión los bancos han prestado dinero de esta manera a Argentina para permitir que el país soporte golpes externos. La mera existencia de este tipo de seguro puede ayudar a generar mayor confianza en los inversionistas. Debido a que los bancos no proveerán este tipo de servicios a todos los países, el otorgamiento de estos préstamos (a diferencia de los

préstamos del FMI) sería una señal útil para que los mercados tengan conocimiento sobre cuáles países tienen economías estables.

Un mercado para los seguros de riesgo financiero y de reestructuración también podría desarrollarse en respuesta a los distintos gustos por el riesgo de los participantes del mercado. En tiempos de crisis, no todos los inversionistas se comportan de la misma manera, por lo que se reduce la severidad de un desastre financiero. Como destaca Mann: "Bajo la situación actual, mientras más difíciles, prolongadas, ad hoc, y por consecuencia costosas son las respuestas a desastres financieros, más grande serán los incentivos de los inversores en demandar y de las instituciones a ofrecer instrumentos ex ante que ayudarán a generar una solución de mercado a la resolución del problema. Por lo tanto, en vez de intervenir de manera más frecuente, las instituciones oficiales deberían hacerse a un lado."(42)

## Conclusión

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods, las crisis financieras se han hecho más frecuentes y severas. La intervención oficial ha sido la principal manera de dar respuesta a estas crisis, con las que se ha buscado ayudar al mercado a resolver problemas de coordinación, de información y de seguros, además de querer evitar que las crisis se expandan y se hagan más profundas. Sin embargo, estas intervenciones, generalmente lideradas por el FMI, han interferido con las negociaciones directas entre acreedores y deudores que hubieran proveído tales bienes públicos. La asistencia oficial también ha debilitado la evolución o la creación de instituciones de mercado que podrían hacer mucho por estabilizar el sistema financiero internacional.

La intervención de terceras partes ha favorecido de sobremanera a los acreedores, con lo que se ha creado una economía global mucho más frágil. La reacción del FMI ante este tipo de críticas ha sido la consideración de "forzar la mano" del sector privado mediante el otorgamiento de préstamos para pagos atrasados y así poner más presión dirigida al sector privado para que absorba pérdidas. En el libre mercado, las medidas dirigidas a "interesar" al sector privado de esta manera no serían necesarias, ya que el sector privado ya estaría sumamente interesado en su posición. Adicionalmente, los esfuerzos oficiales dirigidos a forzar la participación del sector privado pueden precipitar el desastre financiero que se pretendía evitar en un principio, ya que los acreedores tendrían un incentivo para salirse de un país cuando sospecharan que las autoridades internacionales los podrían obligar a absorber ciertas pérdidas.

En un mundo donde la morosidad abierta fuera una posibilidad real y no existiera la intervención oficial, el mercado naturalmente requeriría algún tipo de reducción de deuda. Pero los inversionistas privados no deben temer tal resultado. En muchos casos la reducción de deuda puede mejorar la postura financiera tanto de acreedores como de deudores. Como dijera el economista de la Universidad de Chicago, Randall Kroszner: "Puede ser mejor el perdonar que el recibir. Pedir menos puede resultar en recibir más, a la vez que se alivia la situación de un país con problemas."(43) Puede que los banqueros hayan ganado dinero durante la crisis de deuda de los años ochenta, pero con seguridad habrían ganado mucho más de no haber sido por la "década perdida" de crecimiento, algo que pudo haberse evitado al permitir que deudores y acreedores reconocieran la cesación de pagos y desde este punto avanzaran hacia una solución. El reparar la relación entre deudores y acreedores en las finanzas internacionales requiere que terceras partes oficiales se quiten del medio.

## Notas

1. Ver, por ejemplo, Leland B. Yeager, *International and Monetary Relations: Theory, History, and Policy* (Nueva York: Harper and Row, 1976); Leland B. Yeager, "How to Avoid International Financial Crises," *Cato Journal* 17, no. 3 (Invierno 1988): 257-65; Milton

Friedman, "No' to More Money for the IMF," *Newsweek*, noviembre 14, 1983; Alan Walters, *Do We Need the IMF and the World Bank?* Current Controversies, no. 10 (Londres: *Institute of Economic Affairs*, 1994); Rudi Dornbusch, "A Bailout Won't Do the Trick in Korea," *Business Week*, diciembre 8, 1997; Deepak Lal, "Don't Bank on It Mr. Blair," *The Spectator* (Londres), septiembre 26, 1998; and Robert J. Barro, "The IMF Doesn't Put Out Fires, It Starts Them," *Business Week*, diciembre 7, 1998.

2. Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics* (Washington: FMI, varias ediciones).
3. EL FMI aminora su papel en la creación de riesgo moral, citando el hecho de que participantes en el mercado financiero han tenido grandes pérdidas en Asia; sin embargo, esta visión no es compartida por todos los miembros del FMI. Ver por ejemplo, Onno de Beaufort Wijnholds, "Maintaining an Indispensable Role," *Financial Times*, marzo 1, 1999; y D. Wessel, "Rubin Says Global Investors Don't Suffer," *Wall Street Journal*, septiembre 19, 1997. El llamado del Fondo a poner más presión sobre el sector privado cuando surgen las crisis financieras es un reconocimiento implícito del riesgo moral.
4. Un problema adicional que el Fondo enfrenta es un conflicto de interés, ya que en muchos casos estaría evaluando a un país en el cual su dinero está comprometido. De manera que, Barro por ejemplo, predijo que "el FMI encontrará una forma de mantener el juego de cartas en cadena para proveer a Rusia, Ucrania e Indonesia con el dinero necesario para que sigan realizando sus pagos." Ver Barro.
5. Michael D. Bordo y Anna J. Schwartz, "Under What Circumstances, Past and Present, Have International Rescues Been Successful?" National Bureau of Economic Research, Ensayo No. 6824, diciembre 1998, p. 43.
6. Federal Reserve Bank of Minneapolis, *1998 Annual Report: Asking the Right Questions about the IMF* (Minneapolis: Federal Reserve Bank, mayo 1999), pp. 6, 3.
7. Fondo Monetario Internacional, "IMF Tightens Defenses against Financial Contagion by Establishing Contingent Credit Lines," Comunicado de Prensa No. 99/14, abril 25, 1999.
8. Ver Onno de Beaufort Wijnholds y Arend Kapteyn, "The IMF: Lender of Last Resort or Indispensable Lender?" Ensayo presentado en la conferencia en el Cato Institute, "The Crisis in Global Interventionism," Washington, junio 10, 1999; y Anna J. Schwartz, "Time to Terminate the ESF and the IMF," Cato, Foreign Policy Briefing no. 48, agosto 26, 1998.
9. Citado en "Boorman Discusses IMF's Transparency Initiatives, Explains Rational for Contingent Credit Line," *IMF Survey*, mayo 10, 1999, p. 145.
10. Fondo Monetario Internacional, "IMF tightens Defenses."
11. Charles A. E. Goodhart, *The Evolution of Central Banks* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1988), pp. 48-49.
12. Paul Krugman, "LDC Debt Policy," en *American Economic Policy in the 1980s*, ed. Martin Feldstein (Chicago: University of Chicago Press, 1994), p. 700.
13. Sebastian Edwards, "The International Monetary Fund and the Developing Countries: A Critical Evaluation," en *IMF Policy Advice, Market Volatility, Commodity Price Rules and Other Essays*, ed. Karl Brunner y Allan H. Meltzer, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy (Amsterdam: North Holland, 1989), p. 39.

14. Karen L. Remmer, "The Politics of Economic Stabilization: IMF Standby Programs in Latin America, 1954-1984," *Comparative Politics* 19, no. 1 (octubre 1986): 21.
15. Ver Ian Vásquez, "The Record and Relevance of the World Bank and the IMF," en *Delusions of Grandeur: The United Nations and Global Intervention*, ed. Ted Galen Carpenter (Washington: Cato Institute, 1997), p. 243; y Allan H. Meltzer, "What's Wrong with the IMF? What Would Be Better?" in *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, ed. William C. Hunter, George G. Kaufman, y Thomas H. Krueger (Boston: Kluwer Academic Publishers: 1999), p. 246.
16. Meltzer, p. 246. Rudi Dornbusch señaló que "el FMI se dispuso a salvar el sistema organizando a los bancos en un cartel prestamista y asaltando a los países endeudados." Rudiger Dornbusch, *Dollars, Debts and Deficits* (Cambridge, Mass: MIT Press, 1986), p. 140.
17. Anna J. Schwartz, "International Debts: What's Fact and What's Fiction?" *Economic Enquiry* 27, no. 1 (enero 1989): 4.
18. Peter H. Lindert, "Response to Debt Crisis: What Is Different about the 1980s?" en *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, ed. Barry Eichengreen y Peter H. Lindert (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1990), pp. 250-51.
19. Deepak Lal, "Foreign Aid: An Idea Whose Time Has Gone," *Economic Affairs* 16, no. 4 (Otoño 1996): 12.
20. Ver Ian Vásquez, "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crisis," *Cato Journal* 16, no. 2 (Otoño 1996): 233-43.
21. Estas sugerencias fueron realizadas por George Champion, ex-presidente de *Chase Manhattan Bank*, y William Simon, antiguo secretario del Tesoro de Estados Unidos. Ver William Simon "Cut Off the International Loan Lushes," *Wall Street Journal*, abril 6, 1983.
22. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, p. 6. Deepak Lal también señaló que "el temor de que los fracasos banqueros ocasionados por la falta del cumplimiento de pagos del Tercer Mundo pueden llevar a otra gran depresión, solamente es razonable si se asume que las autoridades nacionales permitieran que esto afectara su abastecimiento de dinero nacional." Deepak Lal, "The Debt Crisis': No Need for IMF Bailout," *Wall Street Journal*, abril 27, 1983.
23. Peter H. Lindert and Peter J. Morton, "How Sovereign Debt Has Worked," en *Developing Country Debt and Economic Performance*, ed. Jeffrey D. Sachs (Chicago: University of Chicago Press, 1987), p. 75.
24. Stanley Fischer, "The Mission of the Fund," en *Bretton Woods: Looking to the Future* (Washington: Bretton Woods Commission, 1994), p. C-169.
25. Peter Ackerman, Discurso a la Universidad de California en el Centro para Relaciones Internacionales en Los Angeles, diciembre 1998. Ver también Peter Ackerman y James A. Dorn, "Dose of Financial Morphine for Mexico," *Financial Times*, febrero 15, 1995.
26. Charles W. Calomiris, "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort," *Cato Journal* 17, no. 3 (Invierno 1998): 280; ver también Charles W. Calomiris, "A Welcome to Foreign Banks Could Energize Mexico," *Wall Street Journal*, julio 16, 1999, p. A15.
27. "Asia's Bounce-Back", *The Economist*, agosto 21, 1999, p. 11.

28. Catherine L. Mann, testimonio ante el Subcomité de Comercio y Finanzas Internacionales del Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de Estados Unidos, marzo 9, 1999. De igual forma, la Unidad de Inteligencia Económica reportó: “Finalmente los chaebol son virtualmente la economía. En 1998 los siete chaebol más importantes representaban más de la mitad de las exportaciones de Corea del Sur. Los mayores son demasiado grandes para fallar; ellos lo reconocen, y saben que el gobierno también lo sabe. De hecho, la predominancia de los chaebol significa que pueden seguir combatiendo contra el gobierno acerca de las reformas. Estas verdades básicas del balance de poder limitan la habilidad de Kim Daejung para imponer un cambio. En el análisis final, el Estado y el comercio en Seúl permanecen tan relacionados como siempre. Su interdependencia se adaptará al mundo cambiante. Pero un mercado libre verdadero es realmente una quimera.” Economist Intelligence Unit, “South Korea: On the Leading Edge of Free-Market Reform?” febrero 17, 1999.
29. Michel Camdessus, “International Financial and Monetary Stability: a Global Public Good?” Observaciones hechas en la conferencia de investigación en el FMI, “Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System,” Washington, mayo 28, 1999. El subsecretario del Tesoro Americano para Asuntos Internacionales, Timothy Geithner ha declarado también que “una definición más amplia del concepto de bienes públicos mundiales debe ser generada.” Timothy Geithner, “The World Bank and the Frontier of Development Challenges,” observaciones hechas en Northwestern University, mayo 14, 1999. Ver también Charles Wyplosz “International Financial Instability,” en *Global Public Goods: International Cooperation in the 21<sup>st</sup> Century*, ed. Inge Kaul, Isabel Graunberg, y Marck A. Stern (New York: Oxford University Press y United Nations Development Program, 1999), pp. 152-89.
30. Robert E. Rubin, “Remarks on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advanced International Studies”, hechas en Johns Hopkins University School of International Studies, Washington, abril 21, 1999.
31. Jeffrey Sachs, “Stop Preaching,” *Financial Times*, noviembre 5, 1998.
32. Steven Radelet y Jeffrey Sachs, “What Have We Learned So Far from the Asian Financial Crisis?” Enero 4, 1999, p. 16, [www.hiid.harvard.edu/pub/other/aea122.pdf](http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/aea122.pdf).
33. Morris Goldstein, *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications* (Washington: Institute for International Economics, 1998), p. 43.
34. Barry Eichengreen y Richard Portes, *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (London: Centre for Economic Policy Research, 1995), pp. 20-21; Carlos Marichal, *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1989); y Walker F. Todd, “A History of International Lending”, en *Research in Financial Services*, ed. George Kauffman (Greenwich, Conn.: JAI Press, 1991), vol. 3, pp. 201-89.
35. Clifford M. Lewis, “When Countries Go Broke: Debt through the Ages,” *National Interest*, no. 6 (Invierno 1986-87): 48.
36. Citado en Harold L. Cole, James Dow, y William B. English, “Default, Settlement, and Signalling: Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt,” *American Economic Review* 36, no. 2 (mayo 1995): 369.
37. Herschel I. Grossman y John B. Van Huyck, “Sovereign Debt as a Contingent Claim; Excusable, Default, Repudiation, and Reputation,” *American Economic Review* 78, no. 5 (diciembre 1988): 1088.

38. Rudi Dornbusch, Observaciones hechas en la conferencia sobre "Governing in a Global Economy," en el Foro de Política Comercial del Brookings Institution, Washington, abril 16, 1999.
39. Rory Macmillan, "New Lease of Life for Bondholder Councils," *Financial Times*, agosto 15, 1995.
40. Marco A. Piñon-Farah, "Private Bond Restructurings: Lessons for the Case of Sovereign Debtors," IMF Working Paper 96/11, febrero 1996.
41. Tal y como cuestiona Barry Eichengreen, "Si ésta es una gran idea, ¿por qué los mercados no la han llevado a cabo? Una razón es que, mientras los mercados continuen creyendo que siempre recibirán 100 centavos de dólar cortesía del FMI, ellos se encuentran perfectamente satisfechos con el status quo." Barry Eichengreen, "Is Greater Private Sector Burden Sharing Impossible?" *Finance & Development*, septiembre 1999, p. 18.
42. Catherine L. Mann, "Market Mechanisms to Reduce the Need for IMF Bailouts," Institute for International Economics, Washington, Policy Brief no. 99-4, febrero 1999, p. 3.
43. Randall S. Kroszner, "Less Is More in the New International Architecture," en *The Asian Financial Crisis*, p. 451.