

## CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES

¿Qué rol le corresponde al gobierno?

DANIEL ARTANA Y JAMES A. DORN  
(Compiladores)

# **CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES**

## **¿Qué rol le corresponde al gobierno?**

PRÓLOGO DE  
RICARDO LÓPEZ MURPHY

**CATO**  
INSTITUTE



FUNDACION DE  
INVESTIGACIONES  
ECONOMICAS  
LATINOAMERICANAS

Publicación original: The Cato Journal, volumen 23, número 1  
Título: *International Financial Crises: What Role for Government?*  
© 2003, The Cato Institute

Crisis financieras internacionales : ¿qué rol le corresponde al gobierno? /  
compilado por Daniel Artana y James A. Dorn. - 1ª. ed.- Buenos  
Aires : Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas,  
2004.

176 p. ; 23x16 cm.

ISBN 987-9329-18-X

1. Finanzas Internacionales I. Artana, Daniel, comp. II. Dorn, James  
A., comp.

CDD 330.042

Impreso en la Argentina

Hecho el depósito que marca la ley 11.723

© 2004, de esta edición y de la traducción al castellano,

Cato Institute y Fundación de Investigaciones

Económicas Latinoamericanas

Córdoba 637, 4º piso

Buenos Aires, Argentina

Tel.: 4314-1990/7178

ISBN: 987-9329-18-X

Derechos reservados

Prohibida su reproducción total o parcial

## ÍNDICE

Prólogo	
<i>Ricardo López Murphy</i> .....	9

Introducción	
<i>James A. Dorn</i> .....	11

### PARTE I LECCIONES DE LA CRISIS ARGENTINA

1. La crisis económica argentina	
<i>Ricardo López Murphy, Daniel Artana y Fernando Navajas</i> .....	23

2. Argentina 2002: un caso de fracaso gubernamental	
<i>Allan H. Meltzer</i> .....	29

3. Lecciones de la Argentina y Brasil	
<i>Charles W. Calomiris</i> .....	33

4. El hombre de paja argentino: respuesta a los críticos de la caja de conversión	
<i>Steve H. Hanke</i> .....	47

PARTE II  
QUIEBRA INTERNACIONAL: ¿Y DESPUÉS QUÉ?

5.	Enfoques alternativos para la reestructuración de la deuda soberana <i>Jack Boorman</i> .....	61
6.	La barrera contra la ley de quiebras soberanas <i>Jeffrey D. Sachs</i> .....	75
7.	Mejorar la reestructuración de la deuda soberana <i>Randall S. Kroszner</i> .....	81
8.	¿Los deudores soberanos necesitan una ley de quiebras? <i>Anna J. Schwartz</i> .....	91
9.	Crisis y recuperaciones: fracasos multinacionales y éxitos nacionales <i>Alan Reynolds</i> .....	107
10.	Reparación de la relación acreedor-deudor en el mercado financiero internacional <i>Ian Vásquez</i> .....	121

PARTE III  
ESTABILIDAD BANCARIA Y ORDEN ECONÓMICO INTERNACIONAL

11.	Fomento de la solidez financiera <i>William J. McDonough</i> .....	141
12.	Estabilidad bancaria y estándares de capital de Basilea <i>L. Jacobo Rodríguez</i> .....	153
13.	Aumentar el crecimiento económico y la estabilidad en los mercados emergentes <i>John B. Taylor</i> .....	167

## PRÓLOGO

Las crisis financieras y de deuda crean enormes costos para los ciudadanos. La caída del crédito al sector privado y las señales negativas para la inversión como consecuencia de la cesación de pagos llevan a una reducción en la actividad económica que deteriora los niveles de empleo y aumenta la pobreza. Lograr que las crisis financieras y de deuda sean eventos cada vez más esporádicos y, si ocurren, de corta duración, es un objetivo importante de los gobiernos de muchos países.

El desarrollo de los mercados de capitales de los últimos veinte años ha brindado nuevas oportunidades de ahorro e inversión. Hoy el financiamiento por medio de la emisión de bonos ha sustituido en parte al financiamiento que proporcionaban las entidades bancarias, mientras que la globalización de las operaciones de los bancos plantea desafíos regulatorios más complejos.

La agenda de reformas es vasta. Definir cuál es el orden internacional que permite optimizar los flujos de capitales entre regiones, evitando burbujas y permitiendo una rápida y efectiva solución a las cesaciones de pagos de los gobiernos es una tarea compleja. Existen problemas de incentivos por resolver tanto en el orden local como en el internacional.

En el orden internacional la cesación de pagos de la Argentina, por su magnitud y por la cantidad enorme de acreedores involucrados, ha resaltado lo complejo del tema. A nivel internacional sería importante encontrar un mecanismo por el cual, en el futuro, sea más efectivo morigerar el comportamiento oportunista de algunos acreedores sobre otros. Las sugerencias van desde dejar que el mercado resuelva los problemas de incentivos, por ejemplo, por medio de cláusulas de acción colectiva, o que se introduzcan reglas que tengan alguna similitud con los concursos de acreedores de empresas privadas. Un importante objetivo que se debe lograr es que se mantenga un flujo de financiamiento mientras se acuerda con los acreedores.

El papel que deben desempeñar los organismos multilaterales debe también ser objeto de análisis, desde una eventual participación en el proceso de salida del default soberano, hasta mecanismos más automáticos de financiamiento a países que padecen faltantes transitorios de recursos pero que tienen instituciones económicas sólidas.

También es necesario evaluar las posibilidades para mejorar los procesos de evaluación de riesgo y los procesos de *due diligence* de la colocación de bonos, tratando de alinear mejor los incentivos de emisores y calificadoras con los de los ahorristas.

En el orden local puede avanzarse mucho en desarrollar instituciones de prevención de crisis, tanto en el orden fiscal como monetario. Algunos ejemplos son los fondos fiscales anticíclicos y las normas prudenciales que regulen adecuadamente los descalces de moneda, incluyendo la capacidad de generar flujos en moneda extranjera de quienes asumen deudas expresadas en esa moneda. El ejemplo reciente de Chile ilustra la importancia de contar con reservas fiscales y flexibilidad para responder a un shock externo negativo de magnitud inusual.

También es posible mejorar los controles de los propios mercados, mejorando las exigencias para cotizar y las regulaciones sobre las entidades financieras que reflejen mejor la asunción de riesgos de las entidades, incluso ante cambios en el escenario macroeconómico que pueden alterar la capacidad de pago de los deudores.

Como puede apreciarse, existen desafíos importantes. Los gobiernos tienen espacio para mejorar sus decisiones de política y sus normas regulatorias, y además deben trabajar en la búsqueda de una mejor coordinación ante mercados cada vez más globalizados; los actores en el mercado pueden mejorar la confiabilidad de los instrumentos y buscar mecanismos que resuelvan más rápidamente y con menor costo los casos de default soberanos, y los organismos multilaterales deben evaluar cómo hacer más eficiente su papel en los casos de crisis y sobre todo cómo ayudar a prevenirlas. Los artículos de este libro son una importante contribución a esta discusión ya que ilustran los problemas con claridad y permiten ver las diferentes alternativas que existen para resolverlos.

RICARDO LÓPEZ MURPHY  
Buenos Aires, marzo de 2004

## INTRODUCCIÓN

# *Crisis financieras internacionales. ¿Qué rol le corresponde al gobierno?*

JAMES A. DORN

*Para que continúen los flujos de inversión en las economías emergentes, es necesario encontrar nuevos medios de previsibilidad en la resolución de la deuda soberana insostenible. Pero ¿esto se impondrá por decreto o surgirá de las fuerzas del mercado? ¿Volverá el FMI a su mandato original o ampliará su dominio y control sobre las naciones en desarrollo y los mercados? [...] El resultado determinará la riqueza y el bienestar de los países en desarrollo del globo.*

Adam Lerrick y Allan Meltzer (2002: 1)

### *El problema de la credibilidad*

El empobrecimiento causado por las promesas incumplidas por parte de los gobiernos que no protegen los derechos de propiedad, no respetan los contratos ni restringen la carga impositiva y los gastos a niveles prudentes se manifiesta en la frecuencia de las crisis financieras en las economías de los mercados emergentes. El impactante default de la Argentina en diciembre de 2001 y la crisis brasileña en 2002 son apenas dos de los ejemplos más recientes de cómo las malas políticas gubernamentales socavan la confianza y destruyen la riqueza.

Después de que el gobierno argentino no cumplió con el pago de la deuda, rompió su promesa de convertir pesos en dólares a la vista, devaluó la moneda, negó el libre acceso a los depósitos bancarios y, más recientemente, impuso controles al capital, ¿qué inversionista podría confiar en el futuro de ese país —o en el de Brasil— ante la ausencia de reformas políticas y económicas fundamentales?

La negativa del Fondo Monetario Internacional de rescatar a la Argentina fue la aceptación de que era imprescindible encontrar un nuevo procedi-



miento para hacer frente a las crisis de deuda soberana, las cuales están íntimamente ligadas a las crisis bancarias y monetarias. Para contenerlas y prevenirlas se requiere que los gobiernos sigan políticas transparentes pro mercado que no puedan ser anuladas con facilidad. Es necesario que haya un compromiso a largo plazo con el libre comercio, el imperio de la ley y la moneda sana: de no ser así, los inversores globales llevarán sus capitales a otra parte. Al no pagar su deuda y devaluar su moneda, el gobierno argentino destruyó la confianza que había establecido y aumentó los costos de atraer futuros fondos de inversión.

A pesar de que el FMI ha invertido miles de millones de dólares en los países emergentes desde la crisis del peso mexicano de 1994-1995, subsiste el problema de la credibilidad: esto es, cómo crear un marco institucional en el que los gobiernos “no generen problemas”, de modo que los mercados puedan aumentar el crecimiento económico y la estabilidad. Este punto y la pregunta acerca de si la intervención del FMI puede mejorar o no las soluciones potenciales de mercado para las crisis de deuda soberana, fueron el tema central de la XX Conferencia Monetaria Anual del Cato Institute –“Crisis financieras internacionales: ¿qué rol le corresponde al gobierno?”–, el 17 de octubre de 2002, auspiciada por *The Economist*, con la colaboración de la Fundación de la Familia de Donald y Paula Smith. Todos los artículos de este volumen, con excepción del de Ian Vásquez, fueron presentados en la conferencia monetaria de 2002.

### *Lecciones de la crisis de la deuda argentina*

En diciembre de 2001, el gobierno argentino declaró el default de su deuda de US\$ 95 mil millones, la mayor crisis de deuda soberana de la historia. Más tarde, el valor del tipo de cambio del peso cayó el setenta por ciento en relación con el dólar, los depósitos bancarios fueron congelados y la economía se redujo al nivel de 1993, en tanto más del cincuenta por ciento de la población caía por debajo de la línea de pobreza (Casey, 2003: A2; Lerrick y Meltzer, 2002: 1). Los artículos de Ricardo López Murphy *et al.*, Allan Meltzer, Charles Calomiris y Steve Hanke tratan las causas de la crisis y las lecciones que podemos aprender de ella.

El ex ministro de Economía, Ricardo López Murphy, y sus colegas Daniel Artana y Fernando Navajas, de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, de Buenos Aires, hacen un detallado informe de la crisis económica argentina de 2001-2002. Consideran que las causas básicas de la crisis de la deuda son el gasto público excesivo (financiado en gran parte por la deuda externa denominada en dólares), la falta de liberalización del comercio y la inestabilidad política. Por otra parte, la rigidez de precios-

salarios lentificó los ajustes a los shocks externos y aumentó el desempleo. A pesar de que el gobierno federal había tomado importantes medidas para revitalizar la economía en la década de 1990, éstas fueron insuficientes. La Argentina aún carece de un compromiso *confiable* respecto de límites al gobierno y la apertura de mercados. Los autores señalan la reducción generalizada de los derechos de propiedad que se produjo cuando el gobierno obligó a los bancos a ampliar el crédito para cubrir el creciente déficit fiscal, puso fin al dólar fijo del sistema de convertibilidad, emitió cuasimonedas para solventar las operaciones del Estado, bloqueó las cuentas bancarias, no cumplió con el pago de su deuda internacional y, por último, devaluó el peso. Hasta que en la Argentina no se lleve a cabo una reforma política seria, no puede haber ninguna seguridad de que habrá estabilidad y crecimiento en el futuro. Los autores sostienen, en concreto, que tiene que haber un “fin abrupto y permanente de la manía argentina de incurrir en déficit fiscales, ocultarlos y después sufrir las consecuencias de un gobierno que desconoce sus compromisos”.

Allan Meltzer, director del Centro Gailliot de Políticas Públicas de la Universidad Carnegie Mellon, y ex director de la Comisión de Asesores de la Institución Financiera Internacional (IFIAC, según sus siglas en inglés) hace hincapié en que la crisis de la deuda argentina se debió a una falla del gobierno y no del mercado: “El gobierno no llevó a cabo ninguna de las reformas necesarias para la recuperación”. Al igual que López Murphy *et al.*, Meltzer argumenta que “sin reforma política, hay pocas posibilidades de que se cumplan las nuevas promesas”. Y, al igual que McDonough, Meltzer está a favor de un enfoque basado en el mercado para enfrentar las crisis de deuda soberana, además de la utilización de las cláusulas de acción colectiva (CAC) en títulos de deuda (véase Lerrick y Meltzer, 2002).

Si se hace necesaria la participación del FMI, éste deberá desempeñar “un papel de apoyo al mercado”, esto es, ayudar a crear un mercado líquido para la deuda soberana. El gobierno argentino canjearía la deuda vieja por bonos nuevos que contengan las CAC, y el FMI estaría dispuesto a comprar los bonos existentes a un precio mínimo fijado presuntamente por debajo de la oferta de mercado, dadas las expectativas de reformas futuras.<sup>1</sup> Una vez resuelta la crisis de la deuda, el capital privado ingresará en la Argentina sólo si se logra convencer a los inversores de que la reforma es real. Para Meltzer, esto significa instituir “el imperio de la ley, políticas fiscales prudentes,

1. Este esquema fue propuesto por primera vez por Lerrick y Meltzer (2001). Anna Schwartz, en su artículo incluido en este volumen, cuestiona la sensatez de fijar un precio mínimo oficial debajo del precio de la deuda ilíquida. Desde su punto de vista, el FMI no debería entrometarse “en un asunto que el mercado tiene plena competencia para resolver”.

sistemas bancarios sólidos y regímenes viables de tipo de cambio”. El FMI no lo puede hacer, sólo la Argentina puede.

Charles Calomiris, profesor de Economía de la Universidad de Columbia y ex miembro de la IFIAC, pone a consideración cinco lecciones sobre políticas que surgen de las crisis de la deuda argentina y brasileña:

1. La política fiscal define, en última instancia, la política monetaria en los países emergentes que no cuentan con un banco central confiable. La monetización de la deuda es siempre peligrosa.
2. Sin estabilidad política, no hay garantía de estabilidad bancaria, incluso en un sistema bancario bien reglamentado. En tiempos de crisis, el valor neto resultante de prácticas bancarias sanas y sólidas puede ser confiscado por funcionarios del gobierno para servir a sus propios intereses, tal como hizo en la Argentina el zar de la economía Domingo Cavallo cuando obligó a los bancos a financiar la deuda gubernamental.
3. El FMI no debe tratar de evitar los defaults de deuda soberana cuando están justificados. Los rescates proporcionan incentivos equivocados e impiden las soluciones de mercado.
4. El grado de libertad económica es una medida más significativa de la capacidad de endeudamiento de un país emergente que la relación entre deuda soberana y PBI. Las normas fiscales que limiten el gasto público y que impidan que los impuestos destruyan la actividad productiva, así como una política de comercio liberal, son los determinantes clave de la capacidad de un mercado emergente para pagar la deuda.
5. El contagio es “selectivo”, en el sentido de que las malas políticas de un país emergente pueden afectar de modo adverso a otro mercado emergente sólo si ambos países aplican políticas similares.

Los Estados Unidos y otros países desarrollados pueden ayudar a los países emergentes por medio de políticas fiscales y monetarias sólidas y de una mayor apertura de sus mercados a los países en desarrollo. Calomiris sostiene que esta agenda política sería la mejor forma de “ayuda”. Apoya también las recomendaciones de la Comisión Meltzer (nombre dado comúnmente a la IFIAC) para reestructurar el FMI y otras instituciones financieras internacionales (IFI) y hacerlas más “amigables” con el mercado.

En particular, el FMI no debe enmendar su Convenio Constitutivo y “convertirse en un facilitador de quiebras”. El enfoque voluntario y contractual de la reestructuración de la deuda soberana sería preferible al enfoque estatutario, indica Calomiris. En realidad, “la prisa por adoptar el Sistema de Reestructuración de la Deuda Soberana (SDRM, según sus siglas en inglés) podría impedir las adaptaciones privadas beneficiosas dentro del enfoque

contractual". Así, al igual que McDonough, está a favor del gradualismo y de los mercados en vez de una gran solución y de la centralización por mandato gubernamental.

Steve Hanke, profesor de economía aplicada de la Universidad Johns Hopkins, apunta a los críticos del sistema de caja de conversión. Distingue entre la caja de conversión pura u ortodoxa y una fijación fuerte al dólar, del sistema argentino, en el cual el Banco Central aún tenía discrecionalidad. Fue esta discrecionalidad, además de varias decisiones tomadas por Cavallo (entre ellas, canjes forzados de títulos de deuda, uso de múltiples tipos de cambio y ampliación de la fijación al dólar para incluir una canasta de monedas), lo que en última instancia condujo al fin de la convertibilidad, el default y la devaluación. Desde el punto de vista de Hanke, los críticos del régimen monetario argentino están atacando a un hombre de paja. Lo que la Argentina necesita ahora, dice, es una dolarización total, que no dé cabida al control ni a la esterilización; es decir, ninguna capacidad para utilizar la política monetaria doméstica con el fin de compensar los flujos de capital.

### *Enfoques alternativos para la reestructuración de la deuda soberana*

En sus respectivos artículos, Jack Boorman, Randall Kroszner, Anna Schwartz y Jeffrey Sachs se preguntan si debería haber una ley de quiebras soberana con el auspicio del FMI o si sería mejor adoptar un enfoque contractual para resolver las crisis de deuda de los mercados emergentes. Los autores hacen un resumen de las principales diferencias entre el enfoque estatutario, o SDRM, y el enfoque contractual o basado en el mercado. Evalúan también la viabilidad política de los dos enfoques.

### *El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana*

El SDRM fue propuesto inicialmente por Anne Krueger, primera subdirectora gerente del FMI, en noviembre de 2001, y modificado con posterioridad. Jack Boorman, consejero especial del director general del FMI, presenta un análisis detallado del SDRM y sostiene que éste otorgaría un marco sólido para resolver las crisis de deuda soberana. Aprueba el uso de las CAC, pero cree que podrían formar parte del SDRM. Una mayoría calificada de acreedores decidiría las condiciones para todos los acreedores, evitando así el problema del comportamiento oportunista en las negociaciones [*holdout*], y el FMI podría colaborar en el proceso de resolución de litigios y posiblemente otorgar ayuda financiera. Boorman considera que para el logro de resultados satisfactorios, el enfoque estatutario es menos costoso y más

seguro, que el enfoque puramente basado en el mercado. Admite, sin embargo, que queda mucho por hacer y que en la actualidad falta apoyo político para el SDRM.

Jeffrey Sachs, director del The Earth Institute de la Universidad de Columbia, es un defensor desde hace mucho del establecimiento de una ley de quiebras universal que podría aplicarse a las crisis de deuda soberana. Según Sachs, los beneficios a largo plazo que podrían obtenerse en caso de contar con una ley de quiebras y una corte internacional para facilitar el proceso de reestructuración de la deuda, superan con mucho los costos. No obstante, se ha avanzado poco en este sentido, porque los costos a corto plazo para algunos acreedores específicos al comienzo de cualquier proceso de reestructuración crean una barrera formidable para la modificación del marco legal. Sachs no es optimista respecto de la posibilidad de atravesar pronto la barrera, pero cree que debemos seguir buscando un mejor marco institucional, con el fin de ayudar a cubrir las necesidades de los países en desarrollo.

### *El enfoque contractual*

A diferencia del SDRM, el enfoque contractual cuenta con los participantes del mercado para reestructurar los instrumentos de la deuda sin una ley de quiebras soberana o una corte internacional de quiebras. Las viejas deudas se canjearían por una nueva deuda que contendría las CAC, e incluso una cláusula de representación que permita a una mayoría calificada de acreedores elegir un síndico que represente a todos los acreedores y una cláusula que permita modificar algunas condiciones del bono con una mayoría calificada [*exit consents*] para impedir demandas judiciales después del acuerdo de la mayoría calificada de acreedores respecto del nuevo paquete. Puesto que los bonos existentes están registrados y las CAC tradicionales y los comités de tenedores de bonos ya han sido utilizados, hay motivos para creer que ampliar las CAC y permitir que los participantes del mercado innoven sería una alternativa viable al enfoque SDRM centralizado.

Randall Kroszner, profesor de economía de la Escuela Empresarial de Posgrado de la Universidad de Chicago y ex miembro del Consejo de Asesores de Economía, sostiene que la meta principal de la reestructuración de la deuda soberana debe ser incrementar la solvencia de los países emergentes, de modo que el sector privado pueda volver a crecer. Compara los dos enfoques de reestructuración de la deuda soberana y recomienda: 1) perfeccionar los contratos de deuda a través de la utilización de las CAC; 2) crear *voluntariamente* y no por estatuto un foro de resolución de litigios; y 3) hacer que la ayuda del FMI y de otras instituciones financieras internacionales sea más transparente.

Anna Schwartz, investigadora asociada del Departamento Nacional de Investigaciones Económicas (Estados Unidos), no encuentra justificación alguna para la creación de una ley de quiebras soberana. Objeta los argumentos a favor de un SDRM y afirma que el FMI no debe involucrarse en el proceso de reestructuración: “La intervención del FMI es la solución a un problema inexistente”. Los acreedores privados son competentes para resolver las crisis de deuda internacionales a través de acuerdos de canje y de la ampliación del enfoque tradicional de las CAC, como recomiendan Lerrick y Meltzer (2002).

Schwartz considera que la disciplina de mercado es la mejor manera de penalizar a los gobiernos de los países en desarrollo por sus malas decisiones políticas. Si los gobiernos saben que habrá un aumento significativo del costo de capital como resultado de los incumplimientos de los acuerdos de la deuda soberana, con toda seguridad serán más prudentes.

Los años de ayuda de las IFI han debilitado los incentivos para mejorar las políticas alternativas en los mercados emergentes. Con esos antecedentes en mente, Schwartz concluye: “Quizá haya llegado el momento de dejar de lado el desarrollo basado en la deuda, de alentar la conversión de deuda en capital, de orientar a los países por caminos diferentes de los que llevan a la deuda insostenible, a las crisis y la reestructuración de la deuda, y de confiar en la inversión en activos para el desarrollo”.

En efecto, como Alan Reynolds, Senior Fellow del Cato Institute, indica en su artículo: “El riesgo moral de los préstamos del FMI ha aumentado el peligro de que se produzcan las crisis, y las condiciones políticas ligadas a los préstamos del FMI hacen que esas crisis sean más severas de lo que hubieran sido sin los préstamos”. Tanto él como Schwartz están de acuerdo en que la clave para el crecimiento económico consiste en evitar la deuda excesiva en primer término, y en establecer políticas monetarias, fiscales y de comercio confiables que fomenten la libertad y la responsabilidad económicas.

Ian Vásquez señala en su análisis que a partir de la caída del sistema de Bretton Woods, las crisis financieras se hicieron más frecuentes. Para solucionar estas crisis, se multiplicaron las intervenciones oficiales, que procuraban ayudar a los mecanismos del mercado en el proceso de recuperación en cada país y evitar su expansión a otras economías.

Sin embargo, estas intervenciones oficiales, generalmente lideradas por el FMI, interfirieron en las negociaciones directas entre acreedores y deudores, impidiendo que surgieran mecanismos de estabilización basados en intenciones del mercado.

Sin intervenciones oficiales y con la posibilidad cierta de morosidad, el mercado por sí mismo induciría y aceptaría algún tipo de reducción de deuda. Este resultado puede incluso mejorar la situación de deudores y acreedores, según su opinión.

Por eso, el autor sostiene que la reparación de la relación entre deudores y acreedores en las finanzas internacionales requiere que terceras partes oficiales se quiten del medio, en una obvia crítica a los paquetes de ayuda que hubo hasta la crisis de la Argentina, motorizados por los organismos multilaterales.

### *Fomentar la solidez financiera*

Para evitar las crisis monetarias, bancarias y de deuda que han asolado los mercados emergentes, los gobiernos deben trabajar a favor y no en contra de las fuerzas de mercado. Ésta es la mejor manera de fomentar la solidez financiera, según William McDonough, ex presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. El fortalecimiento de las instituciones de mercado es imprescindible para impedir las crisis financieras y lograr la eficiente asignación de capitales en todo el mundo. Tanto el nuevo Acuerdo de Capital de Basilea como todas las modificaciones futuras al marco de resolución de las crisis de deuda soberana tienen la obligación de partir de los principios de mercado.

### *El Acuerdo de Capital de Basilea*

El Acuerdo de Basilea de 1988, que estableció los estándares de adecuación del capital, perdió vigencia en la medida en que los mercados globales de capital, la innovación y los avances en la tecnología de la información superaron a los reguladores. Las regulaciones vigentes son engorrosas y es necesario reformarlas. McDonough, en calidad de ex presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, está a favor de mejorar la asignación del crédito por medio del aumento de los requisitos de capital para los bancos de alto riesgo y su reducción para los bancos de bajo riesgo. También permitiría mayor flexibilidad en la medición de los riesgos operativos.

La pregunta más importante es, no obstante, si un nuevo acuerdo, que presuntamente continuaría armonizando los estándares de capital, es superior a la competencia entre estándares. Éste es el punto clave del problema relativo al fomento de la estabilidad y la flexibilidad financiera. Como señala en su artículo Jacobo Rodríguez, analista financiero del Cato Institute: “Un mayor énfasis en la disciplina, la innovación y la competencia del mercado entre regímenes regulatorios [...] contribuiría a fomentar la seguridad y solvencia del sistema financiero internacional de modo más eficiente que el antiguo o el nuevo Acuerdo de Basilea”.

*Un enfoque basado en el mercado para resolver las crisis financieras globales*

McDonough se opone a las “grandes soluciones” para las crisis financieras internacionales debido a la complejidad de los casos. Más importante aún: “La historia nos enseña que las nuevas tendencias en mercados y prácticas pronto volverán obsoletas aquellas medidas que parecen armonizar perfectamente con las circunstancias actuales”. El sector privado de los mercados internacionales de capital se ha vuelto mucho más importante que el sector público. Por consiguiente, los participantes del mercado privado, y no las entidades oficiales o los gobiernos, son los que deben tomar la delantera en el camino de la reforma. El modo de abordar las crisis financieras tendría que ser “adaptativo y basado en el mercado”, según McDonough, así como “estratégico, creativo y sostenido en fuertes principios”. Por lo tanto, los sectores privado y público deben trabajar juntos para mejorar el marco institucional general, especialmente en el caso de las crisis de deuda soberana.

En vez de intentar “imponer soluciones desde afuera”, McDonough recomienda trabajar con los participantes del mercado para mejorar el proceso de reestructuración de la deuda. Se opone a la propuesta del FMI de crear un SDRM que utilice un enfoque estatutario para resolver las crisis de deuda soberana. Considera que los inversores privados tienen incentivos para resolver rápidamente los problemas internacionales de pago y que deberíamos explorar “con creatividad mecanismos de mercado que incentiven la participación privada y expandan el impacto de los fondos del sector público”.

*La creación de un orden económico internacional liberal*

La estabilidad financiera global es imposible sin liberalismo económico, es decir, el libre flujo del comercio y el capital, moneda sana y gobierno limitado por el imperio de la ley. Ése es el mensaje del subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales, John B. Taylor, en su artículo “Aumentar el crecimiento económico y la estabilidad en los mercados emergentes”. De otorgarse ayuda oficial, dice Taylor, ésta tendrá que limitarse a los países en desarrollo que promuevan políticas que armonicen con el mercado: “No deben hacerse préstamos en situaciones de deuda insostenible”.

Taylor no acepta el argumento clásico de que el contagio es inevitable y que se requiere un financiamiento considerable del FMI para impedir que la crisis financiera de un país se traslade a otros. Señala que el default argentino no tuvo ningún impacto significativo en el crecimiento económico o en las tasas de interés de los países emergentes fuera de América latina. Además, los países latinoamericanos que han establecido un régimen confiable



de políticas orientadas al mercado, como Chile y México, se desempeñan bien.

La estrategia de la administración Bush para los mercados emergentes consiste en prevenir las crisis por medio del fomento de decisiones políticas sanas, que reducirían el contagio, y el desarrollo de criterios claros sobre financiamiento oficial y sobre acceso limitado al mismo. Taylor respalda estos objetivos, y desde hace mucho recomienda un enfoque basado en el mercado para la resolución de las crisis de deuda soberana. La falta de apoyo para el SDRM entre los inversores privados, varios países emergentes y la administración Bush, sugiere la posibilidad de una mayor utilización de las CAC en el futuro cercano.

### *Conclusión*

“Una buena política pública consiste en considerar las opciones en su totalidad y optar por la que funcione mejor que las demás”, escribe Taylor. En el caso de la reestructuración de la deuda soberana, esto quiere decir que “funcione mejor” en “alentar la potestad del país [es decir, hacer que los países desarrollen sus propias políticas, como hizo Rusia con su iniciativa del impuesto proporcional a las ganancias], reduciendo la frecuencia de las crisis, incrementando el flujo del capital privado hacia los mercados emergentes y elevando los valores de inversión de los países”. Los artículos de este volumen ayudarán a los que elaboran políticas a evaluar los enfoques alternativos para resolver las crisis de deuda soberana, así como las crisis financieras en general. Esperamos que, como resultado de ello, aumenten el crecimiento futuro, la estabilidad y la libertad.

### REFERENCIAS

---

- Casey, M. (2003): “Argentina’s Rebound Shows the Principles of IMF Are still Alive”, en *Wall Street Journal*, 7 de julio 7: A2.
- Lerrick, A. y Meltzer, A. H. (2001): “Beyond IMF Bailouts: Default without disruption”, Carnegie Mellon Gaillot Center for Public Policy (mayo).
- (2002): “Sovereign Default: the Private Sector Can Resolve Bankruptcy without a Formal Court”, en *Quarterly International Economics Report*, Carnegie Mellon Gaillot Center for Public Policy (abril).

## PARTE I

# Lecciones de la crisis argentina



## CAPÍTULO 1

# *La crisis económica argentina*

RICARDO LÓPEZ MURPHY, DANIEL ARTANA  
Y FERNANDO NAVAJAS\*

La economía argentina experimentó una profunda crisis durante 2001 y 2002. La pobreza se extendió a uno de cada tres hogares en los suburbios de Buenos Aires, y el abandono de la convertibilidad, junto con la crisis financiera y el default (default de la deuda pública), minaron la confianza del inversor, tanto local como extranjero.

### *Causas de la crisis*

Creemos que la crisis se debió a cuatro causas principales: 1) política fiscal inapropiada; 2) rigideces salariales y de precios incompatibles con un régimen de cambio fijo; 3) un shock externo desfavorable de considerable importancia, y 4) agitación política.

### *Dos niveles de incompatibilidad fiscal*

Por un lado, el aumento del gasto público calculado en dólares estadounidenses excedió el crecimiento del PBI, corregido por los precios de bienes exportables. Por otro, el superávit fiscal primario provincial y federal no creció a la par del alza repentina de la carga financiera ligada a la deuda creciente y a la reducción gradual de los bonos a tasas preferenciales (bonos Brady y otros emitidos para cancelar los pasivos gubernamentales con los ju-

\* Ricardo López Murphy es investigador visitante de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), de Buenos Aires, y ex ministro de Economía de la Argentina. Daniel Artana y Fernando Navajas son economistas jefe de FIEL.

bilados y contratistas estatales), que fueron reemplazados a su vez por letras a tasas de interés de mercado.

El impacto y la presión sobre la convertibilidad causados por shocks reales llevó a muchos analistas a cuestionar la naturaleza fiscal de la crisis.<sup>1</sup> En nuestra opinión, esa duda surge de una observación incompleta de los datos argentinos y conduce a una mala interpretación de la relación de causalidad entre el gasto público y el tipo de cambio real.

La primera dimensión del problema atañe al hecho de que el gasto público se concreta en gran medida en bienes no comercializables y servicios. La expansión incontrolada del sector de los no comercializables conduce a una sobrevaloración del tipo de cambio real en economías pequeñas abiertas porque la presión ejercida en los precios internos no puede ser compensada por los precios de los bienes comercializables, limitados por un tipo de cambio fijo y los precios externos. Durante todo el período 1991-2001, el gasto de los tres niveles de gobierno creció el 77 por ciento en términos del dólar, mientras que el PBI argentino creció el 57 por ciento y cayeron los precios comercializables expresados en dólares (véase el cuadro 1).

Peor aún, los datos gubernamentales no miden adecuadamente los desembolsos estatales porque los registros de déficit subestiman sistemática-

Cuadro 1. *Gastos públicos de la Argentina*  
(variación porcentual acumulativa)

	Gastos públicos		Gastos "corregidos"	PBI (US\$)	Precios de bienes exportación	Precios de bienes comercializables
	Primario	Total	Total			
1991-2001	59,4	77,0	97,4	56,8	-0,8	-7,9
1991-1994	54,6	53,0	87,1	50,6	7,0	1,5
1995-2001	3,1	15,7	5,5	4,1	-7,3	-9,3
1991-1997	61,7	66,3	82,2	71,3	16,6	7,0
1997-2001	-1,5	6,4	8,4	-8,5	-14,9	-13,9

1. Si se señalara la convertibilidad o la dolarización como explicación fundamental de la crisis, para minimizar el problema estructural de las instituciones fiscales, se pasa por alto el hecho de que fueron elegidas precisamente después de décadas de mala administración fiscal. Desde un punto de vista empírico, y a pesar de las diversas explicaciones formuladas con el fin de ignorar la dimensión fiscal, la única evidencia econométrica disponible sobre los canales de transmisión de la crisis señala los desequilibrios fiscales como la explicación fundamental de la crisis (Powell, 2002).

mente las variaciones de la deuda pública, es decir, la información oficial no considera como “gasto” la emisión de nueva deuda del gobierno para cancelar demandas judiciales en su contra. Si el gasto se “corrige” anualmente para dar cuenta de la diferencia entre déficit consolidados y variación de deuda, el gasto público en el período 1991-2001 creció cerca del 97 por ciento; en términos del dólar, esa cifra se ubica a más de 40 puntos porcentuales por encima del crecimiento del PBI ajustado por la evolución de los precios de los productos comercializados con el resto del mundo. Una política claramente expansiva del gasto público, financiada en gran parte con préstamos del exterior, contribuyó a la sobrevaloración del tipo real de cambio. En realidad, el gasto gubernamental en la Argentina se comportó como si los precios de exportación excepcionalmente favorables del intervalo 1996-1997 se hubiesen podido mantener durante todo el período. Su colapso posterior expuso la fragilidad de la política fiscal argentina.

Una segunda dimensión del problema fiscal se hace evidente cuando se analiza la evolución del balance fiscal primario. Durante 1991-2001, el resultado primario del gobierno nacional promedió un superávit del 1 por ciento del PBI, mientras que los pagos de intereses alcanzaron el 2,8 por ciento del PBI. Sin embargo, si se mide adecuadamente contemplando la emisión de deuda por “debajo de la línea”, el balance primario real para todo el período de once años presentaba déficit, equivalente al 0,7 por ciento del PBI. Hacia fines de ese período, el balance fiscal *consolidado* presentaba déficit, equivalente a casi el 6 por ciento del PBI. La deuda pública en gran parte denominada en dólares agravó el problema después de la devaluación del peso, en enero de 2002.

Otra interpretación errónea es la comparación de la deuda soberana de la Argentina con el techo máximo de la deuda pública de la Unión Europea de 60 por ciento del PBI según los estándares de Maastricht. El problema de este enfoque consiste en que las reglas de la Comunidad Europea fueron diseñadas para países que no afrontan dificultades para el refinanciamiento continuo del capital de una deuda. Esto no siempre es así en los países en desarrollo, donde los mercados internos de capital son limitados y los flujos de capital del exterior pueden disminuir por causas ajenas a su voluntad.

Durante gran parte de la década de 1990, la Argentina cumplió con la mayoría de los estándares de Maastricht, excepto con el único que es fundamental para la sostenibilidad de la deuda pública, esto es, el margen por encima (*spread*) de los bonos públicos emitidos en moneda nacional comparado con las tasas de interés más bajas de un país miembro. Los *spreads* de los bonos argentinos denominados en pesos, en el mejor de los casos, triplicaron los 150 puntos básicos aceptados por Maastricht. Junto con la imposibilidad de converger hacia calificaciones de grado de inversión, esto indicaba que tarde o temprano la deuda argentina sería considerada inmanejable.

Por estas razones, los requisitos de endeudamiento para los países emergen-

tes deben ser más estrictos, lo que pone en evidencia la vulnerabilidad de las cuentas fiscales argentinas (Artana, López Murphy y Navajas, 2003). No es casual que países con economías consideradas sanas, como Chile, tengan índices de endeudamiento mucho más bajos que los de la Argentina, tanto en términos del volumen de la economía como de la cantidad de los ingresos recaudados.

### *La falta de flexibilidad*

Es necesario encarar el problema de la rigidez económica, y tener presente que el estricto cumplimiento de la convertibilidad –bajo el sistema de caja de conversión– exige que las demás variables económicas sean lo suficientemente flexibles para adaptarse a los shocks externos negativos, basándose más en los ajustes nominales que en los de cantidades. La reacción de la economía a una caída repentina del ingreso de dólares (debido ya sea a fugas de capital o a una caída de las exportaciones) puede ser la reasignación de los recursos a actividades comercializables, o la reducción de las importaciones mediante la disminución de la demanda global. Una economía flexible lleva a cabo el primer tipo de corrección; una economía rígida se las arreglará con el segundo tipo, que es obviamente más costoso y traumático.

La primera dimensión del problema de rigidez es la orientación insuficiente de la economía argentina hacia el comercio exterior. A pesar de los avances hacia la integración económica regional, tomando en cuenta el índice de las importaciones con respecto al PBI, la Argentina es una economía muy cerrada al comercio internacional. El promedio de la tarifa común del Mercosur es el 13 por ciento, comparado con el 7 por ciento en Chile y menos del 5 por ciento en los países desarrollados. Este sesgo antiexportador limitó las exportaciones a un simple 10 por ciento del PBI, a pesar del fuerte crecimiento económico durante los años noventa. El bajo índice de exportaciones significa que un shock externo que reduzca los flujos de capital en un 1 por ciento del PBI exigirá como compensación la expansión de las exportaciones en un 10 por ciento por encima de la tendencia para evitar la contracción económica.

El segundo punto son las reglamentaciones laborales, y en esto la Argentina no ha progresado lo suficiente para asegurar la tan necesaria flexibilidad. En particular, la reasignación de los recursos al sector de bienes comercializables se enfrentó con una restricción adicional: este sector es básicamente formal, en tanto que una parte importante de la actividad de los no comercializables es informal. La redistribución de la fuerza laboral se hace cada vez más difícil dado el impuesto diferencial que grava las actividades formales, en particular, cuando los impuestos tienen impacto directo en la contratación de empleo.

Respecto de la flexibilidad comercial, la legislación argentina de quie-

bras es inapropiada; los deudores gozan de más protección que en los Estados Unidos.

Por último, la falta de flexibilidad más notoria se dio en el gasto público. Una devaluación exitosa debería reducir tanto los costos laborales como la carga del Estado sobre las actividades comercializables. Ante la falta de flexibilidad en el tipo de cambio, la situación exigió flexibilidad descendente en el gasto gubernamental o un límite estricto en el crecimiento del Estado. No obstante, las rigideces en el gasto se extendieron hasta bien entrada la crisis, lo que puso de manifiesto la magnitud del problema.

### *El shock de origen externo*

La Argentina sufrió un shock inusual de origen externo. Nuestro país comerciaba intensivamente en la región, exportaba productos básicos agrícolas e industriales, y contaba en gran medida con el ingreso de capitales. A partir de 1997 todos estos factores desmejoraron. Los precios de exportación cayeron alrededor del 15 por ciento entre 1996-1997 y 1999-2000. Además, la situación del país empeoró porque sus principales socios comerciales (Europa, Brasil, Chile) devaluaron sus monedas. Con el peso fijado rígidamente al dólar estadounidense, no había modo de compensar las devaluaciones competitivas. El gobierno debió haber ahorrado en épocas de bonanza, creando reservas para poder reducir los impuestos más adelante, y de ese modo apoyar al sector privado, maniatado por el peso fuerte.

El crédito del exterior disminuyó gradualmente y los mercados de capital empezaron a creer que la crisis argentina no era de naturaleza transitoria. Los ingresos de capital, que habían promediado el 6 por ciento del PBI en 1997-1998, se vieron reducidos a la mitad en el año 2000, y se revirtieron completamente en 2001. El problema de la financiación externa fue amortiguado parcialmente durante los años 2000 y 2001 mediante préstamos provenientes de instituciones multilaterales, lo que puso en evidencia que el cambio en los flujos privados era mucho peor. Mientras las instituciones multilaterales no puedan incrementar su exposición neta en la Argentina, los efectos contractivos pueden persistir porque un país en default, en el que el gobierno ha interferido en los contratos privados, no puede tener la expectativa de que el capital privado retorne con rapidez.

### *Problemas políticos*

La coalición que asumió el gobierno a fines de 1999 respondió a la crisis con vacilación y tardanza. En 2001 el sistema bancario se vio más debilitado



aún por un gobierno que se apropió por la fuerza de las reservas bancarias; el régimen de tipo de cambio fue reformado, y se fijó el peso a una canasta de monedas que incluía el euro, en un intento de introducir cierto grado de flexibilidad; las restricciones presupuestarias fueron ignoradas, mientras el gobierno federal así como los provinciales emitían cuasimonedas; y los fondos de jubilación y retiro sufrieron interferencias. Estas medidas equivocadas agravaron la brecha de credibilidad y provocaron una corrida por los depósitos bancarios, lo que condujo a un congelamiento obligatorio, al default y a la devaluación.

### *Conclusión*

La crisis argentina reunió todos los males. El drama social fue catastrófico, el Estado cayó en default, la parálisis financiera se prolongó y la situación fiscal quedó sin resolver, a la espera de que la inflación realizara la tarea que el Congreso no había efectuado. Peor aún, la caída acabó con la credibilidad monetaria, desconoció la legislación de responsabilidad fiscal aprobada en 1999, e interfirió con los contratos privados, pese a la ley que supuestamente protegía los depósitos bancarios.

La reconstrucción de la Argentina no va a ser tarea fácil a pesar de la reciente recuperación de la actividad económica. Es necesario reconstruir las instituciones fundamentales y que vuelvan a ser confiables, lo cual requiere importantes reformas políticas. Creemos que instituciones fiscales sólidas son la base de la estabilidad macroeconómica y preceden a las decisiones de tipo de cambio, dado que la mala administración fiscal es absolutamente incompatible, tarde o temprano, con cualquier régimen monetario sostenible. En verdad, el meollo de las soluciones debe incluir el fin abrupto y permanente de la manía argentina de reincidir en déficit fiscales, ocultarlos y después sufrir las consecuencias de un gobierno que desconoce sus compromisos.

### REFERENCIAS

---

- Artana, D.; López Murphy, R., y Navajas, F. (2003): "A fiscal Policy Agenda", en P. P. Kuczynski y J. Williamson (eds.), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, cap. 4, Washington: Institute for International Economics.
- Powell, A. (2002): "Argentine's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice", trabajo presentado en la Brookings Trade Conference, Washington, 2 de mayo.

## CAPÍTULO 2

# *Argentina 2002: un caso de fracaso gubernamental*

ALLAN H. MELTZER\*

En el período posterior al default argentino y a la devaluación, el gobierno argentino hizo poco o nada para aliviar su profunda crisis y mucho por agravarla. La tasa de desempleo superó el 20 por ciento, más de un millón de personas emigraron –signo inequívoco de que habían perdido las esperanzas de un retorno a la estabilidad– y el 40 por ciento de los que se quedaron se empobrecieron. La inflación se disparó después de la devaluación y de la rápida creación de dinero. A pesar de que el 40 por ciento de las compras de consumo diario son transacciones al contado, el gobierno restringió el acceso al dinero, y por ende, limitó bruscamente estas transacciones.

Joseph Stiglitz llegó a decir que el Fondo Monetario Internacional había castigado a la Argentina por haber incurrido en default. Puras tonterías. El gobierno no llevó a cabo ninguna de las reformas necesarias para su recuperación. El gobierno anterior había arruinado el sistema bancario. La devaluación reforzó al sector exportador, de modo que el gobierno aumentó los impuestos a la exportación, lo cual redujo las exportaciones. Los tribunales fallaron a favor de aquellas personas que alegaron el derecho de retirar sus depósitos bancarios, y el gobierno amenazó con reemplazar a los jueces para evitar los retiros. Desaprovechó sus escasas divisas controlando el tipo de cambio, en lugar de dejar que éste descendiera a los niveles del mercado.

El FMI mostró una calma excepcional en comparación con sus comportamientos anteriores. Si bien extendió los plazos de algunos préstamos que la Argentina no podía pagar, no ofreció dinero nuevo. Envío una misión a negociar un nuevo acuerdo de préstamo y por separado envió a cuatro ex banqueros de bancos centrales (los hombres sabios) para evaluar la situación y recomendar un marco monetario que alentara el crecimiento no inflaciona-

\* Allan H. Meltzer es director del Centro Gailliot de Políticas Públicas de la Universidad Carnegie Mellon y profesor visitante del American Enterprise Institute.

rio. Los hombres sabios incluyeron una declaración interesante al final de su informe. Dijeron que si la Argentina tuviera políticas confiables, no estaría en crisis. ¡Cuánta verdad! El gobierno de Duhalde hizo que la negociación fuese poco prometedora.

### *Reforma política y económica: la necesidad de credibilidad*

El problema principal de la Argentina ha sido, por décadas, un sistema político que no puede mantener políticas confiables a favor del crecimiento y no inflacionarias. No cumplió sus promesas con el FMI y otras entidades financieras internacionales. Sin reformas políticas, hay pocas posibilidades de que las nuevas promesas puedan ser cumplidas.

En vez de negociar otro préstamo a cambio de promesas, el FMI debería retirarse de la política interna argentina. La reforma política se llevará a cabo más pronto, si es que se lleva a cabo, una vez que los argentinos comprendan que no es posible contar con ninguna ayuda hasta que las reformas no sean implementadas, y no simplemente prometidas. Estas reformas deberían formar parte de un plan argentino para establecer un sistema político que tenga capacidad de reacción, y se muestre transparente, abierto, honesto y competente para resolver los problemas económicos y sociales, como lo hacen los gobiernos responsables en otras partes del mundo.

Después vienen las reformas económicas. El gobierno rompió unilateralmente los contratos privados. Obligó al público y a los bancos a aceptar pesos en vez de dólares, una maniobra que los tribunales argentinos declararon inconstitucional. Revaluó los pasivos y los activos a diferentes tipos de cambio, y provocó un enorme agujero en el patrimonio neto de los bancos. Modificó unilateralmente los contratos con las empresas públicas. Estos contratos eran generosos en exceso, la renegociación, no la decisión unilateral, habría sido la respuesta adecuada.

De esta y otras maneras, el gobierno argentino enfatizó la soberanía y pasó por alto el imperio de la ley y la inviolabilidad de los contratos. Es probable que esto afecte a largo plazo la inversión de capital. El FMI no puede resolver los problemas de la Argentina. El éxito requiere apoyo político dentro del país. La Argentina ha demostrado que la reforma carece de apoyo.

La reforma bancaria es un ejemplo. El gobierno ofreció cambiar los depósitos bloqueados por bonos pagaderos a cinco o diez años. Pocos aceptaron este intercambio voluntario. En cierto momento, el FMI propuso convertir el intercambio voluntario rechazado en un plan obligatorio. ¿Es ésta la manera de enseñar las virtudes del mercado y el acatamiento a la ley? ¿Alienta el FMI el gobierno democrático forzando cambios que el público rechazó de modo abrumador?

Los argentinos han hecho saber qué es lo que prefieren. Se tomaron el trabajo de conseguir órdenes judiciales para sacar sus depósitos de los bancos. De inmediato cambiaron sus pesos por dólares, y no aceptaron las promesas de un gobierno desacreditado.

### *Un rol de apoyo al mercado para el FMI*

El FMI puede ayudar a la Argentina si apoya un esfuerzo del país por saldar su extraordinaria deuda externa, cercana a los US\$ 45 mil millones al valor nominal y de aproximadamente US\$ 9 mil millones al precio actual. Como propuse con Adam Lerrick, la Argentina debería intentar negociar un canje por nueva deuda. Su oferta inicial sería de cerca de 20 centavos por dólar, el precio del mercado ilíquido, apoyado por sus mejores ingresos de exportación. Esto permitiría a los tenedores de bonos liquidar sus tenencias y reequilibrar sus valores en cartera (Lerrick y Meltzer, 2001).

El FMI puede ayudar por medio de la compra de la deuda al contado a 15 centavos mientras la oferta de intercambio se mantenga vigente. En el peor de los casos, el costo total para el FMI sería de US\$ 6,8 mil millones si todos cobraran en efectivo. Es mucho menor que la cantidad de préstamos que tendrá que hacer el FMI si vuelve a apoyar a la Argentina. Al ofrecer un precio mínimo de apoyo, el FMI volvería comercializables los bonos ahora ilíquidos y le daría al mercado un incentivo para encontrar una solución.

El FMI habrá contribuido a encontrar una solución para el problema internacional. El resto tendría que dejárselo a la Argentina. Liberada del default, y con una deuda mucho menor, la Argentina podría pedir prestado otra vez, al menos a corto plazo. Cuando cuente con un sistema político transparente y respete la ley, podrá empezar a resolver sus problemas financieros y fiscales.

Una de las inquietudes es que el FMI quiera un aumento de la cuota, más dinero de los contribuyentes para gastar en su sistema oficial de control. Es un error. Lo que se necesita no es más dinero para turquías, pakistanes y argentinas. Mucho más importante es reconocer que las reformas internas, ancladas en políticas y medidas internas, traen consigo préstamos e inversión directa a los países que optan por las reformas. El sistema de control del FMI no puede duplicar o siquiera aproximarse a los beneficios del crecimiento ni a las cantidades de dinero que traen el acatamiento a la ley, las políticas fiscales prudentes, los sistemas bancarios sólidos y los regímenes de tipo de cambio viables.

### *Conclusión*

La Argentina iba por buen camino, pero no llegó a la meta. Ninguna provisión de fondos del FMI ni sus advertencias pueden conducirla hacia donde el público quisiera ir. El hecho de que más del 2 por ciento de la población haya dejado el país o haya solicitado visas, ilustra dramáticamente lo que presienten los propios argentinos. Hasta que no encare una reforma política y económica fundamental, la Argentina no prosperará.

### REFERENCIA

---

Lerrick, A. y Meltzer, A. (2001): "Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption", en *Quarterly International Economics Report*, Carnegie Mellon Gailliot Center for Public Policy (mayo).

## CAPÍTULO 3

# *Lecciones de la Argentina y Brasil*

CHARLES W. CALOMIRIS\*

¿Qué hemos aprendido de las crisis de las deudas soberanas de la Argentina y Brasil, y qué pueden hacer los Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional para reparar el daño y evitar problemas similares en otros países?

### *Lecciones sobre políticas*

Quisiera destacar cinco lecciones sobre políticas:

1. La política monetaria –o la política cambiaria, que significa lo mismo– en los mercados emergentes (ME) se ve obligada con frecuencia a financiar el gasto gubernamental, lo cual origina el consiguiente colapso del tipo de cambio.
2. Los sistemas bancarios bien regulados son incluso muy vulnerables a los peligros del desequilibrio fiscal.
3. El FMI debe dejar de intervenir para evitar los defaults de deuda soberana cuando éstos son necesarios.
4. La capacidad de endeudamiento del ME no puede ser captada adecuadamente por la relación entre deuda soberana y PBI. El incremento de la exportación, y de allí la necesidad de llevar a cabo reformas comerciales, es un determinante tan importante y fundamental del pago de la deuda como la disciplina respecto del gasto gubernamental.
5. El contagio es “selectivo” entre los deudores de deuda soberana.

\* Charles W. Calomiris es Henry Kaufman Professor del Departamento de Finanzas y Economía de la Escuela Empresarial de Posgrado de la Universidad de Columbia. Codirige el Proyecto de Desregulación Financiera en el American Enterprise Institute.

*Desequilibrio fiscal y colapso monetario*

A diferencia de los Estados Unidos y la Unión Europea, donde un banco central independiente establece la política monetaria, en la mayoría de los ME las políticas de los bancos centrales son determinadas a menudo por la aritmética –la aritmética que exige que las deudas sean monetizadas, porque ésa es la única manera como pueden pagarse–. Cuando la deuda gubernamental aumenta demasiado rápido, el gobierno no puede pagar el servicio de la deuda con impuestos futuros, y fuerza la monetización. Ése es el problema central de todos los colapsos de tipo de cambio pasados y recientes. Generalmente, la depreciación del tipo de cambio precede a la monetización de la deuda, porque los mercados se adelantan a la inevitable monetización que está por venir.

A veces, el desequilibrio fiscal no aparece en las cuentas gubernamentales. Así ocurrió en los años setenta en Brasil, país que efectuó gastos no incluidos en el balance general para ocultar su desequilibrio fiscal (Brasil mantuvo con frecuencia un superávit fiscal oficial junto con una elevada inflación en los años 1960 y 1970). Los rescates bancarios anticipados (que han costado más del 20 por ciento del PBI en los países de “crisis mellizas” de las últimas dos décadas) son la causa más frecuente del desequilibrio fiscal en las crisis recientes. Sin embargo, Brasil y la Argentina arribaron a sus dificultades fiscales actuales y sus monedas débiles “a la manera antigua”, al no poder controlar los programas de gastos gubernamentales.

En la Argentina, el gasto gubernamental creció considerablemente durante los últimos años de la administración de Menem, a pesar del crescendo en la críticas respecto del aumento desmesurado de la deuda y la visible necesidad de reformar el ignominioso sistema de “coparticipación” que entorpecía la reforma fiscal. Y esa deuda estaba denominada casi en su totalidad en moneda fuerte, pese a la falta de crecimiento adecuado de las exportaciones. En éstos y otros países, el lado fiscal del ciclo de liberalización parece seguir un camino ya conocido: la liberalización y la privatización dan como resultado nuevos ingresos para el gobierno y expectativas entusiastas sobre el crecimiento futuro del PBI, ingresos gubernamentales y exportaciones; la confianza del mercado en la reforma baja el costo del capital externo, tanto para el sector privado como para el sector público; los gobiernos de los ME no pueden resistir incurrir en déficit, pero el desequilibrio fiscal crece y con el tiempo los alcanza.

Al comienzo, la respuesta a este hecho es la negación, con la ayuda de entidades financieras multilaterales (y no sólo en el FMI –Walter Molano, un prominente analista de los mercados de deuda latinoamericanos, calificó a Ricardo Hausman de vendedor principal de la deuda gubernamental argentina de mediados y fines de la década de 1990, cuando Hausman era econo-

mista principal del Banco Interamericano para el Desarrollo, BID—). Después, los “programas” del FMI se magnifican, junto con las alzas repentinas de impuestos anticrecimiento que exige el FMI a cambio de la “estabilidad”. A partir de ese momento, los rendimientos de la deuda crecen y los “analistas” de mercado se vuelven en gran parte gurúes políticos: “¿Este canje de deuda me proporcionará un beneficio a corto plazo? ¿Nos dará el FMI una salida en el futuro no muy lejano, y será el rendimiento actual lo suficientemente alto como para apostar a esa salida?”. Los economistas que se inclinan por la aritmética de largo plazo no son tomados en cuenta. Los departamentos de “investigación” de los bancos de inversión cooperan con la farsa porque no hacerlo significa que no tendrán acceso a millones en ingresos garantizados de las nuevas ofertas de deuda o canjes. Cuando se produce el colapso, el FMI se lamenta de la inestabilidad de los mercados y la irracionalidad de los inversores, excelentes razones, por supuesto, para ampliar el sostén del FMI.

La economía “emergente” —la combinación de privatización, liberalización del comercio, estabilización de precios y desregulación financiera— funcionaría mucho mejor si los Estados no consideraran el optimismo del mercado respecto de sus sectores privados como una oportunidad para elevar repentinamente sus gastos. Imagínense cuánto mejor estarían hoy los pueblos de Brasil y de la Argentina si sus gobiernos no hubiesen podido acceder a préstamos en el mercado internacional de bonos en la década de 1990.

¿En qué estaban pensando los funcionarios del gobierno? ¿No les habría ido mucho mejor a largo plazo, incluso a los políticos interesados o a los burocratas, si hubiesen esperado hasta lograr el crecimiento antes de aumentar los gastos del gobierno? El problema es doble. En primer lugar, los políticos no tienen perspectivas de largo plazo. En última instancia, allí reside el fracaso político de la democracia en los ME. En segundo lugar, los intereses burocráticos locales suelen ser insensibles al cambio aun cuando los políticos traten de reducir los gastos. Esto es particularmente cierto en la Argentina y Brasil, donde se decidía el gasto en el nivel local pero se pagaba en el nivel nacional.

### *Vulnerabilidad de los bancos en los mercados emergentes*

La Argentina fue uno de los reformadores de las regulaciones bancarias más atrevidos y exitosos de los años noventa. A fines de esa década, el sistema bancario había logrado 1) entradas considerables del exterior provenientes de bancos europeos y norteamericanos; 2) privatización considerable de bancos provinciales que generaban pérdidas, y 3) reforma real de la garantía de depósitos, regulaciones sobre capitales, regulaciones sobre liquidez y otras re-



gulaciones y supervisiones prudentes, que dieron como resultado la solvencia bancaria, la estabilidad y la disciplina del mercado privado respecto de tomas de riesgos bancarios. Estas reformas fueron impresionantes, y fueron el resultado de años de trabajo esforzado por parte de Roque Fernández, Pedro Pou y sus equipos en el Banco Central (Calomiris y Powell, 2001).

Pero ese mismo éxito produjo una ganancia extra (bajo la forma de liquidez del sistema bancario y patrimonio neto), que el gobierno no dejó de aprovechar. Domingo Cavallo manifestó en una conferencia en 2001 que el sistema regulatorio de la Argentina era demasiado bueno y que los bancos se veían obligados a mantener demasiada liquidez y capital. Él mismo “resolvió” ese problema por medio de cambios forzados en el personal del Banco Central y en los reglamentos, con el fin de reducir la liquidez de los bancos; y más importante aún, utilizó esos recursos liberados del sistema bancario para cubrir deudas gubernamentales cada vez mayores, comprometiendo la “participación” de los bancos en los nuevos proyectos financieros del gobierno. Por último, en la Argentina descubrimos que cuando los Estados se encuentran en el límite de sus posibilidades, usarán todo el poder a su disposición –incluso su poder de supervisión y regulación del sector financiero– para afrontar sus necesidades de corto plazo, sin tomar en cuenta las consecuencias a largo plazo para el sistema financiero o la economía. Ya era previsible desde abril de 2001 (Calomiris 2001a, 2001b, 2001c) que Cavallo iba a destruir los bancos argentinos, porque se negaba a reconocer la necesidad del default y la reestructuración de la deuda. Su ejemplo fue imitado recientemente por el presidente Chávez de Venezuela, quien alentó las corridas contra los bancos venezolanos para sancionarlos por haberse mostrado reacios a comprar la cantidad de deuda gubernamental que quería que compraran.

### *Los defaults soberanos pueden ser necesarios*

El FMI desempeñó el papel de facilitador de los planes destinados al fracaso de Cavallo en 2001 porque Stanley Fischer creía que el default de la deuda iba a producir necesariamente un colapso del tipo de cambio; de modo que el FMI decidió respaldar el “plan” de Cavallo pese a las probabilidades en contra. Fischer creyó que la devaluación no era una salida para la economía argentina altamente dolarizada, de modo que estaba dispuesto a hacer cualquier cosa para impedirla. Fischer tenía razón en querer evitar la devaluación, pero su resistencia a renegociar la deuda fue un error de razonamiento económico. La mejor oportunidad para la Argentina en 2001 era el default. Si el FMI y el G-7 hubieran apoyado el default, si el default hubiese sido acompañado por reformas creíbles de los gastos gubernamentales y la liberalización del comercio, y si el FMI hubiese ofrecido asistir con liquidez

para sostener el sistema de caja de conversión durante la reestructuración de la deuda, entonces la Argentina habría podido amortizar parcialmente su deuda y evitado el colapso monetario. (Alentar tipos de cambio fijo sostenibles, después de todo, es el mandato original del FMI, ¿no es cierto?) La combinación de reforma creíble del gasto y reducción de la deuda soberana habrían obviado finalmente la necesidad de la devaluación. El retorno probable a la tendencia de la tasa de crecimiento de la productividad laboral anterior a la crisis habría evitado la necesidad del ajuste del tipo de cambio real vía la deflación en el largo plazo.

Una subasta holandesa revertida junto con una cláusula que permita modificar algunas condiciones del bono con una mayoría calificada [*exit consents*] –preferentemente con un mínimo establecido por el FMI en los valores de la deuda, como propusieron Lerrick y Meltzer (2001)– probablemente habría dado como resultado un proceso rápido de reestructuración al minimizar los problemas de *holdout* y evitar las largas discusiones con los comités formales de acreedores.

Este enfoque quizá no era políticamente factible, por supuesto, pero jamás lo sabremos porque nunca fue puesto a prueba. Un programa de “compartir el dolor” para la Argentina a comienzos del 2001, que habría reducido simultáneamente el servicio de la deuda, liberalizado el comercio y reformado y reducido los gastos, tal vez hubiera podido contar con apoyo político interno y externo. Tanto los acreedores extranjeros como los residentes locales habrían salido ganando, seguramente, con este enfoque, y muchos de los acreedores con los que hablé reconocieron la ventaja de reducir rápidamente el total de la deuda a fines de 2000.

Parte de la oposición del FMI a esta propuesta reflejaba, desde luego, la inquietud acerca de la cantidad de asistencia de liquidez que hubiese tenido que otorgar, y el riesgo de pérdida para el organismo. Son preocupaciones legítimas, pero es difícil aceptar que la política alternativa que siguieron –que colocó al FMI y a otros acreedores oficiales en el riesgo de perder más de US\$ 20 mil millones– fue una mejor decisión, incluso desde la estricta perspectiva de riesgo de pérdida del FMI.

### *La importancia de la liberalización del comercio*

Una señal bastante confiable de deterioro de los precios de la deuda en los ME, ejemplificado tanto por la Argentina como por Brasil, es el intento por parte de los funcionarios del Ministerio de Economía o del Banco Central de señalar la baja relación de la deuda con respecto al PBI como indicadores de los bajos riesgos de default. El ministro de Economía sostuvo en 2001 que la Argentina podía pagar sus deudas y que los críticos la habían

puesto en la mira injustamente. Su “prueba” era que con la relación del 50 por ciento más o menos de deuda del gobierno nacional respecto del PBI, la Argentina estaba en el medio del grupo de los deudores de deuda soberana. Es cierto, y también irrelevante, por dos razones. Los mercados ven las tendencias en gastos, que son las que pronostican los niveles futuros de la deuda, y no solamente los niveles actuales. El salto del gasto gubernamental después de 1995 y las dudas del mercado acerca de la factibilidad política de contenerlo (dudas que en este caso fueron confirmadas) eran más relevantes que la relación de la deuda en ese momento.

Por lo demás, un ME cuyos préstamos públicos y privados están mayoritariamente en dólares no sólo debe alcanzar el equilibrio fiscal (crecimiento lento de los déficit gubernamentales en relación con la recaudación de impuestos), sino también debe satisfacer la exigencia externa de que el futuro servicio de deuda en moneda fuerte sea pagado con ingresos netos de exportaciones. Los países no pueden utilizar esquemas Ponzi externos confiando en entradas futuras de capital cada vez mayores para pagar el servicio de deuda preexistente en moneda fuerte: finalmente, las exportaciones tienen que aumentar en relación con las importaciones para pagar esas deudas. La Argentina y Brasil nunca lograron las relaciones exportación-PBI que tendrían que haber alcanzado, y que podrían haber alcanzado si las políticas domésticas no hubiesen restringido la liberalización del comercio y las reformas laborales. En la Argentina, aunque el crecimiento de la exportación hubiese sido más alto, la falta de disciplina con respecto a las finanzas públicas probablemente habría producido el default de todos modos. La lección es, desde luego, que la liberalización del comercio puede contribuir a estabilizar las economías. La dificultad práctica, una vez más, es la falta de perspectivas de largo plazo en la política doméstica. Eso produce aumentos del endeudamiento así como resistencia a suprimir las políticas proteccionistas que impiden el aumento de las exportaciones. El libre comercio puede beneficiar a todos en el largo plazo, pero el corto plazo puede tener costos políticos para los liberalizadores, lo cual desalienta la liberalización del comercio.

### *El contagio es selectivo*

Vale la pena recordar que esta lección, como las cuatro anteriores, no son una novedad. Después de todo, Chile evitó en gran parte las repercusiones de la crisis mexicana de 1994-1995. Y Singapur no se derrumbó durante la crisis asiática de 1997. Pero la falta de uniformidad en los cambios de los rendimientos soberanos tras el colapso argentino y la reducción de los valores de deuda brasileña han dejado bien en claro que el contagio después de la crisis de un país no es el resultado de la histeria masiva, sino más bien de los

cambios fundamentales en mercados que afectan a algunos países más que a otros. El contagio pone al descubierto tres tipos de canales que ligan otras naciones con las naciones en crisis: *vínculos de exportación e importación* (ya sea a través de la competencia entre exportadores, como las repercusiones en Indonesia y Malasia después del derrumbe de Tailandia, o a través de vínculos de mercado de importación, como en el caso de la reacción de Uruguay), *vínculos financieros directos* entre el país en crisis y otros países (que tuvieron alguna importancia para explicar la transmisión de la crisis rusa a Brasil, la crisis argentina a Uruguay, y la crisis asiática a Corea), y *vínculos financieros indirectos de equilibrio general asociados al rebalanceo de la cartera global* (lo que explica gran parte de los problemas experimentados por Brasil y la Argentina tras la crisis mexicana, y de Brasil después de la crisis rusa).

Los vínculos indirectos de rebalanceo de cartera son una forma de lo que a veces se conoce como “restricción pronunciada del crédito” o “restricción pronunciada del capital” cuando se da dentro del sistema bancario nacional. Las instituciones financieras (bancos, fondos de cobertura y otros) dependen de los acreedores para la obtención de sus fondos, y esos acreedores tienen tolerancia limitada respecto del aumento de los riesgos de default. Cuando las instituciones sufren grandes pérdidas en una categoría de activos (por ejemplo, bonos mexicanos), tienen que restablecer el bajo riesgo de default en sus propias deudas por medio de la venta de otros activos de riesgo. Países que emiten deuda de riesgo (como los recientemente liberalizados Argentina y Brasil) son especialmente vulnerables a la liquidación de activos que intentan restaurar la capacidad crediticia de las instituciones financieras en respuesta a pérdidas en otro lado.

La naturaleza selectiva del contagio es importante porque presupone que los países pueden, en su mayoría, controlar sus propios destinos a través del crecimiento y la diversificación del mercado de exportación, y que son capaces de limitar el aumento de la deuda gubernamental durante los primeros estadios de la liberalización. Además, la regulación bancaria doméstica puede desempeñar un papel importante en la reducción de la vulnerabilidad a los shocks, ya sean internos o externos. La disposición de los bancos insolventes coreanos a invertir en títulos indonesios de alto riesgo, por ejemplo, fue en gran parte una consecuencia de la fragilidad de la regulación bancaria de Corea. Y la fragilidad del sistema bancario coreano, cuya insolvencia ya se conocía antes de la crisis asiática, alimentó aún más la fuga de capitales cuando la crisis se extendió a Corea. Desde luego, implementar la lección política clave —la necesidad de reforzar el sistema bancario— es extremadamente difícil por la misma razón que es complicado limitar los gastos del gobierno o asegurar la liberalización comercial continua. La regulación bancaria doméstica débil es un medio conveniente de canalizar subsidios a contribuyentes

ocultos (mediante el sistema bancario de “red de seguridad”) a bancos y deudores que corren riesgos excesivos a expensas del contribuyente. Los pocos favorecidos cuentan con subsidios especiales a través de su acceso a los créditos bancarios o a su participación en la dirección de los bancos. El triángulo de hierro de bancos, gobierno y grandes empresas que controlan el proceso político y la asignación del crédito a través del sistema financiero (un sistema al que se le suele llamar, de modo abreviado, “capitalismo de los amigos”) es la razón de la resistencia a la reforma del sector financiero que limitaría la asunción de riesgos.

En conclusión, las lecciones de las crisis de la Argentina y Brasil no son nuevas, y tampoco hay muchas probabilidades de que las crisis recientes aumenten las posibilidades de que estas lecciones sean aprovechadas en estos u otros países. El problema central, antes y después de las crisis, no ha sido la falta de información disponible de la cual extraer conclusiones políticas útiles, sino más bien la falta de voluntad política doméstica dentro de los ME para implementar políticas que evitasen las crisis financieras. Las instituciones multilaterales (el FMI, el BID y el Banco Mundial), a fin de cuentas, no han desempeñado un papel positivo en la Argentina ni en Brasil, y por cierto la economía política global es parte de la explicación de ese hecho. Aun así, no estaría bien culpar principalmente del fracaso al FMI, al BID o al G-7.

La historia de los últimos mil años demuestra que no hay otro medio para el crecimiento económico sostenido o para una reforma política de largo plazo que el establecimiento de un sistema económico abierto internacional y competitivo (Jones 1988; Landes 1999; Maddison 2001; Calomiris 2001d). El impedimento básico para el progreso en esa dirección ha sido, ahora y siempre, la resistencia a esas reformas por parte de gobernantes de ideas fijas y de los intereses creados que no obtienen ventajas a corto plazo de las mejoras a largo plazo que benefician al ciudadano común. En este sentido, no hay nada nuevo que aprender de las crisis de la Argentina y Brasil.

### *Lo que podemos hacer*

¿Qué podemos hacer en los Estados Unidos, a través de políticas del G-7, el FMI y otros agentes, para alentar las reformas liberalizadoras, el crecimiento y la estabilidad de los países en desarrollo? La política de comercio es la única influencia importante que podemos ejercer. El efecto de liberalizar nuestras propias barreras para las importaciones de los ME sería decididamente la fuente más importante de “ayuda” del G-7 a esos mercados (FMI y World Bank, 2001).

¿Cómo pueden mejorarse las políticas del FMI, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regional? Sigo creyendo que las soluciones sostenidas

por la Comisión Meltzer (IFIAC, 2000), en la cual participé, constituyen la mejor vía de progreso, aunque no configuren un conjunto completo de reformas. En nuestro informe se subrayó la ubicación de cada una de las instituciones multilaterales en áreas separadas de políticas (el FMI, en la asistencia de liquidez, específicamente, y no en rescates; y otras agencias, en la ayuda para fortalecer las instituciones, los bienes públicos globales y aliviar la pobreza), con el fin de proporcionar medios más flexibles y efectivos para canalizar la ayuda (es decir, a través de subvenciones en muchos casos, en vez de préstamos) y establecer medios confiables para obligar a las instituciones multilaterales a rendir cuentas de su performance. El Banco Mundial está actuando en ese sentido, y el FMI ha realizado algunos cambios en sus prácticas de préstamo que son compatibles con nuestras recomendaciones, pero en general las instituciones multilaterales están saliendo del paso a duras penas sin el enfoque apropiado, la responsabilidad ni los mecanismos indispensables para lograr los resultados deseados.

¿Es necesario que el FMI haga uso de su autoridad para cambiar las reglas de las reestructuraciones de deuda soberana y convertirse en facilitador o árbitro de los procesos de quiebra para colaborar en la resolución de las crisis de deuda soberana? Lo positivo es que los diseñadores de políticas en Washington se han dado cuenta finalmente de que la “participación” en las pérdidas por parte de los participantes del sector privado y la reestructuración rápida de la deuda son importantes para restablecer el crecimiento y evitar que los inversores privados tomen riesgos excesivos a la espera de los rescates del FMI (el problema del “riesgo moral” del sobrepréstamo). Pero, habiendo llegado a la conclusión de que el FMI debe evitar el rescate de los deudores insolventes de deuda soberana o la prolongación de la resolución de una deuda insostenible, el FMI ahora se precipita en sacar conclusiones de que un proceso de resolución de deuda formal debe establecerse por estatuto y de que éste tendría que hacerse cargo de las resoluciones de deuda. Ninguna de estas conclusiones está justificada, al menos por ahora. Una política mejor sería reformar la intervención del FMI y verificar si los acreedores del mercado privado y los Estados pueden arreglar sus diferencias sin el Fondo. El enfoque contractual contaría con técnicas e instituciones ya existentes, quizá con algunas modificaciones contractuales en trámite (como la adopción de cláusulas de acción colectiva en bonos), una vez que el FMI haya adoptado un papel más limitado en las crisis de deuda.

A los opositores a la propuesta de quiebra del FMI les preocupan varios problemas posibles. En primer lugar, el FMI está “en conflicto” porque es un acreedor. Es probable que tanto la Argentina como Brasil incumplan los pagos de los préstamos del FMI (los argentinos incluso han declarado que incumplirían, antes de utilizar las reservas que les quedan para pagarle al FMI) y ahora son posibles, aunque no probables, las pérdidas a largo plazo del

Fondo. Algunos acreedores privados consideran esa posibilidad como un avance positivo, porque tal vez limiten sus propias pérdidas. Algunos académicos también consideran favorable la posibilidad, porque sancionaría al FMI y quizá lo desaliente a continuar la promoción de rescates. El FMI, desde luego, considera sus propios préstamos como superiores en categoría a todas las deudas con tenedores privados y con el Club de París (bilaterales de gobierno). No obstante, más allá de los propios puntos de vista sobre estos temas, el FMI ciertamente está en una posición conflictiva y no es la entidad adecuada para intervenir en las decisiones acerca de si los acreedores oficiales deben compartir los costos (y cuánto) de los procesos de reestructuración de la deuda.

En segundo lugar, es probable que el árbitro del proceso de quiebra tenga que imponer su autoridad discrecionalmente, y eso podría producir un nuevo “fútbol” político dentro de una organización altamente politizada (el FMI), a pesar de las declaraciones del FMI de que sólo se ocuparía de cuestiones procesales y no tomaría importantes decisiones discrecionales de arbitraje. Y sería difícil imaginar un árbitro alternativo de quiebra que fuera inmune a la influencia política. Un sistema que favoreciera a algunos países y acreedores en sus procedimientos de quiebra por razones políticas, ¿sería una alternativa conveniente para el sistema actual ya politizado? Es una pregunta difícil de responder, pero tomarla en cuenta lleva sin duda a buscar otras alternativas.

En tercer lugar, el establecimiento de un proceso de quiebra puede agregar costos a los *spreads* de deuda soberana. No es del todo negativo si consideramos (como hago yo) que el exceso de endeudamiento soberano es un problema fundamental que debe ser evitado. Aun así, sería preferible no sumar costos innecesariamente, sino reformar los mercados de deuda soberana eliminando los rescates del FMI, lo que sería un incentivo para que los acreedores adoptaran un punto de vista a largo plazo del riesgo soberano y limitaran la provisión de crédito a los gobiernos de los países emergentes.

En cuarto lugar, hay alternativas a la propuesta de quiebra del FMI que evitan la mayoría o todas sus deficiencias y alcanzan la mayoría o todos sus objetivos (especialmente los importantes objetivos de coordinar la multiplicidad de demandas contra el país y evitar los problemas de comportamientos oportunistas [*holdout*] durante la renegociación). Las alternativas a la quiebra imponen la renegociación entre acreedor y deudor sin la participación de un tercero. Podría mejorarse el enfoque de la alternativa contractual por medio de un uso más amplio de cláusulas de mayorías calificadas, o si no, a través de contratos y procedimientos ya existentes, junto con estrategias innovadoras de renegociación (subastas holandesas revertidas con cláusulas que permitan modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada [*exit consents*]), para superar los problemas de *holdout* y consolidar deudas desiguales.



Excede la intención de este ensayo plantear en detalle los méritos relativos del enfoque contractual, salvo para decir que hay buenos motivos –basados en la lógica, en las pruebas y los precedentes judiciales– para creer que el enfoque contractual puede funcionar, aun sin las cláusulas del voto de mayoría calificada (cfr. en Buchheit y Gulati, 2002, se describe la historia de acuerdos en renegociaciones que sugiere varias opciones). La posibilidad de éxito de este enfoque aumentaría si el FMI otorgara ayuda *bona fide* de liquidez a los soberanos durante las renegociaciones de deuda (a diferencia de los rescates). Lerrick y Meltzer (2001) han formulado un enfoque sencillo, creativo y prometedor para proporcionar esa ayuda de liquidez y han observado que hacerlo no sólo incentivaría los canjes (pues los inversores contarían con mercados líquidos en los cuales comerciar), sino también haría más difícil que los fondos “huérfanos” adquiriesen posiciones de control en emisiones de bonos “huérfanos”. Las simulaciones de este proceso de renegociación con participantes reales de mercado han sido muy alentadoras.

Es posible también que sea conveniente alentar o incluso exigir la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC) en ofertas futuras de deuda soberana. El argumento a favor de la eficiencia de las CAC es que tenerlas a disposición resolvería muchas de las incertidumbres legales planteadas por el uso corriente de cláusulas que permiten modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada [*exit consents*] y otros dispositivos. Por supuesto, defender la eficiencia de una característica contractual no es lo mismo que sostener su obligatoriedad. Si es tan eficiente, ¿por qué tiene que ser forzosa?

El argumento más convincente para exigir a los gobiernos que adopten las CAC es que hacerlo tendría un efecto positivo en el comportamiento del FMI (un argumento presentado con frecuencia por los funcionarios del FMI respecto del SDRM). El FMI evitaría probablemente los rescates contraproducentes si sus burócratas, y los ministros de Finanzas del G-7 que los controlan, pudiesen visualizar una alternativa clara y viable para los rescates en un proceso ordenado de reestructuración. La presencia de las CAC haría más transparente esa alternativa. Desde luego, la posibilidad no agradaría necesariamente a los acreedores o a los deudores soberanos, los que preferirían rescates del FMI a los apuros económicos y políticos que acompañan las reducciones de deuda. Esa preferencia llevaría al mercado a evitar las CAC, precisamente porque serían beneficiosas desde el punto de vista social.

Suponiendo que las CAC agregasen algún costo a las emisiones de deuda (un argumento aún no demostrado), hay argumentos adicionales a favor de la política pública para alentarlas o exigir las.

Primero, si los gobernantes de los ME son miopes (como dije antes), entonces se inclinarán por el crédito barato de hoy en vez de preferir el crédito más barato a largo plazo. Es decir, subvalorarán los beneficios contingentes de las CAC para sus ciudadanos (que bajan los costos de la renegociación),



en especial, si temen que tales cláusulas eleven los rendimientos del mercado (hay bastante preocupación en los gobiernos de México, Brasil y otros de que esto pudiese ocurrir). Aunque las CAC fuesen eficientes, los soberanos miopes podrían no adoptarlas voluntariamente si son caras.

Segundo, en la medida en que las CAC limitarían las externalidades negativas a través de las fronteras (los llamados efectos de contagio), sus beneficios no serían internalizados plenamente por los emisores y los acreedores, lo que también podría llevar a una subutilización de las CAC socialmente convenientes.<sup>1</sup>

Tercero, hay una importante diferencia entre la ayuda potencialmente beneficiosa del FMI en el establecimiento de nuevas normas para la acción colectiva de los acreedores, y las incursiones inapropiadas del FMI en las reestructuraciones, a través de su propuesta de SDRM. En especial, el FMI no debe entrometerse en la creación de estatutos que cambien efectivamente contratos acordados *ex ante* entre deudores y acreedores. Comprendo que la existencia de deudas sin CAC pueda resultar inconveniente durante el período de transición hacia un nuevo conjunto de normas, pero en mi opinión ese inconveniente (aunque produzca uno o dos casos de larga demora en la reestructuración de la deuda) bien vale la preservación de la inviolabilidad básica de los contratos. Y hay mejores maneras de tratar el problema de la transición (por ejemplo, alentar el canje de vieja deuda no CAC por nueva deuda CAC).

Cuarto, debemos reconocer que tenemos poca base empírica para fundamentar la creencia de que el enfoque contractual, aun sin cláusulas de mayorías calificadas, no funcionaría mejor. ¿Estamos seguros de que clases privilegiadas de acreedores con poderes de veto sobre los planes de reestructuración (como propone el FMI en su SDRM) pueden resolver los problemas de comportamiento oportunista [*holdout*] con mayor rapidez que el empleo del poder bruto de los Estados en los canjes de deuda? No creo que puedan hacerlo. Los deudores soberanos tienen mucho más poder para forzar acuerdos de planes de reestructuración que los deudores privados. Algunos ponen la crisis argentina como ejemplo de que la renegociación informal conforme las normas actuales no puede funcionar. Es un argumento curioso porque los argentinos, bajo la tutela del FMI, se resistieron a probar ese enfoque. Lo que hemos aprendido de las diversas crisis pasadas es que aun con el régimen actual de política internacional (que incluye los rescates del FMI y excluye la ayuda *bo-*

1. A pesar de que los participantes soberanos y los de mercado parecen temer que las cláusulas de acción colectiva eleven sustancialmente los costos de los préstamos, esto no es obvio. Bien puede ser que, al reducir los costos de la renegociación, las cláusulas de acción colectiva incluso bajen los costos de los préstamos. Es muy posible, especialmente porque, en mi opinión, la presencia de esas cláusulas casi no tendría efecto sobre la probabilidad de un default soberano.

*na fide* de liquidez del FMI) ha habido algunos éxitos en renegociaciones informales (especialmente, Ecuador).

Quinto, debido a lo poco que sabemos, en realidad, acerca del funcionamiento de las renegociaciones en un mundo sin la promoción de rescates del FMI o sin demoras en cualquiera de los regímenes nuevos propuestos (renegociaciones contractuales sin las CAC, renegociaciones en presencia de las CAC o un proceso formal de quiebra) y dada la irreversibilidad del proceso de quiebra una vez iniciado, parece aconsejable adoptar un enfoque cauto. Esto significa intentar primero el enfoque de renegociación contractual, y tomar en cuenta los cambios de largo alcance y difíciles de revertir (como el proceso de quiebra del FMI) sólo después de que haya quedado ampliamente demostrado que la renegociación contractual en una o más de las líneas sugeridas por Buchheit y Gulati (2002) y Lerrick y Meltzer (2001) realmente no funciona. La prisa por adoptar el SDRM podría impedir las adaptaciones privadas provechosas dentro del enfoque contractual que podrían darse de no ser así. Ésta es esencialmente la posición política tomada por los cuatro Shadow Financial Regulatory Committees de Europa, Japón, América latina y Estados Unidos (2002) en su resolución conjunta del SDRM.

Un enfoque gradual hacia la reforma también tendría la clara ventaja de mostrar modestia por parte del FMI y el G-7 acerca de su capacidad para volver a proyectar el mundo financiero sobre la base de sus teorías, y acertar. Ojalá los burócratas del FMI pudieran enfocar su trabajo con el espíritu de humildad que Friedrich A. Hayek recomendaba:

Lo que debemos aprender es que la civilización tiene vida propia, que todos nuestros esfuerzos por mejorar las cosas deben funcionar dentro de una totalidad de trabajo que no podemos controlar enteramente, y que sólo podemos aspirar a hacer más fácil y a estimular el funcionamiento de sus fuerzas en la medida en que las entendamos. Nuestra actitud debería ser similar a la del médico hacia el organismo vivo (Hayek, 1960: 69-70).

## REFERENCIAS

---

- Buchheit, L. C. y Gulati, G. M. Gulati (2002): "Sovereign Bonds and the Collective Will", documento de trabajo N° 34, Washington, Georgetown University Law Center (marzo).
- Calomiris, C. W. (2001a): "Argentina Can't Pay What It Owes?", en *Wall Street Journal*, 13 de abril.
- (2001b): "How To Resolve the Argentine Sovereign Debt Crisis", documento de trabajo, Washington, American Enterprise Institute (abril).
- (2001c): "The Fastest, Fairest Way Out of the Argentine Debt Crisis", en *Wall Street Journal*, 9 de noviembre.

- (2001d): *A Globalist Manifesto for Public Policy*, estudio 124, Londres, Institute for Economic Affairs (julio).
- Calomiris, C. W. y Powell, A. (2001): “Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Market Discipline? The Case of Argentina. 1992-1999”, en F. S. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't?* 147-96. Chicago: University of Chicago Press.
- Hayek, F. A. (1960): *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press.
- International Financial Institutional Advisory Commission, IFIAC (2000): *Report*, Washington: Government Printing Office (marzo).
- International Monetary Fund y World Bank Staff (2001): *Market Access for Developing Countries' Exports*, Washington: International Monetary Fund (abril).
- Jones, E. L. (1988): *The European Miracle*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Krueger, A. O. (2002): “Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring”, trabajo presentado en el Latin American Meeting of the Econometric Society, San Pablo, Brasil, 26 de julio ([www.imf.org/external/speeches/2002/072602.htm](http://www.imf.org/external/speeches/2002/072602.htm)).
- Landes, D. (1999): *The Wealth and Poverty of Nations*, Nueva York: W. W. Norton.
- Lerrick, A. y Meltzer, A. (2001): “Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption”, en *Quarterly International Economics Report*, Carnegie Mellon Gailliot Center for Public Policy (mayo).
- Maddison, A. (2001): *The World Economy: A Millennial Perspective*, París, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- Shadow Financial Regulatory Committees of Europe, Japan, Latin America and the United States (2002): “Joint Statement on Reforms in the Process of Restructuring International Sovereign Debt”, 7 de octubre (disponible en [www.aei.org](http://www.aei.org)).

## CAPÍTULO 4

### *El hombre de paja argentino: respuesta a los críticos de la caja de conversión*

STEVE H. HANKE\*

*Es evidente, por un lado, que gran parte de los mejores trabajos sobre el Dinero son coyunturales. Fueron provocados por episodios particulares, por experiencias particulares de la época de sus autores.*

Sir John Hicks (1967: 156)

Sin duda, Sir John Hicks estaría de acuerdo en que las experiencias particulares también dan lugar a trabajos errados sobre el Dinero. La reciente crisis de la Argentina es un ejemplo. Ha producido una infinidad de comentarios sobre regímenes alternativos de tipo de cambio. La mayor parte de esos escritos (dirigidos tanto a lectores académicos como al público en general) contienen errores analíticos elementales y objetivos.<sup>1</sup> Los errores más notorios y repetidos son los siguientes:

- La Argentina utilizó una caja de conversión desde el 1° de abril de 1991 hasta el 6 de enero de 2002 que impidió que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) se sirviera de una política monetaria doméstica.
- El valor de cambio uno a uno del peso con el dólar estaba sobrevaluado y volvió poco competitivas las exportaciones argentinas en los mercados mundiales.

\* Steve H. Hanke es profesor de economía aplicada en la Universidad Johns Hopkins y Senior Fellow del Cato Institute. El autor le agradece a Kurt Schuler por sus comentarios y a Matt Sekerke por su colaboración en la investigación.

1. No todos los trabajos sobre la crisis argentina contienen estos errores notorios. Véanse, por ejemplo, Calvo, Izquierdo y Talvi (2002), Powell (2003) y Schuler (2003). Limitaré las citas a los textos más representativos.

- El rígido sistema de caja de conversión y el peso sobrevaluado causaron la crisis argentina. Una reforma en tres partes que consistiría en devaluar el peso, la “pesificación” de la economía y un tipo de cambio flotante, revigorizaría la economía.
- Reemplazar el peso por el dólar estadounidense –la “dolarización”– fue y es una alternativa impracticable.

### *La denominación errónea de caja de conversión*

Para terminar con la hiperinflación, la Argentina inauguró algo similar a un sistema de caja de conversión el 1° de abril de 1991, mediante la modificación de los estatutos del BCRA. Los argentinos llamaron al sistema “convertibilidad”. La convertibilidad mantuvo un tipo de cambio fijo entre el peso y su moneda de anclaje, el dólar estadounidense, en el mercado al contado. Ese anclaje controlaba la inflación: el índice de precios al consumidor a fines de 2001 era más o menos el mismo que en 1994.<sup>2</sup>

El estatuto del BCRA le permitió comportarse más como un banco central que como una caja de conversión en varios aspectos importantes.<sup>3</sup> Una caja de conversión mantiene un mínimo y un máximo de 100 por ciento y 110 por ciento, respectivamente, para la cobertura en divisas de sus pasivos monetarios. Sus activos netos internos son cero o están congelados. Así, una caja de conversión no puede esterilizar las entradas de divisas, compensar las salidas o usar una política monetaria discrecional. El sistema de convertibilidad tenía un piso por debajo de la cobertura de divisas del BCRA, pero no tenía un techo, y los activos netos internos del BCRA no estaban congelados. Por lo tanto, el BCRA podía esterilizar las entradas de divisas y compensar las salidas.

El BCRA utilizó los poderes de banco central de su estatuto con liberalidad. En efecto, durante casi todos los meses de la vigencia del sistema de convertibilidad el BCRA esterilizó o compensó cambios en sus reservas de divisas, y en la mayoría de los meses después de 1994 lo hizo agresivamente. Durante el tiempo de vida del sistema hubo, en promedio, una correlación negativa entre los cambios en activos netos externos e internos en el balance del BCRA, y el 59 por ciento de los cambios en activos extranjeros netos fueron ya sea esterilizados o compensados con cambios en los activos netos

2. Los indicadores económicos y financieros clave para la Argentina de 1989 a 2002 se encuentran en Schuler (2003: cuadro 1).

3. Para una apreciación temprana de las características de banco central del sistema de convertibilidad y los problemas que podrían darse (y que se dieron), véanse Hanke, Jonung y Schuler (1993: 72-76) y Hanke (1991).

internos del BCRA (Hanke 2002a: 210). La compensación fue dramática en 2001. Las divisas cayeron US\$ 12 mil millones en el transcurso del año. Esta declinación fue compensada en un 122 por ciento por medio de aumentos en los activos netos internos del banco.

Las pruebas mencionadas demuestran que, contrariamente a las cavilaciones de la mayoría de los observadores, el BCRA, con la convertibilidad, mantuvo un considerable poder, especialmente después de 1994. En ese período, la posición de los activos netos internos del BCRA era alrededor de seis veces más volátil que la del Banco Central de Chile, que claramente tiene una política monetaria independiente y un tipo de cambio flotante desde 1999.

Durante la convertibilidad, el BCRA retuvo poderes de banco central adicionales, ofreciendo facilidades de prestamista-de-última-instancia, modificando los requisitos de reserva y regulando el sector bancario. Durante el tiempo de vida del sistema, el BCRA emitió 1.588 nuevos reglamentos mediante sus circulares Serie A, una proporción realmente sorprendente de intervención en el sistema bancario.

Los problemas que desencadenó el Banco Central se vieron exacerbados por el zar de la economía, Domingo Cavallo. Sus políticas hicieron que la convertibilidad perdiera la poca similitud que tenía con un sistema de caja de conversión. Con su nombramiento el 20 de marzo de 2001, la prima de riesgo del peso —medida por la diferencia entre las tasas de préstamo interbancario en pesos por 30 días y dólares estadounidenses— saltó 50 puntos básicos y subió a la par que las medidas que afectaban la confianza, y que fueron el sello de su permanencia en el cargo (Hanke, 2002a: 210-212). Los significativos saltos hacia arriba en la prima de riesgo del peso empezaron el 25 de abril de 2001, cuando Cavallo comenzó su ataque a la convertibilidad. Después de obligar a Pedro Pou a renunciar a la presidencia del BCRA, con un pretexto, Cavallo instituyó canjes de deuda forzados (confiscaciones de propiedad), tipos múltiples de cambio, nueva legislación para cambiar el anclaje del peso al dólar por una canasta de euro-dólar, y la prohibición de la convertibilidad interna. La prima de riesgo alto reflejó igualmente los estribillos constantes de Cavallo sobre las bondades de un tipo de cambio flotante. La resultante suba de las tasas de interés puso la dinámica de la deuda de la Argentina por encima del límite, lo que culminó en el default de la deuda soberana el 23 de diciembre de 2001.

El hecho de que la Argentina no tuviera una caja de conversión ortodoxa, con todos los elementos que la definen, no impidió que los críticos, mientras analizaban minuciosamente la crisis, levantaran un dedo acusador hacia los sistemas de caja de conversión. Incluso, algunos llegaron a decir que la Argentina tenía una “caja de conversión” pura (Eichengreen, 2002: 212). Paul Krugman (2001a), en especial, se lamentó: “Debido a que la caja de conversión no permite ninguna flexibilidad en política monetaria, los diseñadores

de políticas no pueden responder, al estilo Greenspan, abriendo las canillas monetarias”.

Si los críticos de la caja de conversión se hubiesen molestado en leer el estatuto del BCRA, en examinar su balance y revisar la cantidad de regulaciones que salían de las lapiceras de los banqueros centrales, habrían llegado a la conclusión de que la ley de convertibilidad no creó una verdadera caja de conversión. En su lugar, lo que realmente tenía la Argentina era un Banco Central con un tipo de cambio fijo y una política monetaria doméstica que se distinguía por la característica única de la convertibilidad de pesos en dólares a solicitud. Y del mismo modo que la mayoría de los bancos centrales que emplean un tipo de cambio fijo, el sistema argentino se mostró vulnerable a los conflictos entre el punto de apoyo fijo (la política de tipo de cambio) y la política monetaria doméstica (Hanke, 1998). Una revisión apropiada del sistema de convertibilidad habría llevado a un observador informado y objetivo a la conclusión de que las reglas del juego incluidas en el estatuto del BCRA eran defectuosas y que los groseros pasos en falso de las autoridades llevaron a la desaparición eventual del sistema.

Vale la pena señalar que, en 1932, F. A. Hayek llegó a la conclusión de que los críticos del patrón oro también atacaron a un hombre de paja:

Mucho se ha hablado de la caída del patrón oro, especialmente en Gran Bretaña, donde, para el asombro de todos los observadores extranjeros, el abandono del patrón oro fue ampliamente recibido como la liberación de un fastidioso impedimento. Sin embargo, apenas puede dudarse de que los nuevos problemas monetarios en casi todo el mundo nada tienen que ver con las tendencias inherentes al patrón oro, sino que, por el contrario, surgen de los intentos continuos y persistentes durante varios años para impedir el funcionamiento del patrón oro cada vez que aparecían tendencias no deseadas por el país en cuestión. Por eso, no fueron de ningún modo los países económicamente fuertes como Estados Unidos y Francia los que volvieron inoperante el patrón oro con sus medidas, como se cree con frecuencia, sino los países en posiciones relativamente débiles, a la cabeza de los cuales estaba Gran Bretaña, la que finalmente pagó con el derrumbe de su patrón oro sus transgresiones a las “reglas del juego”.

El hecho de que los manejos normalmente conservadores del Banco Central se desviaran de un modo relativamente despreocupado de las normas tradicionales de la política monetaria puede atribuirse a la influencia de las nuevas ideas sobre política monetaria, difundidas por la cofradía académica, que alcanzaron gran circulación durante los años de posguerra (Hayek, 1999: 153).

Hayek recalcó que con el clásico patrón oro, como también con la caja de conversión, la oferta monetaria debería variar en una correspondencia de uno a uno con los cambios en las reservas netas de la autoridad monetaria. Así como la esterilización de entradas de divisas o la compensación de salidas

eran un anatema para Hayek, también lo son para los defensores de la caja de conversión.

### *La patraña de la sobrevaluación*

Los críticos de la caja de conversión afirman que la relación de uno a uno con el dólar durante la convertibilidad llevó a la sobrevaluación del peso e hizo poco competitivas las exportaciones argentinas, lo que contribuyó al malestar económico general. Krugman (2000), por ejemplo, declaró: “Los productores argentinos perdieron competitividad de precios en los mercados mundiales”. Martín Feldstein (2002) estuvo de acuerdo: “Debido a que el tipo de cambio fue fijado a un nivel muy alto, la Argentina exportó muy poco e importó demasiado”. Thomas Willett (2002: 52) también concluyó que el peso sobrevaluado y “la incapacidad de los productores de competir dentro y fuera del país” intensificó la recesión argentina.

¿Resisten el análisis estas versiones? Las exportaciones de la Argentina aumentaron cada año –los doce meses– durante la convertibilidad, excepto en 1999, cuando Brasil, su socio comercial más importante, sufrió una crisis monetaria. Incluso durante los primeros once meses de 2001, las exportaciones habían aumentado el 3,2 por ciento con respecto al mismo período de 2000 (Liskey, 2001). La performance de las exportaciones argentinas era relativamente fuerte, y superó el simple 0,9 por ciento de aumento en el comercio mundial. De hecho, el sector de exportación era, en ese momento, uno de los pocos puntos luminosos de la economía argentina. Si el resto de la economía hubiese crecido tan rápidamente como el sector de exportación durante 2000 y 2001, la Argentina no habría experimentado una recesión.

En sus intentos por demostrar la sobrevaluación del peso, algunos observadores afirmaron (basándose en la tarifa de los taxis desde el aeropuerto u otras impresiones casuales) que los precios eran altos en Buenos Aires, y que los precios altos eran la prueba de que el peso estaba sobrevaluado de manera significativa con respecto al dólar. Una encuesta de precios de la Unión de Bancos de Suiza llevada a cabo en 58 de las mayores ciudades del mundo reveló que por una canasta ponderada de 111 bienes y servicios –que incluía tres categorías de alquiler de vivienda– Buenos Aires ocupaba el lugar 22, casi al medio, entre la ciudad más cara, Tokio, y la menos cara, Bombay. La encuesta también reveló que las tarifas de taxi que eran tan caras en Buenos Aires costaban 8 por ciento menos que en Río de Janeiro (Union Bank of Switzerland, 2000: 6, 19).

También hay otros indicadores que contradicen la versión del peso sobrevaluado. Por ejemplo, el Índice Big Mac de *The Economist* indica que el peso, antes de su devaluación, estaba subvaluado en un 2 por ciento. Pese a que el



Índice Big Mac, así como estimaciones más sofisticadas del tipo de cambio de equilibrio deben ser tratadas con escepticismo, un estudio reciente que usa datos de 1993 a 1999 indica que el peso siempre estuvo dentro del 6 por ciento de su llamado tipo de cambio real de equilibrio fundamental (Hristov, 2001).

Para determinar si las afirmaciones sobre la sobrevaluación del peso antes del abandono de la convertibilidad eran justificadas, calculé un tipo de cambio de equilibrio para el peso sobre la base de los movimientos relativos de precios en la Argentina y los Estados Unidos. En primer lugar, volví a centrar los índices de precios al productor de modo que el número índice para abril de 1991 (el comienzo de la convertibilidad) fuera de 100 por cada índice.<sup>4</sup> La relación de los números índice multiplicada por el tipo de cambio del período de base (1, en este caso) da el tipo de cambio de equilibrio para cualquier fecha subsiguiente. Luego resté el tipo de cambio real (1, en todos los casos) de la predicción del tipo de cambio de equilibrio para obtener la desviación hipotética de su tipo de cambio de equilibrio.

Utilicé entonces el mismo método para computar un tipo de cambio de equilibrio sobre la base de los índices de precio al consumidor en ambas economías.<sup>5</sup> Los resultados de los índices de precios al consumidor dan una versión muy diferente de la de los índices de precios al productor. Pero utilizar los índices de precios al consumidor para el cálculo del tipo de cambio de equilibrio es un error analítico serio. Puesto que el arbitraje internacional es responsable de alinear un tipo de cambio con su nivel de paridad de poder de compra, los precios pertinentes que se deben considerar en un cálculo de tipo de cambio de equilibrio son los precios de los bienes comercializables. Los índices de precios al consumidor incluyen varios bienes no comercializables que no están bajo el control del arbitraje, mientras que los bienes comercializables generalmente dan cuenta de la mayor parte de los precios al productor condensada en un índice. Por consiguiente, las predicciones hechas con los índices de precios al productor reflejan de modo más aproximado el tipo de cambio de equilibrio. Los resultados de mis cálculos se detallan en la figura 1. Queda claro que, al utilizar los índices de precios al productor, no se justifica la versión del peso sobrevaluado.

4. El índice de precios al productor argentino fue elaborado por el Ministerio de Economía; el índice de precios al productor de los Estados Unidos fue elaborado por el Departamento de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics) (índice de todos los bienes manufacturados).

5. El índice de precios al consumidor argentino fue elaborado por el Ministerio de Economía; el índice de precios del consumidor de los Estados Unidos fue elaborado por el Departamento de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics) (CPIU, siglas en inglés; todos los consumidores urbanos, todos los ítem).

Figura 1. *Porcentaje de la sobre/subvaluación del peso argentino, durante la convertibilidad*



### *Los devaluacionistas*

Después de difundir las noticias del incendio, la brigada del balde devaluacionista salió a apagar las llamas. Para ellos, la devaluación del peso, la pesificación de la economía y un tipo de cambio flotante evitarían el desastre.

Ricardo Hausmann (2001) tomó la delantera y defendió “primero la desdolarización de la deuda exterior, del sistema financiero y del entorno contractual interno; segundo, un tipo de cambio fijo por objetivos estrictos de inflación”. Michael Mussa (2001) y Paul Krugman (2001b) coincidieron. Y aunque Martín Feldstein (1999) alguna vez señaló que la Argentina se había “mantenido competitiva porque sus productores nacionales habían bajado los costos de los bienes argentinos incrementando la productividad”, ahora decía: “La única manera de evitar estos problemas [de competitividad] es un tipo de cambio flotante determinado por el mercado” (Feldstein, 2002).

Huelga decir que el agua de la brigada del balde no era agua sino nafta. El Presidente Duhalde decidió abandonar el sistema de convertibilidad por decreto el 6 de enero de 2002, “pesificar” la economía y los balances bancarios asimétricamente, y flotar el peso, el 12 de enero de 2002. Es importante destacar que la devaluación de Duhalde fue más que una devaluación ordinaria porque

violó la garantía de cambio de la ley de convertibilidad —la obligación legal del gobierno de redimir un peso por un dólar. A pesar de que los tribunales argentinos dictaminaron después, en septiembre de 2002, que la pesificación de la economía y la devaluación eran ilegales, la confiscación de la propiedad de los poseedores de pesos (es decir, las reservas en dólares del Banco Central de US\$ 17,8 mil millones) ocurrió en enero de 2002 (Hanke, 2003).

La devaluación llevó, en efecto, la cuenta comercial de la Argentina al superávit —encarecer tres veces las importaciones logra eso—. Las exportaciones cayeron, en términos del dólar, el 4,5 por ciento de 2001 a 2002, mientras que las importaciones implosionaron, y se contrajeron el 55,7 por ciento en el mismo período.

Antes de la suspensión de la convertibilidad interna (el corralito) y la pesificación asimétrica de los balances bancarios, el sistema bancario argentino era sólido. La importante propiedad extranjera, las regulaciones que requerían un alto nivel de capital, y la acción expedita para cerrar bancos insolventes hicieron el sistema bancario mucho más fuerte de lo que era cuando sobrevino la crisis del tequila en 1995, convirtiéndolo en uno de los más saludables de América latina (Powell, 2003: 16, n. 24). La administración Duhalde, sin embargo, revirtió todo eso cuando decretó la pesificación asimétrica de los balances bancarios. Conforme los términos de la pesificación, fueron incautadas las reservas en dólares de los bancos y convertidas en pesos al cambio de 1,4 pesos por dólar. Los préstamos bancarios en dólares fueron convertidos en pesos a un peso por dólar por medio de una maniobra populista dirigida a reducir el costo del servicio de la deuda personal del consumidor. Por último, los depósitos bancarios en dólares fueron reconvertidos en pesos al cambio de 1,4 pesos por dólar. Imposibilitados de retirar sus depósitos, los argentinos veían cómo fluctuaban las pérdidas en sus depósitos con cada nuevo decreto y propuesta para rescatar a los bancos y a los depositantes. El impacto de esas medidas en el sector bancario fue inmenso. Las pérdidas imprevistas causadas por las medidas inmediatamente después de su implementación excedieron el capital del sistema bancario consolidado.

La confiscación de la propiedad privada y el colapso del sistema bancario (y la resultante restricción pronunciada del crédito) diezmaron la economía. De hecho, la producción industrial cayó el 10,6 por ciento durante 2002 y la confianza del consumidor alcanzó una baja histórica (su punto más bajo). Y no ha terminado todavía. Con la finalidad de promover su compromiso estratégico con América latina, dejado de lado con frecuencia, la administración de Bush exhortó al FMI a rescatar a la Argentina en enero de 2003. El FMI accedió y refinanció US\$ 6 mil millones de deuda argentina.

Haciendo la vista gorda al robo del gobierno de Duhalde y al colapso total de la economía argentina, que ha arrojado a millones a la pobreza más abyecta, la administración de Bush echó por la borda el principio del derecho de

propiedad –un principio cuya importancia quedó claramente establecido en el Informe Anual del Consejo de Asesores Económicos (*Annual Report of the Council of Economic Advisers*) de 2003. El capítulo 6, “Una agenda en favor del crecimiento para la economía global”, dice: “Las instituciones que protegen los derechos de propiedad son fundamentales para el crecimiento económico” (Council of Economic Advisers, 2003: 237). Además, manifiesta que los países que no hacen cumplir la ley y los contratos privados no podrán calificar para la ayuda bilateral de los Estados Unidos a través de la nueva Cuenta del Desafío del Milenio (*Millenium Challenge Account*) del Presidente.

La economía argentina ha empezado a mostrar signos superficiales de recuperación, pero esos beneficios a corto plazo se han logrado a expensas del crecimiento futuro. Las políticas neopopulistas han promovido el consumo del capital existente. En 2002, la depreciación del capital excedió la inversión en un 6,5 por ciento del PBI, y se espera que este año ocurra lo mismo en un 4,5 por ciento por lo menos. Aunque el consumo de capital pueda producir un alivio temporal, presagia un colapso futuro de enorme alcance.

### *El argumento a favor de la dolarización*

El argumento a favor de la dolarización –la liquidación del Banco Central y el reemplazo del peso por el dólar– hoy es más fuerte que nunca. La dolarización, combinada con la actividad bancaria *off-shore*, podría infundirle a la Argentina la confianza que necesita con desesperación. La Argentina nunca tuvo una moneda estable emitida por el Banco Central (Della Paolera y Taylor, 2001). Desde que se fundó el Banco Central en 1935, el peso se ha devaluado en relación con el dólar por un factor de cerca de 9.000.000.000.000. Es comprensible que los argentinos no confíen en el peso. De hecho, los argentinos siguen dolarizando la economía de modo espontáneo e informal a elevado ritmo. En 2001, los billetes que circularon en la Argentina alcanzaron un total US\$ 28 mil millones y en 2002 el total ascendió a US\$ 35 mil millones. Este incremento de US\$ 7 mil millones excedió el valor en dólares de la base monetaria del nuevo peso emitida en el mismo intervalo. Para eliminar la posibilidad de más travesuras monetarias y restablecer la confianza, habría que liquidar el Banco Central, derogar su poder para emitir moneda y permitirles a los bancos privados argentinos que emitan billetes denominados en dólares (Hanke, 2003).

Sin embargo, los críticos han desechado la dolarización como alternativa viable. Willett (2002: 59) observa que el “debate sobre la dolarización se parecía a una discusión sobre diferentes tipos de cirugía plástica mientras la víctima desfigurada del accidente se desangraba”. Cuando le preguntaron a Anne Krueger del FMI, en una rueda de prensa el 11 de enero de 2002, sobre la opción de la dolarización para la Argentina, respondió: “Bueno, tengo en-

tendido que en este momento [la dolarización] no es factible técnicamente. Así es que no creo que las autoridades la tengan en cuenta; no creo que nosotros la tengamos en cuenta” (Krueger, 2002). El FMI aplastó la posibilidad de dolarización con su fuerza burocrática y convirtió en una farsa su política declarada de fomentar la autonomía local de las políticas económicas.

Sin embargo, los hechos no confirman la posición del FMI. El 10 de enero de 2002, el Banco Central tenía reservas “puras” en divisas por valor de US\$ 14,75 mil millones y 3,93 mil millones de pesos en sobregiros y redescuentos a bancos que fueron totalmente colateralizados por valores comercializados públicamente valuados al valor de mercado. A no ser que el Banco Central esté “cocinando” los libros —o que el FMI sepa algo que nosotros no sabemos—, esas dos categorías de activos habrían sido más que suficientes para cubrir los 17,92 mil millones en pasivos pendientes en pesos, al tipo de cambio de un peso-un dólar, lo cual convierte la dolarización en una opción factible (Hanke, 2002b, 2002c).

### Conclusión

La crisis argentina no se debió al fracaso de una caja de conversión, sino a su ausencia. Los críticos de la caja de conversión atacaron al hombre de paja. Lo que la Argentina necesita es moneda estable y gobierno limitado; se pueden alcanzar esas metas a través de la dolarización y la banca libre, la protección de los derechos de propiedad y la responsabilidad fiscal.

### REFERENCIAS

---

- Calvo, G.; Izquierdo, A. y Talvi, E. (2002): “Sudden Stops, the Real Exchange Rates and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, Inter-American Development Bank, 11 de marzo ([www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-146.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-146.pdf)).
- Council of Economic Advisers (2003): “The Annual Report of the Council of Economic Advisers”, en *Economic Report of the President*, Washington: Government Printing Office.
- Della Paolera, C. y Taylor, A. M. (2001): *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability. 1880-1935*, Chicago, University of Chicago Press y NBER.
- Eichengreen, B. (2002): *Financial Crises and What to Do About Them*, Nueva York, Oxford University Press.
- Feldstein, M. (1999): “A Self-Help Guide for Emerging Markets”, en *Foreign Affairs* 78 (marzo-abril): 93-109.
- (2002): “Argentina’s Fall”, en *Foreign Affairs* 81 (marzo-abril): 8-14.
- Hanke, S. (1991): “Argentina Should Abolish its Central Bank”, en *Wall Street Journal*, 25 de octubre.

- (1998): “How to Establish Monetary Stability in Asia”, en *Cato Journal* 17 (3) (invierno): 295-301.
- (2002a): “On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception”, en *Journal of Policy Reform* 5 (4): 203-222.
- (2002b): “Questions the IMF is Obligated to Answer”, en *Financial Times*, 17 de enero.
- (2002c): “Questions Remain Unanswered”, en *Financial Times*, 6 de febrero.
- (2003): “A Dollarization/Free-Banking Blueprint for Argentina”, en J. Dean, D. Salvatore, y T. Willett (eds.), *The Dollarization Debate*, 387-400, Nueva York, Oxford University Press.
- Hanke, S. H.; Jonung, L. y Schuler, K. (1993): *Russian Currency and Finance*, Londres, Routledge.
- Hausmann, K. (2001): “A Way Out for Argentina”, en *Financial Times*, 30 de octubre: 23.
- Hayek, F. A. ([1932] 1999): “The Fate of the Gold Standard”, en S. Kresge (ed.), *The Collected Works of F. A. Hayek*, vol. 5: *Good Money Part I: The New World*, 153-168, Chicago, University of Chicago Press.
- ([1932] 1984): “Capital Consumption”, en R. McCloughry (ed.), *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, 136-158, Chicago, University of Chicago Press.
- Hicks, J. R. (1967): *Critical Essays in Monetary Theory*, Nueva York, Clarendon Press.
- Hristov, K. (2001): “FEER and Currency Boards: Evidence from the '90s”, trabajo presentado en el Centre for Central Banking Studies (Bank of England) Conference on Exchange Rates, 26 de noviembre, versión revisada (enero de 2003) que puede obtenerse del autor en el Banco de la Nación de Bulgaria.
- Krueger, A. (2002): “Transcript of a Press Briefing (Teleconference) on Argentina”, Washington, International Monetary Fund (11 de enero) ([www.imf.org/external/np/tr/2002/tr/020111.htm](http://www.imf.org/external/np/tr/2002/tr/020111.htm)).
- Krugman, P. (2000): “The Shadow of Debt”, en *New York Times*, 22 de Noviembre: 27.
- (2001a): “A Latin Tragedy”, en *New York Times*, 15 de julio: 15.
- (2001b): “A Cross of Dollars”, en *New York Times*, 7 de noviembre: 23.
- Liskey, T. D. (2001): “Argentina Final Oct. Trade Surplus \$ 605M vs. \$ 587M Prelim.”, Dow Jones News Service newswire, 7 de diciembre.
- Mondino, G. (2003): “The Cost of a Neo-Populist Experiment”, en *Latin Finance*, abril-mayo: 43-44.
- Mussa, M. (2001): “Fantasy in Argentina”, en *Financial Times*, 12 de noviembre: 23.
- Powell, A. (2003): “The Argentine Crisis; Bad Luck. Bad Management. Bad Politics. Bad Advice”, en S. M. Collins y D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2002*, 1-59. Washington, Brookings Institution.
- Schuler, K. (2003): “Argentina’s Economic Crisis: Causes and Cures”, Staff Report. Office of the Vice Chairman. Joint Economic Committee, U. S. Congress ([www.house.gov/jec](http://www.house.gov/jec)).
- Union Bank of Switzerland (2000): “Prices and Earnings Around the Globe: An International Comparison of Purchasing Power”, Zurich, Union Bank of Switzerland.
- Willett, T. (2002): “Crying for Argentina”, en *Milken Institute Review*, segundo trimestre: 50-59.



## PARTE II

### Quiebra internacional: ¿y después qué?





## CAPÍTULO 5

# *Enfoques alternativos para la reestructuración de la deuda soberana*

JACK BOORMAN\*

Existen serios vacíos en los medios disponibles para abordar las crisis de deuda soberana. En casos recientes de default soberano, tanto el país deudor como sus acreedores pagaron un costo muy alto en términos de pérdida de actividad económica y valor de los activos. Algunos creen que este costo es necesario para disciplinar a los deudores de modo que eviten el default. La quiebra debe ser sucia y desordenada, dicen. En opinión de muchos, sin embargo, los costos asumidos dentro de la actual arquitectura financiera internacional son innecesariamente altos, para perjuicio tanto del deudor como de sus acreedores. También en el sector privado algunos señalan el hecho de haber podido llegar a acuerdos con países que han acumulado deudas insostenibles y han incumplido su pago. Consideran haber concluido en Ecuador y confían en que podrán iniciar las conversaciones con la Argentina cuando las autoridades les planteen negociaciones serias. Pero no es suficiente. La pérdidas en las economías ecuatoriana y argentina con los procesos disponibles en ambos casos han sido enormes y, posiblemente, innecesarias. Por lo tanto, no hacer nada no debe ser considerada una opción.

¿Cuáles son, pues, las alternativas apropiadas para enfrentar las crisis de deuda soberana? Fundamentalmente, son tres:

1. Un enfoque estatutario con el propósito de establecer un marco legal universal que facilite las negociaciones y otorgue poder a una mayoría calificada de acreedores para que aprueben un acuerdo de rees-

\* Jack Boorman es asesor especial del director gerente del Fondo Monetario Internacional. Los puntos de vista expresados en este trabajo son del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista del FMI ni los de sus directores. Este artículo es una adaptación del trabajo presentado por el autor en la XX Conferencia Anual Monetaria del Cato Institute, coauspiciada por *The Economist*, 17 de octubre de 2002.

tructuración de la deuda con un país deudor que obligaría a los acreedores minoritarios disconformes. Ésta es la propuesta de mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM) de Anne Krueger, primera subdirectora gerente del FMI. A pesar de estar basado en un estatuto, este enfoque depende de las decisiones de los acreedores y es, en ese sentido, un enfoque orientado hacia el mercado.

2. Una ampliación del tipo de cláusulas de acción colectiva (CAC) que ya están incluidas (principalmente, en la ley británica) en algunas emisiones de bonos soberanos y su incorporación a un ordenamiento más amplio de instrumentos de deuda, que posiblemente incluyan préstamos bancarios. Estas cláusulas nuevas e innovadoras de contingencia describirían, *inter alia* tan precisamente como fuera posible los procedimientos por los cuales los poseedores de un instrumento específico de deuda interactuarían con el Estado deudor y, entre ellos, en caso de requerimiento del Estado de reestructurar esas obligaciones. John Taylor, subsecretario de Asuntos Internacionales de la Tesorería de los Estados Unidos, fue el primero en hacer estas propuestas.
3. Un proceso en dos etapas propuesto por Ed Bartholomew y Ernie Stern, de J. P. Morgan. En la primera etapa, los acreedores canjearían efectivamente la deuda existente por títulos que incluyan cláusulas de acción colectiva, que luego podrían ser usados, en la segunda etapa, para facilitar un acuerdo de reestructuración entre el Estado deudor y esos acreedores.

Se necesita un sistema que produzca una promesa de resolución ordenada de situaciones de deuda insostenible, que pueda ser activado de manera oportuna y que pueda proceder con la debida seguridad de llegar a un acuerdo sin demoras innecesarias, es decir, un proceso que tenga una fase final razonablemente predecible. Limitar el tipo de desorganización y el trastorno de la economía que se ha visto en demasiados casos recientes puede ayudar a preservar considerablemente los valores, tanto para los acreedores como para el país y sus ciudadanos, incluso para los pobres, quienes suelen ser los que más sufren como resultado de las repercusiones económicas de las crisis financieras.

Se han planteado puntos importantes en busca de un sistema que funcione para obtener el resultado deseado. ¿Cómo sabemos cuándo es insostenible la deuda de un país y cuándo se justifica el recurso a un mecanismo de quiebra? ¿Cómo se puede persuadir al gobierno titular, y a sus ministros y funcionarios, de que deben aceptar esa realidad y recurrir a los acreedores en busca de moratorias? ¿Quién decide o vota un acuerdo final? ¿Cómo debe hacerse ese acuerdo obligatorio para los potenciales acreedores oportunistas [*holdout*]? ¿En qué consiste un mecanismo de resolución de litigios? ¿Qué

papel desempeña la comunidad oficial, y el FMI en particular, en todo esto? ¿Y cómo se puede impedir abusar del sistema a los líderes de otros países que puedan estar tentados de solicitar el alivio de la carga de la deuda a través de tales mecanismos cuando ese alivio no está justificado?

La pregunta implícita referida a los criterios sobre la sostenibilidad de la deuda de un país es, en primer término, una cuestión analítica. Pero también es un asunto político, puesto que la capacidad de un Estado de servir la deuda es en parte una cuestión de voluntad y capacidad para implementar políticas que generen los recursos necesarios para pagar esa deuda. La deuda puede pagarse siempre en un sentido abstracto, a través de impuestos adicionales y del desvío de mayor cantidad de producción interna hacia la exportación para generar los ingresos y las divisas necesarias para servir la deuda. Pero hay un umbral político, social y tal vez moral, más allá del cual las políticas para forzar estos resultados se vuelven inaceptables. Dónde se hace obligatorio ese umbral en un país en particular es, en primer lugar, responsabilidad del gobierno. Pero también compete a la comunidad oficial internacional, a través del FMI, decidir si acepta los límites trazados cuando se requiere su ayuda.

Al apoyar un programa de ajuste elaborado por un país, el Fondo está aceptando el marco presupuestario y la balanza de pagos implícitos en el programa y en la capacidad de servicio de la deuda incorporado en él. El Fondo no puede evitar emitir juicios sobre la suficiencia del sistema impositivo dentro del contexto de la situación del país, sobre la capacidad de cubrir ciertas necesidades básicas en la economía, ni sobre la marcha del ajuste proyectado para el sector externo.

Por lo tanto, la sostenibilidad no es sólo una cuestión de análisis financiero o económico, si bien para emitir esos juicios es necesario disponer de las mejores herramientas analíticas. Todas las propuestas para la reestructuración de la deuda dependen de esos juicios más amplios. En última instancia, será la buena disposición de la comunidad internacional, a través del Fondo, para apoyar al país en sus esfuerzos de ajuste —tanto mientras esté negociando con los acreedores como después del acuerdo para proporcionar la ayuda— lo que indicará la aceptación de la decisión del gobierno de dónde trazar los límites. Será la buena disposición del Fondo para comprometer recursos a fin de continuar ayudando al país en el contexto del acuerdo negociado con los acreedores, lo que le indicará a la comunidad oficial la aceptación del acuerdo. Esto es coherente con el papel fundamental que le toca desempeñar al Fondo, según lo previsto por todas las propuestas.

¿Cuáles son, entonces, los elementos de las tres alternativas básicas?

### *El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana*

El SDRM, a través de un tratado universal, proporcionaría el marco legal que haría obligatorias las decisiones de la mayoría calificada de acreedores sobre los acuerdos con un deudor soberano respecto de la reestructuración de la deuda pendiente. Ese acuerdo podría preceder o suceder al default, preferiblemente la primera opción, ya que ésta podría contribuir a minimizar la desorganización y los costos asociados para la economía y la pérdida de valor para los acreedores.

Cinco serían los aspectos fundamentales en el SDRM:

1. El deudor soberano obtendría protección contra la acción legal desorganizadora de los acreedores durante el transcurso de las negociaciones; esto quedaría estipulado por medio del voto de una mayoría calificada de acreedores para aprobar un aplazamiento de los litigios.
2. Los acreedores tendrían ciertas garantías de que el deudor negociará de buena fe y de que obrará con arreglo a políticas –diseñadas en conjunción con la solicitud de ayuda financiera al FMI, lo cual permitirá proteger el valor de los derechos de los acreedores y reducir el trastorno en la economía.
3. Los acreedores podrían acordar dar prioridad a nuevos préstamos privados, y protegerlos contra la reestructuración para facilitar la actividad económica en desarrollo a través del suministro continuo, *inter alia*, de crédito comercial (algo similar al financiamiento de deudores en convocatoria de acreedores).
4. Una mayoría calificada de acreedores podría votar para aceptar nuevos términos en un acuerdo de reestructuración: los acreedores minoritarios no podrían bloquear esos acuerdos ni imponer los términos de los contratos de deuda originales, es decir, quedarían sujetos a la decisión de la mayoría.
5. Se establecería un foro de resolución de litigios para verificar los créditos, asegurar la integridad del proceso de votación y dirimir los litigios que podrían surgir.

Obsérvese que no hay nuevos poderes legales para el FMI. La adopción de decisiones recaería en el deudor y en una mayoría calificada de acreedores o, en caso de litigios, en un foro independiente de resolución de disputas. El papel del Fondo sigue siendo esencialmente el de transmitir su buena disposición para apoyar y proporcionar ayuda financiera para el programa de ajuste del gobierno.

El enfoque estatutario ha recibido amplio apoyo de los miembros del FMI. Las ventajas del enfoque estatutario propuesto en el SDRM incluyen la

inmediatez de su aplicación a todas las deudas soberanas en cuanto su estatuto se haga efectivo, es decir, no habría período de transición como lo habría con el enfoque de las CAC; su aplicación uniforme a toda deuda y a toda jurisdicción, o sea, la agrupación de todos los instrumentos de deuda o de todas las clases de instrumentos sería posible; y la creación de un único foro de resolución de litigios para asegurar la integridad del proceso y para evitar las ambigüedades de lenguaje o interpretación. Se ha propuesto que se establezca el SDRM mediante un tratado internacional, o mejor, a través de una enmienda de los Artículos del Acuerdo del Fondo. Así quedaría garantizada la uniformidad legal en todas las jurisdicciones.

La propuesta plantea numerosas cuestiones específicas. Por ejemplo, a pesar de que se intenta incluir la mayoría de los créditos contra el Estado en un acuerdo de reestructuración, se acepta que sería conveniente definir las clases de acreedores al efecto de la votación, en vez de tratar de agrupar los votos de todos los títulos de deuda. Al mismo tiempo, hay acuerdo en que el número de las clases de tales acreedores debe ser pequeño; que no quedará especificado previamente en un tratado, sino que será determinado en cada caso; y que se requerirá la aprobación de cada clase para completar la reestructuración, es decir, cada clase tendrá derecho a veto sobre el acuerdo final. Este último punto exige encontrar un delicado equilibrio para garantizar que el proceso de clasificación no cree problemas de comportamiento oportunista.

También parece haber acuerdo en que las deudas soberanas regidas por leyes internas y sujetas a la jurisdicción de tribunales internos podrían quedar excluidas del SDRM. Al mismo tiempo, sin embargo, el Estado debe tener en cuenta el proceso de reestructuración total y asegurar el apoyo de la comunidad internacional y de los poseedores de su deuda internacional en todas las reestructuraciones de estas obligaciones internas. Se ha logrado asimismo cierto apoyo para excluir del SDRM demandas oficiales bilaterales y para tratarlas dentro del formato del Club de París, pero siempre dentro del marco de la estrecha colaboración y coordinación con las partes en la reestructuración conforme el SDRM. Esto puede exigir ciertos cambios en las políticas y prácticas del Club de París.

El asunto no es si la deuda interna o las demandas bilaterales oficiales deben quedar incluidas en la reestructuración; en algunos casos deberían estarlo, por cierto. El asunto es, más bien, si se las trata concretamente según el SDRM o, por el contrario, según un proceso coordinado en el que se emplean procesos específicos, y quizá más efectivos, para esas obligaciones. El último sería el enfoque más aceptado, aunque éste, como muchos otros asuntos, requiere mayor discusión.

Hasta ahora casi no se han tomado en consideración las modalidades para el foro de resolución de litigios, pero parece que hay gran diversidad de opiniones sobre el tema, tanto en el sector oficial y la comunidad financiera priva-

da, como en las organizaciones de sociedades civiles y las organizaciones no gubernamentales (ONG). Aunque se aceptan por lo general las ventajas de asegurar la uniformidad en la interpretación legal bajo el SDRM, hay inquietud sobre la compatibilidad con las leyes nacionales y una potencial oposición política. Las ONG y otras instituciones han planteado también cuestiones fundamentales sobre el papel que desempeñan esas entidades. Algunos exigen la presencia de un foro que pudiese actuar como árbitro respecto de la validez política o moral de ciertos derechos y de la sostenibilidad de la deuda del país, dentro un marco de desarrollo de erradicación de la pobreza. Hay consenso en la necesidad de una estricta independencia del foro, tanto en las apariencias como en la realidad. En este sentido, algunos cuestionan si un órgano vinculado al Fondo podría, de hecho, lograr esa independencia.

Quedan muchos más detalles por desarrollar antes de que se pueda plantear una propuesta sólida de SDRM. Además, hay importantes preguntas acerca del impacto de un acuerdo basado en un enfoque estatutario, o en las CAC, sobre el acceso de los países emergentes a los mercados de capital internacionales. Las diferencias de opinión en este punto han dificultado la mayor aceptación del SDRM y del enfoque contractual o de las CAC, incluso entre algunos de los países emergentes. Algunos dicen que cualquiera de los dos enfoques disminuiría el atractivo para invertir en bonos emergentes, lo que empeoraría las condiciones para los deudores. Quizá, pero también podría decirse lo contrario, basándose en las limitadas pruebas disponibles (Eichengreen y Mody, 2000, 2001). Después de todo, la ley de quiebras interna tiene como finalidad que el mercado de deuda interna sea más, y no menos, eficiente. ¿Por qué no habría de ocurrir lo mismo en los mercados internacionales? Dicho esto, podría darse un problema respecto de quién cede primero y podría tomarles un tiempo tanto a los emisores como a los mercados acostumbrarse a un mundo controlado por cualquiera de los dos regímenes.

Por último, ¿cuenta este enfoque con buenas probabilidades de éxito político? Las primeras reacciones, en especial en los Estados Unidos —donde habría una minoría preparada para impedir cualquier enmienda a los artículos del Fondo—, transmiten una actitud negativa. Sin embargo, el tema todavía no ha sido debatido entre todos, falta presentar una propuesta acabada de SDRM, y las posibles deficiencias de las otras propuestas aún no han sido comprendidas cabalmente. El apoyo de la comunidad oficial para seguir elaborando la propuesta es claro. El Comité Internacional Monetario y Financiero (IMFC, según sus siglas en inglés) le pidió al FMI que “siguiera tomando en cuenta los temas y que desarrollara, para su consideración [...] una propuesta concreta para un mecanismo estatutario de reestructuración de deuda soberana a fin de ponerlo a consideración de los miembros”.

Al mismo tiempo, la respuesta de muchos en el sector privado sigue siendo tibia en el mejor de los casos. Como dice la carta del Instituto Internacio-

nal de Finanzas dirigida al canciller Gordon Brown como presidente del IMFC: “El apoyo oficial continuo para el enfoque ‘de doble vía’ que comprende tanto las CAC como el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM) corre un grave riesgo de debilitar los esfuerzos para avanzar en los cambios contractuales. Es nuestro propósito alentar a la comunidad oficial para que concentre sus energías en aprovechar los esfuerzos del sector privado y de los emisores para implementar las CAC, no para frustrar o poner en peligro esos esfuerzos”.

### *Las cláusulas de acción colectiva*

La comunidad oficial, incluyendo el G-7 y el FMI, exige mayores esfuerzos –incluso mientras continúan las discusiones sobre el SDRM– para formular mejor y alentar el uso de las CAC, junto con las cláusulas de contingencia más innovadoras propuestas por Taylor. Las cláusulas más tradicionales, que estipulan potestades de la mayoría y normas para la reestructuración por parte de la mayoría, han sido incluidas desde hace un tiempo en bonos emitidos en algunas jurisdicciones (por ejemplo, en Gran Bretaña). A partir de la sanción del informe G-10/Rey de 1995, la comunidad oficial ha estimulado su uso más amplio, pero sin mucho éxito.

Las cláusulas de contingencia propuestas recientemente son más ambiciosas que las cláusulas tradicionales de acción de la mayoría, e incluirían:

- cláusulas de representación que autorizarían al síndico de un sindicato de tenedores de bonos para actuar como intermediario entre los tenedores de bonos y el deudor en la etapa temprana de una reestructuración;
- cláusulas de iniciación que podrían proporcionar protección temporal contra litigios por una minoría de tenedores de bonos, y
- cláusulas de agregación que agruparían efectivamente las demandas de los acreedores de todas las diferentes emisiones de bonos, para los fines de la votación.

A la vez, se encuentran en proceso de discusión dos puntos relativos a las CAC: uno sobre la formulación y la efectividad potencial de las cláusulas más innovadoras, y otro respecto de cómo alentar la mayor utilización tanto de las cláusulas tradicionales como de las más innovadoras. Aunque se requiere el esfuerzo continuo de todos los involucrados, y el sector privado mantiene firme la promesa de un avance rápido en esta iniciativa, parecería que se ha logrado muy poco progreso en estas dos actividades.

Las iniciativas recientes para fomentar el uso de las CAC se asemejan a un esfuerzo por imitar lo que podría hacerse bajo el SDRM. Con frecuencia



se describe el enfoque de las CAC como “voluntario y basado en el mercado”, pero eso no lo diferencia del SDRM, que también depende de las decisiones que tomen los mismos acreedores privados. (El FMI desempeñaría el mismo papel con cualquiera de los dos enfoques.) La diferencia fundamental entre ambos es que el enfoque de las CAC cuenta con la inclusión de varias cláusulas en instrumentos de bonos individuales (o acuerdos de bonos y préstamos) y, como resultado, dejaría la jurisdicción a los tribunales del país o del Estado bajo cuyas leyes se emitieron los instrumentos de deuda. Desde luego, es cierto también que la deuda actual pendiente de los Estados permanecería intacta hasta que se reemplazaran las obligaciones de vencimiento con nuevas emisiones que contuvieran las CAC.

No hay duda de que la inclusión de esas cláusulas —si fuera posible formularlas de modo que las aceptasen los mercados y emisores de todas las jurisdicciones, y si fuera posible incluirlas uniformemente en todos los instrumentos de nueva deuda— constituiría una mejora significativa respecto de la situación actual. Ampliaría el espectro de títulos que estipularían cómo manejar una reestructuración si fuera necesario, y haría más fácil predecir el proceso. No deja de ser un adelanto, ¿pero es suficiente?

Supongamos que, a partir de mañana, se incorporaran cláusulas aceptadas ampliamente y de largo alcance a todas las nuevas emisiones de deuda soberana. Ésta es una suposición extrema, dada la evidente dificultad en llegar a un acuerdo respecto de la formulación preliminar de estas cláusulas y dadas las opiniones expresadas por muchos acreedores privados y deudores de mercados emergentes sobre la conveniencia de su inclusión en nuevas emisiones. ¿Cómo cambiarían las perspectivas de una reestructuración ordenada en un caso que justificara tal cambio de tratamiento? En una primera instancia, muy poco. Pasarían años antes de que venciera el capital de la deuda o de que éste pudiera reemplazarse con una nueva deuda que incluyera estas cláusulas. Pero si suponemos que es posible resolver este punto —a través, digamos, de un megacanje de instrumentos de deuda actual por nueva deuda que contenga esas cláusulas— o si avanzamos con rapidez hasta el momento en que el plan de vencimiento/proceso de nueva emisión soluciona el problema, ¿qué se puede esperar?

¿Cuánto alivio puede provenir de esta situación? ¿Es posible garantizar la uniformidad del lenguaje en todas las jurisdicciones y en todos los instrumentos? Aun cuando se utilice una formulación uniforme o idéntica —el estándar global del que se habla—, ¿podría garantizarse la uniformidad de la interpretación en todas las jurisdicciones, o la aceptación de juicios e interpretaciones en jurisdicciones líderes?<sup>1</sup> ¿Cómo puede lograrse la agregación,

1. La Argentina tiene 88 bonos pendientes, emitidos en diversas jurisdicciones. Además, ninguna de sus deudas bancarias incluye esas cláusulas.

es decir, si se vota por separado cada instrumento individual de crédito, cómo se reconcilian los diferentes resultados de los instrumentos? ¿Qué constituiría una mayoría en todos los instrumentos y qué o quién determinaría la existencia de esa mayoría? Los participantes del mercado siguen siendo escépticos respecto de la necesidad o la conveniencia de establecer mayorías que contemplen más de una serie de los bonos emitidos. La mayor parte de los que apoyan el SDRM no ven de qué modo la seguridad necesaria para realizar un proceso razonablemente predecible y ordenado de reestructuración pueda garantizarse sin él. No hay respuestas definitivas a estas preguntas. Así pues, aunque el enfoque de las CAC pretenda igualar el enfoque estatutario del SDRM, sólo ocupa el segundo lugar, y a bastante distancia, respecto de la posibilidad de garantizar la universalidad de la cobertura y de la interpretación, las que constituyen el meollo del enfoque SDRM.

También hay cuestiones legales en juego relacionadas con la formulación inicial de algunas de las cláusulas sugeridas recientemente. Para elaborar una cláusula procesal, por ejemplo, habría que conciliar diferentes tradiciones legales. De acuerdo con la legislación del Reino Unido, un síndico tiene el derecho de litigar y se restringen los derechos de los tenedores individuales de bonos (tanto para litigar como según la votación de la mayoría). En los Estados Unidos, sin embargo, aun cuando se utiliza un contrato de fideicomiso (lo cual es raro), cada tenedor de bonos conserva el derecho de iniciar un procedimiento judicial por incumplimiento. De igual modo, según la legislación estadounidense, la mayoría de los bonos contienen un acuerdo de agencia fiscal, pero el agente no tiene derechos para actuar por cuenta propia y deja todo el control a los tenedores individuales de bonos. Puesto que la nueva cláusula le conferiría mucha más autoridad al síndico que la prevista por la legislación vigente del Reino Unido, y superaría ampliamente lo utilizado hasta hoy en cuestiones soberanas internacionales con la legislación estadounidense, no resulta sorprendente que los participantes del mercado se muestren poco entusiastas.

Surgen problemas similares en la formulación de una cláusula de iniciación. La redacción de esas cláusulas sigue siendo vaga, en particular respecto de las condiciones bajo las cuales un Estado podría iniciar el procedimiento de reestructuración y una moratoria paralela.<sup>2</sup> Es difícil plantearse la solución a este punto, ya sea según el enfoque SDRM o el enfoque de las CAC, sin que el Fondo asuma un papel importante.

Así pues, parecería que queda mucho camino por recorrer antes de poder formular cláusulas efectivas, incluso para lograr las metas más limitadas de sus partidarios. De igual modo, no han tenido mucho éxito, hasta la fecha,

2. Sin embargo, esto también, es un problema en la propuesta del SDRM.

los esfuerzos dirigidos a elaborar mecanismos efectivos para alentar a los deudores a que incluyan esas cláusulas en sus deudas. Según algunos, “predicar con el ejemplo” por parte de los países industriales más importantes a través de la inclusión de las CAC tradicionales en su propia deuda, no ha obtenido ningún resultado positivo en los emisores de los mercados emergentes. (Hasta ahora, en el G-7, Gran Bretaña y Canadá han incluido estas cláusulas, y los miembros de la UE han acordado hacerlo en nuevos bonos emitidos en jurisdicciones extranjeras). La posibilidad de fomentar la inclusión de esas cláusulas a través de un requisito regulador o un requisito para ingresar un instrumento en un mercado, o para su inscripción en la Bolsa, ha tenido una recepción dispar, incluso una reacción negativa de la Comisión de la Bolsa (*Securities and Exchange Commission*) de los Estados Unidos, el mercado emisor más grande. También han obtenido resultados limitados los intentos por alentar su inclusión por medio de la política del FMI. Aunque todos están de acuerdo en que se debería recomendar esta práctica con la supervisión del Fondo, no es seguro que esto por sí solo tenga un mayor impacto. Otras propuestas, tales como incluir estas cláusulas como precondition para el uso de los recursos financieros del Fondo o alentar su utilización imponiendo menores cargos para los miembros que acepten las cláusulas, tropezaron con problemas operativos y legales importantes.

No es, pues, sorprendente que este esfuerzo haya producido pocas propuestas concretas. La resistencia a las CAC ha sido un tema insistente desde que el Informe Rey de 1995 pidió incluirlas en todas las emisiones de bonos—incluso en el caso de las cláusulas tradicionales más modestas—. Los esfuerzos recientes del G-10 para trabajar con los participantes privados a fin de “desarrollar medidas que faciliten la reestructuración ordenada de bonos soberanos, regida por las leyes de las jurisdicciones mayores”, aparentemente tuvieron resultados diversos. A pesar de que los ministros del G-10 le dieron un buen recibimiento al informe del Grupo de Trabajo sobre este punto,<sup>3</sup> aún no queda claro si las propuestas para las medidas de acción colectiva que resultaron de tal esfuerzo, por modestas que sean, son aceptables para el sector privado. El mismo Grupo de Trabajo no ha apoyado las medidas más ambiciosas sugeridas originalmente por el subsecretario Taylor; las asociaciones del sector privado no han aceptado varios aspectos de las cláusulas del G-10.

3. Comunicado de los ministros y gobernadores del Grupo de los Diez, 27 de septiembre de 2002.

### *El enfoque en dos etapas*

La propuesta en dos etapas de Ed Bartholomew y Ernie Stern, de J. P. Morgan, contiene un giro atractivo en el enfoque de las CAC. De acuerdo con esta propuesta, cuando un país con una deuda insostenible aborde a sus acreedores, primero intentaría canjear toda la deuda por instrumentos de deuda provisorios [*Interim Debt Claims* o *IDC*] que contengan las CAC. El deudor presentaría varios incentivos, incluso efectivo pagado por adelantado, para persuadir a los acreedores de aceptar el canje. Los nuevos instrumentos serían aún más atractivos al estructurarlos para volverlos altamente líquidos con el fin de permitir la salida de los acreedores que así lo quisieran. También podría usarse una amenaza, en la forma de cláusulas que permitan modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada (como el utilizado en Ecuador en 1999), para convencer a los acreedores recalcitrantes de que sus derechos quedarían significativamente reducidos si se quedaran con los instrumentos originales.

Las cláusulas incluidas en los nuevos instrumentos describirían los reglamentos para la representación del acreedor y para la acción de la mayoría. Una vez realizada la conversión de la deuda original, se emplearían las reglamentaciones de los IDC para facilitar un acuerdo de reestructuración entre el deudor y sus acreedores.

Este enfoque se hace cargo con astucia de algunos de los problemas del enfoque de las CAC, en especial, del problema del capital de la deuda. Además, tiene el encanto de prescindir de nueva legislación mientras logra la agrupación, y presuntamente se ocupa del problema potencial de las múltiples jurisdicciones y del riesgo de interpretaciones encontradas al emitir los IDC bajo una única jurisdicción.

Pero las preguntas básicas quedan pendientes. ¿Estarán dispuestos los tenedores de bonos (u otros poseedores de demandas) a aceptar los IDC? ¿De dónde obtendrá el país en crisis (o al borde de la crisis) los recursos para el aliciente del efectivo por adelantado? ¿Qué CAC se usarían y estarían a la altura de las tareas en las reestructuraciones de la segunda etapa? ¿Quedarían, de hecho, legalmente desprovistos de poder los acreedores minoritarios/opportunistas [*holdout*], en especial si lograran acumular posiciones concentradas en un instrumento particular, volviendo ineficaces las cláusulas que permitan modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada. ¿Estarían las mayorías calificadas sujetas a cuestionamientos? Y todo esto ¿podría hacerse de un modo expeditivo como para impedir el trastorno y la desorganización de la economía, lo que es un objetivo importante de este ejercicio?

No todas estas preguntas carecen de respuestas. Pero sólo puede demostrarse la viabilidad de la propuesta en un caso real. Como probablemente tanto el SDRM como la inclusión de las novedosas CAC requieran un cierto

tiempo, puede ser que se presente algún caso en el que pueda tomarse en cuenta el enfoque de dos etapas.

### *Conclusión*

La dilatada y a veces frustrante discusión sobre la necesidad de involucrar al sector privado en la resolución de las crisis financieras que periódicamente enfrentan los países, se ha visto vigorizada y ha adquirido condiciones operacionales más constructivas a través de las propuestas de crear un SDRM o de expandir el uso de las CAC. A la vez, es importante recordar el papel limitado, aunque crítico, que se intenta otorgar a cualquiera de estos enfoques. Representan sólo un elemento dentro de una amplia serie de instrumentos que se están desarrollando tanto para prevenir las crisis como para manejar mejor las que inevitablemente se producirán.

Queda por resolver aún la situación de los países en crisis que necesitarán apoyo temporal para salir de una crisis de liquidez auténtica, en especial en los lugares donde la crisis tiene su origen en las condiciones del mercado y no en la política doméstica. En tales casos, puede ser apropiado el apoyo financiero oficial, a veces bastante cuantioso comparado con los límites históricos de acceso a los recursos del Fondo. También será necesario seguir buscando maneras de asegurar algún tipo de compromiso por parte de los acreedores privados en los casos en que un retorno espontáneo al acceso al mercado no sea razonablemente factible en el marco del tiempo previsto en un programa apropiado de ajuste de políticas. Esos casos pueden requerir dispositivos más o menos formales para procurar el mantenimiento de la participación, especialmente de los acreedores de corto plazo, o para detener la fuga de capitales.

El debate sobre los méritos relativos del SDRM comparado con el uso amplio de las CAC ha sido de gran ayuda para definir mejor los puntos que hay que abordar para elaborar con éxito ya sea un sistema estatutario o un sistema basado en contratos. Sin embargo, a diferencia del enfoque contractual, el SDRM provee un régimen universal y uniforme que puede agrupar demandas en todas las jurisdicciones y que cuenta con un mecanismo permanente capaz de activarse tanto para garantizar la integridad del proceso como la resolución de los litigios. Tal vez sea posible convencer, por medio de más discusiones y debate, a los que apoyan las ambiciosas CAC o los enfoques propuestos por Bartholomew y Stern de que el SDRM, aunque se inicia con una premisa similar, proporciona una solución más sólida. Parecería difícil apoyar con vigor las ambiciosas CAC, con el reconocimiento implícito de que la acción colectiva es un punto en cuestión, y oponerse fuertemente, a la vez, a la versión más reciente del SDRM.

Al mismo tiempo, favorecer sólo las CAC tradicionales, así como las cláusulas de acción mayoritaria y las que obligan a la minoría, que parece ser la tentación en algunas esferas del sector privado, puede convertirse en una receta para repetir la experiencia decepcionante desde que el Informe Rey de 1995 pidió incluirlas.

Pero se necesita trabajar mucho todavía para poder desarrollar el proyecto y apreciar la creación de un SDRM. Existe, desde luego, la necesidad de asegurar el apoyo político para este mecanismo. Queda también por examinar un buen número de puntos técnicos e institucionales. Aún no se ha elaborado un proceso más creíble y explícito a fin de ubicar una moratoria en las etapas tempranas de una petición para activar el SDRM, o el papel asociado del Fondo. Tampoco un dispositivo efectivo y oportuno para considerar los derechos de antigüedad [*seniority*] respecto del nuevo crédito. Asimismo, es necesario trabajar más para definir los criterios que servirán para establecer las clases de acreedores de forma equilibrada y asegurar la coordinación entre las mismas clases, así como entre las clases de acreedores que puedan quedar excluidas del SDRM. También es necesario dedicarle mayor reflexión al foro de resolución de litigios y a la necesidad de asegurar su independencia.

Asimismo, hay puntos más amplios que van más allá del SDRM. Por ejemplo, cómo tratar la desorganización sistémica del sector privado corporativo en una crisis económica. En casos recientes los procesos de quiebra interna se han visto agravados por los colapsos de los sectores corporativos ante las devaluaciones agudas de los tipos de cambio, los aumentos de las tasas de interés y la caída autoagravante de la actividad interna. A pesar de la necesidad de aprender de las lecciones que nos han dejado los recientes colapsos y de encontrar mejores maneras de enfrentar esas situaciones, el SDRM, al facilitar la acción temprana, puede ayudar a prevenir el severo trastorno que finalmente debilita al sector corporativo.

Ésta es una agenda abultada, pero hasta la fecha el debate constructivo sobre los diversos enfoques presentados para tratar la insolvencia soberana abraza la esperanza de encontrar medios para afrontar este aspecto crítico de la arquitectura financiera internacional.

## REFERENCIAS

---

- Eichengreen, B. y Mody, A. (2000): "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs: An Update and Additional Results", World Bank Policy Research Working Paper, N° 2363 (mayo).
- (2001): "Bail-ins, Bailouts and Borrowing Costs", en IMF Staff Papers 47: 155-188.



## CAPÍTULO 6

# *La barrera contra la ley de quiebras soberanas*

JEFFREY D. SACHS\*

La ley de quiebras es un aspecto necesario de la economía moderna, y los principios para la quiebra son pertinentes sea o no el deudor un Estado. El punto esencial es que los mercados no pueden manejar situaciones de enormes apuros financieros o renegociaciones de deuda entre deudores y acreedores de un modo eficiente sin un marco legal sólido. De hecho, el mismo Adam Smith fue un defensor de la aplicación de los procesos de quiebras a los deudores soberanos insolventes, y planteaba que cuando la situación lo justificaba, la quiebra era una alternativa sensata a los modos caóticos como se manejaba la insolvencia soberana.<sup>1</sup> Así, el hecho de que la comunidad financiera privada siga oponiéndose a la ley de quiebras soberana es poco convincente, en especial porque un gran número de países ha atravesado por una renegociación financiera en algún momento de su historia.

### *Alivio de la carga de la deuda para promover el crecimiento y la democracia*

Cuando cayó el Muro de Berlín y yo asesoraba al gobierno polaco en el manejo de la deuda que había heredado de la Unión Soviética, sabía que te-

\* Jeffrey D. Sachs es director del The Earth Institute de la Universidad de Columbia. Este artículo es una adaptación del trabajo presentado en la XX Conferencia Monetaria Anual del Cato Institute, coauspiciada por *The Economist*, 17 de octubre de 2002.

1. En el libro V, capítulo III de *La riqueza de las naciones* de A. Smith ([1776] 1937: 883) dice: “Cuando se hace necesario para un Estado declararse en quiebra, del mismo modo que se vuelve necesario para un individuo, una quiebra justa, abierta y declarada es siempre la medida menos deshonrosa para el deudor así como la menos perjudicial para el acreedor”.



níamos que lograr cancelar la deuda para que la Polonia libre poscomunista tuviese una oportunidad de reanudar el crecimiento económico, recuperar la estabilidad social y desarrollar su democracia. Al principio, el gran opositor fue Alemania, de modo que me dirigí entonces a la Biblioteca del Congreso y saqué el Acuerdo de Deuda de Londres, de 1953, que le otorgaba a Alemania una reducción sustancial de sus deudas de preguerra y posguerra para que el nuevo gobierno alemán pudiera volver a funcionar y consolidar la democracia. Le entregué al ministro de Finanzas polaco, Leszek Balcerowicz, una copia del Acuerdo para su reunión con el canciller Kohl. Al comienzo, el canciller rechazó la idea de un perdón de la deuda, pero cuando Balcerowicz le dio el Acuerdo, lo miró y dijo: “¡Bueno, realmente vamos a tener que hacer algo al respecto!”. Alemania se convirtió entonces en un defensor de la cancelación de la deuda polaca, y el resto es historia.

Aunque ha habido innumerables casos en que se tuvieron que emplear finalmente principios similares a los de la quiebra, nunca hubo un sistema apropiado para tratarlos. El manejo de la insolvencia soberana es en gran parte político: de quién se es el pupilo favorito o protegido geopolítico, o quizá de quién se es el enemigo. Los países de especial interés geopolítico o militar obtienen un tratamiento preferencial de los Estados Unidos, como Indonesia en 1969. Polonia, el bastión de la OTAN y de Europa Oriental, obtuvo la cancelación de su deuda. Obviamente, fue la política, la política exterior y el interés de los gobiernos más importantes lo que impulsó estas cancelaciones de deuda. Pero otros países que necesitan ayuda, como Tanzania, Ghana, Malawi u otros en graves apuros, tienen que esperar con frecuencia veinte años o más antes de recibir el tipo de tratamiento que un país más influyente recibe de inmediato. Es demasiado tarde para recusar el concepto básico de la cancelación de la deuda para Estados insolventes puesto que muchos países se han beneficiado con esta posibilidad en uno u otro momento a través de su historia, y es demasiado tarde para decir que el no sistema actual es justo, eficaz o lógico, en lugar de ser fundamentalmente político.

### *Los beneficios sociales de la ley de quiebras*

La ley de quiebras existe porque las acciones descentralizadas de los acreedores no pueden llevar a cabo las dos cosas que la ley de quiebras está capacitada para hacer: afrontar problemas de acción colectiva (que surgen cuando múltiples acreedores se enfrentan con un deudor insolvente) y diversificar los riesgos en un mundo de contratos financieros imperfectos. En otros escritos (por ejemplo, Sachs 1995), he puesto un fuerte énfasis en los problemas de acción colectiva en todas las etapas de una renegociación de deuda de multiacreedores (evitar una carrera de acciones inhibitorias de los

acreedores al comienzo de la insolvencia, permitir el financiamiento del deudor en convocatoria de acreedores durante la renegociación de la deuda, y evitar los *holdouts* estratégicos en el marco de un acuerdo final). Pero es igualmente importante destacar también el rol de la diversificación del riesgo, que es muy diferente del problema de la acción colectiva, y en verdad puede surgir si sólo hay un único acreedor. La liquidación de la deuda bajo quiebra es una forma de distribuir el riesgo, puesto que es una manera de liberar a los deudores de los estados de necesidad más extremos y atroces, sin que importe básicamente cómo llegaron hasta allí. Antes de que existiese la ley de quiebras, toda la propiedad e incluso la soberanía del insolvente era confiscada. Los individuos insolventes pasaban a ocupar, literalmente, posiciones de esclavitud o de servilismo con respecto a sus acreedores para maximizar los pagos del deudor al acreedor. Hoy en día, el estándar ya no es la maximización de los pagos, porque el interés de preservar la soberanía del deudor se considera de capital importancia.

Nos hemos dado cuenta de que, desde un punto de vista *ex ante*, resulta más eficaz (más allá de la simple cuestión moral) proteger la libertad de un deudor individual (o, en los Estados Unidos, de un municipio) que correr el riesgo de que el deudor pueda perder su soberanía en caso de que no pueda saldar las deudas. Desde el punto de vista de la utilidad esperada *ex ante*, no tiene sentido permitir que un individuo corra el riesgo de perder su libertad como resultado de su insolvencia, o de que un gobierno sobrecargado de deudas se vea incapacitado para ejercer su función. Por lo tanto, desde el principio, un contrato de crédito debe contemplar la posibilidad de la cancelación o anulación de la deuda. En un mundo de contratos completos, un contrato de crédito debería explicar en detalle las condiciones de cancelación efectiva de la deuda. En la práctica, la ley de quiebras contempla este punto al exponer los principios legales para la liquidación de la deuda tanto de individuos (capítulos 7 y 13 en el Código de Quiebras de los Estados Unidos) como de los deudores soberanos (sobre los municipios, ver el capítulo 9 en el código legal de los Estados Unidos).

El capítulo de los municipios del Código de Quiebras de los Estados Unidos, el capítulo 9, dice que las ciudades en quiebra no están obligadas a vender todas sus posesiones, no están obligadas a liquidar sus activos, ni están obligadas a subir los impuestos ante la exigencia de los acreedores de pagar el máximo posible. De hecho, el tribunal no puede interferir con el ejercicio de los poderes políticos y gubernamentales del municipio. No hay expectativas de que se maximicen los reembolsos, sino más bien de que el plan de reestructuración de la deuda del municipio (y liquidación de la deuda) signifique un esfuerzo razonable por parte del deudor. La meta es preservar el funcionamiento y la autonomía del municipio debido a los servicios públicos vitales que éste presta.

### *Los altos costos de no adoptar una ley de quiebras soberana*

Hoy en día no hay un mecanismo activo para resolver las crisis de deuda soberana a tiempo. Cuando los países sufren extrema necesidad, quedan rezagados año tras año y se les pide liquidar (“privatizar”) la mayor cantidad posible de activos, sin tomar en cuenta lo terrible que pueda llegar a ser su colapso. En los países más pobres, el costo del servicio de la deuda es literalmente la muerte, porque el servicio de la deuda implica la clausura de los servicios de salud y la imposibilidad de cubrir las necesidades básicas de la gente.<sup>2</sup> Alrededor de ocho millones de personas mueren anualmente a consecuencia de enfermedades contagiosas que podrían prevenirse y ser atendidas en estos países pobres, según los datos aportados por la Comisión de Macroeconomía y Salud de la Organización Mundial de la Salud. Las secuelas de la deuda excesiva no son, por cierto, la única o siquiera la causa principal de este desastre de la salud pública, pero son sin duda un factor que contribuye a ello. Y se sigue cobrando la deuda de estos países, al precio del sufrimiento masivo, porque el proceso ya existente de manejo de la deuda no incluye medios efectivos para compartir los riesgos en casos de crisis de deuda soberana.

### *La oposición del acreedor*

La comunidad mundial requiere un proceso de quiebra soberana; necesitamos la distribución del riesgo, así como mecanismos de acción colectiva para afrontar las crisis de deuda soberana. ¿Por qué no ha ocurrido esto? Porque en cualquier fecha de inicio de este sistema, los acreedores probablemente sufran una pérdida de capital. No creo que sea una gran pérdida, pero sería una pérdida de todos modos. Esto es lo que preocupa al sector privado, y su preocupación tiene sentido desde su punto de vista. Lo cierto es que ya existe un enfoque mucho más eficiente, sin duda, para manejar la deuda soberana, pero también es cierto que llegar a ese punto probablemente signifique la pérdida de capital para algunos acreedores ya existentes. Los nuevos acreedores tendrían la oportunidad de incluir un nuevo patrón de riesgos de default en la determinación de los precios de los activos; pero los acreedores ya existentes sufrirían pérdidas en algunos de sus préstamos en el afán de liberar a los deudores soberanos insolventes de su aflicción extrema.

Es posible idear, desde luego, diversos mecanismos de transición y planes de compensación para vencer la resistencia actual, pero implementar es-

2. Para una discusión de la crisis de deuda de los países más pobres, véase Sachs (2002).

tas salidas sería muy difícil y complejo. Los intereses creados de los acreedores, no los méritos a largo plazo y la lógica de la reforma en sí, nos impiden tratar con inteligencia a los deudores soberanos insolventes, y con mayor urgencia a los más pobres de esos países.

## REFERENCIAS

---

- Smith, A. ([1776] 1937): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, editado por E. Cannan, Nueva York, The Modern Library (Random House).
- Sachs, J. D. (1995): "Do We Need an International Lender of Last Resource?", Ponencia Frank D. Graham, Princeton University, 20 de abril.
- (2002): "Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries", en *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 257-286.



## CAPÍTULO 7

# *Mejorar la reestructuración de la deuda soberana*

RANDALL S. KROZNER\*

Desde comienzos de la década de 1980, la estructura de las finanzas de los mercados emergentes ha cambiado de modo significativo. La mayor integración de los mercados de capital y una tendencia hacia el mayor uso de préstamos directos a través de bonos han llevado hacia un uso relativamente menor de financiamiento indirecto mediante préstamos de bancos sindicados. Estos cambios han producido beneficios para los inversores gracias a las oportunidades de diversificación del riesgo y para los deudores soberanos de mercados emergentes gracias al incremento de la base de inversores.

Una base de inversores ampliada en financiación con bonos, sin embargo, plantea problemas de coordinación y acción colectiva en caso de default y reestructuración por parte de un deudor soberano. Ahora bien, son tres las partes que intervienen en la determinación de la “reducción de la deuda” requerida para producir solvencia: el deudor, los acreedores y el contribuyente impositivo global a través de las instituciones financieras internacionales (IFI).

Las complejas relaciones entre los deudores, los acreedores y el contribuyente impositivo global han hecho de los procesos de reestructuración un ejercicio costoso y largo, especialmente por la posibilidad de *holdouts*. Tanto el soberano como sus acreedores cuentan con incentivos para evitar la reestructuración con la esperanza de obtener la ayuda financiera del contribuyente impositivo global. Los soberanos tal vez no tomen las medidas políticamente dolorosas relacionadas con la reestructuración cuando siempre hay esperanzas de que llegue la ayuda oficial. Los acreedores quizá no acep-

\* Randall S. Kroszner es profesor de Economía en la Escuela Empresarial de Posgrado de la Universidad de Chicago. Este artículo fue preparado cuando era miembro del Consejo de Asesores de Economía y presentado en la XX Conferencia Monetaria Anual del Cato Institute, coauspiciada por *The Economist*, el 17 de octubre de 2002. Una versión de este trabajo fue publicada en el *American Economic Review*, de mayo de 2003.

ten la reducción del valor de sus bonos, también con la esperanza de que llegue la ayuda oficial. Los costos de las reestructuraciones postergadas y desordenadas son reales y sustanciales. Las demoras en la reestructuración pueden agotar los recursos de un país e incrementar los costos finales para el restablecimiento de la sostenibilidad financiera. Los acreedores también soportan la carga, porque las pérdidas asociadas a la reestructuración se reflejan en los valores de los bonos.

### *Propuestas para mejorar la reestructuración de la deuda soberana*

Estas observaciones sobre los costos de la reestructuración de la deuda soberana no son nuevas. Se han hecho muchos estudios y se han presentado muchas propuestas, incluso el Informe Rey del G-10 de 1996, y también varias sugerencias por parte del Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y por los académicos, entre ellos, Jeffrey Sachs de la Universidad de Columbia y Adam Lerrick y Allan Meltzer de la Universidad Carnegie Mellon. El Fondo Monetario Internacional y el Tesoro de los Estados Unidos han presentado otras propuestas para encarar el problema de la reestructuración de la deuda soberana.<sup>1</sup> Anne Krueger, primera subdirectora gerente del FMI, propuso el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM) para reformar los Artículos del Acuerdo del FMI con el fin de imponer suspensiones y aplazamientos en las acciones legales de los acreedores. Y John Taylor, el subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales, expuso la posición del Tesoro, más centrada en la reforma de los contratos financieros.

Las propuestas del FMI y del Tesoro contemplan el problema de la coordinación entre soberanos y sus acreedores bajo una luz diferente y, por lo tanto, ofrecen soluciones diferentes. La propuesta del SDRM considera los desafíos legales de los acreedores oportunistas el obstáculo principal para la reestructuración soberana. Desde esta perspectiva, se vuelve necesario proteger al soberano de las conductas oportunistas de los acreedores para lograr el proceso de reestructuración bajo la propuesta del SDRM; esta protección sería proporcionada por una enmienda de los artículos del FMI que permitiría una moratoria sancionada mientras se lleva a cabo la propuesta de reestructuración.

La propuesta del Tesoro promueve una solución voluntaria o basada en el mercado que exige una mayor utilización de las cláusulas de acción colectiva y de representación para formalizar *ex ante* la interacción entre el soberano y sus acreedores en caso de una reestructuración. Para ampliar el uso de

1. Para el resumen de las propuestas, véase Bingham (2002).

este enfoque, la propuesta contempla promesas combinadas con amenazas financieras que el sector oficial podría esgrimir para alentar la adopción de estas cláusulas en nuevos contratos que también podrían reemplazar los contratos ya existentes.

En la víspera de las reuniones entre el Banco Mundial y el FMI, los ministros de Finanzas del G-7 y los presidentes del Banco Central describieron el progreso de su plan de acción de abril sobre la prevención y la resolución de las crisis:

Seguimos trabajando con el FMI con el propósito de mejorar nuestras herramientas para la prevención de las crisis. Seguiremos trabajando también con el FMI para implementar criterios y procedimientos con el fin de limitar los préstamos del sector oficial a niveles normales de acceso donde sólo las circunstancias extraordinarias justifiquen la excepción. Se han hecho importantes progresos en un enfoque orientado hacia el mercado y contractual de la reestructuración de la deuda soberana. Aprobamos el apoyo del sector privado de los países emisores para la introducción de cláusulas de acción colectiva en emisiones de bonos soberanos. Acordamos que todo soberano que emita bonos que se registrarán por la jurisdicción de otro soberano debe incluir tales cláusulas. Aprobamos el trabajo llevado a cabo por el FMI sobre el mecanismo de reestructuración de deuda soberana estatutario, y esperamos poder contar con una propuesta concreta en la reunión de primavera.

Voy a detenerme en estos puntos y, en particular, voy a intentar proporcionar los medios para aclarar la posibilidad de la ayuda financiera oficial a través de las IFI. Si las políticas para la intervención oficial no se aclaran, y hasta que esto no ocurra, los soberanos y sus acreedores enfrentarán un proceso costoso y complejo de negociación. Una parte importante de una solución total es un mecanismo que asegure que el costo de otorgar recursos IFI sea lo más transparente posible.

### *Modificaciones contractuales*

El enfoque contractual –que incluye cláusulas en contratos de deuda que alientan a los acreedores y a los países deudores a emprender negociaciones dirigidas a una reestructuración expedita pero ordenada de la deuda soberana insostenible– es un primer paso esencial para abordar la reestructuración de la deuda soberana. Un conjunto de cláusulas modelo puede animar a los acreedores y a los países deudores a emprender negociaciones dirigidas a una reestructuración expedita pero ordenada. Las modificaciones contractuales podrían incluir: 1) cláusulas de acción colectiva y de distribución para tratar con los posibles acreedores oportunistas; 2) cláusulas de representación co-



lectiva para estructurar las discusiones entre los acreedores, y 3) cláusulas que permitan modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada [*exit consents*] para alentar la participación en el intercambio de viejos instrumentos de deuda por nuevos.

La clave para los comportamientos oportunistas de los acreedores en una reestructuración es el requisito convencional de que todos los acreedores acuerden todas las enmiendas a los términos de pago de un bono.<sup>2</sup> En cambio, la incorporación de las cláusulas de acción colectiva podrían permitir que una mayoría calificada de tenedores de bonos (digamos, 75 por ciento de tenencia de una emisión) acuerde las enmiendas a los términos de pago de los bonos, y la decisión obligaría a otros tenedores de bonos. La inclusión de las cláusulas de distribución también forzaría a un acreedor que recibe un pago desproporcionado bajo un instrumento que poseen muchos acreedores a compartir el pago en forma prorrateada. La inclusión de las cláusulas de acción colectiva y las de distribución mitigarían el problema del comportamiento oportunista y acelerarían el proceso de reestructuración.

Las renegociaciones y la reestructuración serían más eficientes si un síndico pudiese representar a los tenedores de bonos al comienzo del proceso de reestructuración. La situación actual sólo permite que el síndico convoque a los tenedores de bonos para reuniones, pero la incorporación de cláusulas de representación colectiva permitiría que el síndico representara a los tenedores de bonos en las discusiones iniciales de la reestructuración. A pesar de que los deudores soberanos puedan tener reparos en reunir a los tenedores de bonos (por temor a que un proceso de ese tipo pueda acelerar las demandas), estos deudores estarían más dispuestos a considerar una reestructuración si pudiesen llevarse a cabo discusiones preliminares y no obligatorias. Esta cláusula también detallaría el proceso por el cual un soberano podría iniciar una reestructuración y de qué modo los deudores y acreedores podrían unirse en el caso de una reestructuración. Esta cláusula podría crear un comité de acreedores capaz de coordinar las relaciones con el Estado, en el mismo espíritu de los comités de tenedores de bonos que han operado en el Reino Unido y en los Estados Unidos.

Es más probable que se dé la reestructuración si se desalienta a los tenedores de bonos a “actuar de forma oportunista” con la esperanza de obtener mejores condiciones. Las cláusulas que permiten modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada son uno de los mecanismos que pueden ayudar a desalentar los comportamientos oportunistas. Al intercambiar bonos viejos por nuevos como parte de una reestructuración, los tenedo-

2. En la legislación estadounidense existe este requisito para los deudores corporativos que establece el Trust Indenture Act de 1939, pero no para los deudores soberanos.

res de bonos ya existentes (si son mayoría) pueden modificar los términos de no pago de los bonos viejos para hacer poco atractiva la retención de éstos, y así desalentar los comportamientos oportunistas. El uso de cláusulas que permiten modificar algunas condiciones del bono por una mayoría calificada funcionó bien en Ecuador en el año 2000, donde los tenedores de bonos salientes acordaron retirar cláusulas de default cruzado y de obligación negativa (o de abstención).<sup>3</sup> Además, se podría alentar un intercambio a través de una mejora financiera por una sola vez por parte del sector oficial.

Es importante, desde luego, que estas cláusulas se incluyan en todos los contratos –bonos, préstamos bancarios y, tal vez, crédito comercial– y deben permitir acción colectiva agregada y representación en todos los instrumentos. Lograr esta inclusión es una pretensión excesiva, dado que las cláusulas contractuales en cada instrumento posiblemente no puedan aplicarse a litigios entre los tenedores de emisiones de diferentes bonos o diferentes clases de acreedores (por ejemplo, bancos, tenedores de bonos e IFI). Para tratar este problema de coordinación, un foro de resolución de litigios de deuda soberana, similar al propuesto por Anne Krueger, podría reunir a los deudores y a todas las clases de acreedores.

### *El foro de resolución de litigios de deuda soberana*

El foro se establecería para que los acreedores pudiesen trabajar junto con los deudores a fin de reestructurar deudas y resolver litigios. De acuerdo con la legislación interna de los Estados Unidos, por ejemplo, un tribunal de quiebras supervisa un comité de acreedores que desarrolla un plan de reorganización de la deuda para una empresa que ha pedido la quiebra. En el contexto de la deuda soberana, un comité permanente podría cumplir una función análoga. Un país en apuros podría dirigirse a un Foro de Resolución de Litigios de Deuda Soberana, que podría reunir diferentes clases de acreedores con el fin de elaborar un plan de reestructuración que incluiría a todos los demandantes pertinentes.

Anne Krueger ha propuesto este foro de resolución de litigios para tratar el problema de coordinación entre los acreedores. En la propuesta de Krueger, se llevaría a cabo una modificación estatutaria de los artículos del FMI para permitir que su directorio pueda crear y nombrar miembros del foro y darle a éste el poder de aprobar y hacer valer el trabajo del comité de acreedores, parecido a lo que hace un tribunal interno de quiebra. El cambio exi-

3. Esta estrategia es difícil de implementar si hay demasiadas emisiones pequeñas de bonos.

giría el voto del 85 por ciento de los miembros del FMI. Dado que los miembros serían nombrados por el FMI, podrían surgir inquietudes acerca de la neutralidad del foro. Además, puesto que este cambio requiere enmiendas de los artículos, es probable que resulte un proceso lento y dificultoso.

Podría considerarse una etapa transitoria que consistiría en crear primero un cuerpo voluntario con la finalidad de observar su funcionamiento.<sup>4</sup> Valdría la pena alentar la formación de este foro voluntario y observar la eficiencia de su operatividad. Si prueba ser ineficiente, entonces la necesidad del cambio estatutario es aún más fuerte. Si el foro es eficiente, entonces podrían evitarse las dificultades inherentes a la revisión de los artículos del FMI.

La función del foro sería reconocida por medio de la inserción de una cláusula en cada instrumento de deuda que nombrase a este foro como la jurisdicción establecida para la negociación y la resolución de demandas de deuda soberana. El foro podría operar del mismo modo que el tribunal interno de quiebra, en el sentido en que un deudor podría acercarse al foro y pedir la iniciación de los procedimientos para la reestructuración. Entonces, el foro notificaría a los acreedores del pedido del deudor y luego intervendría como administrador de los títulos del acreedor. El foro citaría un comité para que verificase los procesos de votación, asegurando una reestructuración de la deuda ordenada y oportuna. Los detalles exactos de la estructura del foro quedarían a cargo de los participantes del mercado.

### *Incentivos al acceso en el proceso de reestructuración*

La discusión sería de la reestructuración de la deuda soberana también debe tomar en cuenta el pedido de los ministros de Finanzas y directores de los bancos centrales del G-7 para trabajar más con el FMI sobre límites al acceso. Desde la perspectiva económica, una consideración pertinente, tanto para el enfoque contractual como para el estatutario de la reestructuración de la deuda soberana, es la posibilidad de que los acreedores y los deudores carezcan de incentivos para sentarse a la mesa en tiempo oportuno a fin de comenzar el proceso de reestructuración. Una resolución a todo o nada no es necesaria: podrían proporcionarse incentivos para contribuir a evitar los préstamos de los organismos multilaterales en situaciones insostenibles. Los incentivos al acceso no necesitan establecer un límite cuantitativo rígido para el uso de los recursos del FMI, sino que más bien proporcionarían incentivos para que los países restringieran el acceso y presentaran negociaciones

4. Acerca de la función de los mercados privados e instituciones en la reforma financiera, véase Kroszner (1999a, 1999b, 2000).

para restablecer la sostenibilidad. Estos incentivos reforzarían la importante noción de que el financiamiento oficial debe complementar el restablecimiento del crecimiento del sector privado.

Las propuestas del Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá para la reestructuración de la deuda también ponen de relieve este importante punto (Haldane y Krueger, 2001). Ambas propuestas exigen límites estrictos en la ayuda proveniente de las IFI que anularía la opción de “espera de rescate” y alentaría al Estado en problemas y a sus acreedores a llegar a un acuerdo. Se trata de una propuesta ventajosa, puesto que se centra en el problema clave.<sup>5</sup> No obstante, el enfoque limitaría la flexibilidad política. Cualquier cambio en la estructura financiera ya existente debería actuar como un incentivo para el financiamiento oficial apropiado, en vez de imponer límites estrictos incondicionalmente. Por otra parte, se necesita un mecanismo que garantice que el costo de la provisión de fondos de las IFI sea lo más transparente posible.

### *Solvencia y crecimiento económico*

Estos cambios clave –modificaciones contractuales, foro de resolución de litigios y financiamiento oficial transparente– contribuyen posiblemente a volver más ordenados los procesos de reestructuración de la deuda soberana. Es importante tener presente, sin embargo, cuál es la razón para reformar el proceso de reestructuración: el aliento al crecimiento del sector privado y a los flujos de capital privado elevará las perspectivas de las economías en todo el mundo.

Con esta inquietud en mente, toda discusión acerca de la mejora de las perspectivas para la reestructuración de la deuda soberana debe llevarse a cabo en el contexto más amplio de consolidación de la solvencia en las economías emergentes, con el fin de alimentar y sostener flujos racionales de capital que promuevan el crecimiento económico. En última instancia, la capacidad de una economía para captar préstamos depende de su habilidad –especialmente la del sector privado– para generar rendimientos para los inversores. El costo real de los fondos para los deudores de mercados emergentes se refleja tanto en las tasas reales de interés en el mercado internacional de capitales como en la compensación por el riesgo de default y por los regímenes subestándar de protección al inversor.

5. La propuesta destaca que el FMI tiene desde hace tiempo la capacidad de prestar más allá de los límites normales (300 por ciento de cuota), invocando la cláusula de circunstancias excepcionales o a través del Supplemental Reserve Facility. La propuesta plantea que la definición por la cual el FMI tiene permitido prestar más allá de los límites es intencionalmente vaga.

Una investigación reciente llevada a cabo por economistas observa que las ganancias en alentar la protección al inversor y mejorar las normas que regulan el mercado de capitales pueden llegar a ser sustanciales. La mayoría de los análisis de liberalización financiera abordan la cuestión desde la perspectiva de la determinación de precios de los activos que se centra en los cambios en la tasa libre de riesgo o en el precio de riesgo sistemático (o ambos) como consecuencia de la mayor diversificación internacional. La remoción de barreras a los flujos de capital, sin embargo, no garantiza que el capital fluya hacia su utilización más eficiente, a no ser que se pueda convencer a los inversores internacionales de modo creíble de que las inversiones serán recuperadas; el rendimiento esperado para los inversores depende del nivel de la protección del inversor. En este sentido, es interesante notar que las investigaciones recientes muestran que la preexistencia de un sistema legal anglosajón (con fuerte protección al inversor, generalmente) amplía la respuesta de inversión a eventos de liberalización financiera.

Puede mejorarse significativamente la solvencia del sector privado en economías emergentes, si se progresa hacia el cumplimiento de los estándares de las buenas prácticas en registros contables, en los derechos del acreedor y en el cumplimiento de los contratos. Los juicios acerca del progreso de un país podrían basarse en el Informe sobre la Observancia de Estándares y Códigos. Si los países han logrado suficiente progreso, entonces las garantías de las IFI podrían activarse para alentar las necesarias modificaciones contractuales de los instrumentos de deuda. Este marco le permitiría al FMI estimular los pasos que mejorasen la solvencia y la facilidad de la reestructuración, sin que el FMI se viera en la necesidad de asumir un papel principal de arbitraje durante la crisis financiera.

### *Conclusión*

Este marco le sienta como anillo al dedo al “nuevo convenio para el desarrollo” del presidente Bush, convenio que aumenta la responsabilidad de las naciones pobres y ricas por igual al vincular las mayores contribuciones de las naciones desarrolladas con mayores responsabilidades de las naciones en desarrollo y mercados emergentes. En general, la administración Bush cree que las políticas para facilitar y alentar el crecimiento económico en los mercados emergentes deben recibir la mayor atención posible de las instituciones financieras internacionales. Las propuestas para reducir los costos de la reestructuración de deuda soberana no deben ser incompatibles con el énfasis en el crecimiento económico.

REFERENCIAS

---

- Bingham, G. (2002): "Sovereign Debt Resolution Mechanisms", documento de trabajo, Basel, Bank for International Settlements.
- Haldane, A. y Kruger, A. (2001): "The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds, documento de trabajo 2001-20, Ottawa, Bank of Canada.
- Kroszner, R. S. (1999a): "The Role of Private Regulation in Maintaining Global Financial Stability", en *Cato Journal* 18 (3) (invierno): 355-361.
- (1999b): "Can the Financial Markets Privately Regulate Risks? The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the-Counter Innovations", en *Journal of Money, Credit and Banking* 31 (agosto): 569-619.
- (2000): "The Supply and Demand for Financial Regulation: Public and Private Competition around the Globe", en *Global Economic Integration*, 137-149, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.
- (2003): "Sovereign Debt Restructuring", en *American Economic Review* 93 (mayo): 75-79.



## CAPÍTULO 8

# *¿Los deudores soberanos necesitan una ley de quiebras?*

ANNA J. SCHWARTZ\*

La idea de que en la arquitectura del sistema financiero internacional hay una “grieta abismal” que debería cerrarse con un tribunal universal de quiebras no es creíble. Durante siglos se resolvieron los defaults de deuda soberana sin contar con la ventaja de las leyes de quiebra. Cuando una crisis financiera plantea la quiebra de un deudor soberano, no parece acertado centrarse en resolver sus obligaciones no cumplidas en vez de aumentar los esfuerzos por prevenir que los deudores acumulen obligaciones excesivas.

En el enfoque relacionado con la quiebra está implícita la suposición de que las crisis financieras ocurridas en los mercados emergentes han empeorado debido a las dificultades que los gobiernos deudores tuvieron que afrontar en su intento por cumplir con los compromisos que tenían con sus acreedores. Pero en cada una de las crisis posteriores a la devaluación mexicana de 1994, el Fondo Monetario Internacional rescató a los acreedores y, en cuanto a la reestructuración de la deuda, esa reestructuración no tuvo obstáculos. Ha habido tanta crítica del riesgo moral creado por esa política, que en el futuro el FMI posiblemente controle su afición por los rescates. Pero aun si lo hiciera, debería cuestionarse su continuo apoyo a la ley de quiebras universal. ¿Por qué esa ley habría de tener mayor prioridad para el FMI que la supervisión más efectiva de las políticas económicas de los mercados emergentes?

Para empezar, el argumento para establecer un mecanismo elaborado de reestructuración de la deuda soberana se ve debilitado por el reconocimiento del FMI de que ese instrumento no sería activado con frecuencia porque muchos países no necesitan la reestructuración de la deuda. Es más, no queda claro que la ausencia de una ley de quiebras haya producido condiciones

\* Anna J. Schwartz es investigadora asociada de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research).



caóticas en los pocos países que han tenido que conciliar diferencias con sus acreedores. Por último, no es tan evidente cómo funcionaría o a beneficio de quién serviría una ley de quiebras que no tiene precedentes. Si la legislación fue pensada para servir tanto a las naciones deudoras como a sus acreedores, es sorprendente que el FMI no haya consultado con representantes de ninguna de las dos partes para averiguar sus preferencias antes de lanzar la propuesta.<sup>1</sup>

En este trabajo, analizo primero dos versiones recientes de la propuesta para los arreglos de quiebras que conciernen a deudores soberanos, y el estado de la propuesta en 2003. Luego me pregunto si hay amplia demanda para tales acuerdos por parte de los países deudores, inversores privados y observadores desinteresados, y me encuentro con que no la hay. Enseguida, hago una reseña de las alternativas propuestas por varios opositores de la legislación de quiebras soberana, la mayoría de los cuales prefieren una solución de mercado al manejo burocrático de los problemas relacionados con la deuda. Concluyo con algunas observaciones sobre el papel que desempeñará el FMI en su difícil búsqueda de lograr el desarrollo de las economías de los países emergentes por medio del endeudamiento.

### *Propuestas para una ley de quiebras de deudores soberanos*

En una conferencia en Washington en noviembre de 2001, Anne Krueger, primera vicedirectora gerente del FMI, introdujo una propuesta para los procedimientos de quiebra de los deudores soberanos a fin de facilitar la reestructuración ordenada de su deuda, como si eso fuera el santo Grial largo tiempo buscado para la salvación de los países emergentes (Krueger, 2001a). La propuesta permitiría a los gobiernos obtener protección legal frente a sus acreedores declarándose en quiebra, del mismo modo en que el capítulo 11 funciona para las compañías y el capítulo 9 para los municipios según el código de quiebras de los Estados Unidos.<sup>2</sup>

1. Vale la pena destacar que la primera referencia en un documento del Fondo Monetario Internacional respecto de una consulta con los participantes del mercado sobre la reestructuración de la deuda soberana aparece en el trabajo del 27 de noviembre de 2002, en el que se convoca a una reunión en abril de 2003 con el propósito de considerar un borrador inicial del texto de la enmienda de los Artículos del Acuerdo del Fondo (2002: 3).

2. El capítulo 11 permite que las compañías sigan operando y que paguen sus deudas con ingresos futuros y no con los provenientes de la liquidación de sus activos. Hay una prórroga en las acciones contra la compañía iniciadas antes del pedido de quiebra y las iniciadas después del pedido de quiebra. Las compañías pueden obtener nuevos préstamos—financiamiento del deudor en convocatoria de acreedores— que tienen prioridad sobre todas las obligaciones que existían antes del pedido de quiebra. Durante cuatro meses des-

Los objetivos de los procedimientos de quiebra de deuda soberana son: 1) impedir que los acreedores bloqueen las negociaciones por medio de la exigencia de pago a través de tribunales internos;<sup>3</sup> 2) exigirles a los deudores que negocien con los acreedores de buena fe y que reformen las políticas que condujeron a su quiebra; 3) alentar a los acreedores a suministrar nuevos créditos con la garantía de que sus acreencias serán consideradas antes que las acreencias de los acreedores privados ya existentes; y 4) persuadir a los acreedores minoritarios de que participen en los acuerdos de reestructuración.<sup>4</sup>

Krueger explicó en términos generales la propuesta en un discurso en Nueva Delhi, India, el 20 de diciembre de 2001, y respondió a las objeciones que habían surgido (Krueger, 2001b). El directorio del FMI le dio su aprobación preliminar a la propuesta, pero en una reunión de dos días en marzo de 2002 no hubo unanimidad entre los directores sobre los modos de proceder (Krueger, 2002a). El tema no fue incluido formalmente en la agenda en la reunión de primavera. El 1º de abril de 2002 Krueger respondió a preguntas sobre el tema en una conferencia de prensa, antes de dar otro discurso en el que la propuesta ya había sido modificada (Krueger, 2002b).

---

pués del pedido de quiebra, los administradores tienen el derecho exclusivo de proponer un plan de reorganización que especifique cómo serán satisfechos los créditos de cada clase de acreedores. Si el juez de la quiebra pone fin al período de propuesta de los administradores, los acreedores pueden entonces presentar su propio plan de reorganización. Cada clase de acreedores debe aprobar el plan final por dos tercios del monto total involucrado y una mayoría de la cantidad de demandas. Cuando no se adopta ningún plan de reorganización, el juez puede ordenar la liquidación de la compañía según el capítulo 7. De lo contrario, el juez puede adoptar el plan de reorganización fallido según el procedimiento conocido como *cram down*. El capítulo 9 se aplica sólo a las ciudades y otras entidades creadas por el Estado. Una ciudad puede pedir la quiebra sólo después de obtener el permiso del Estado. Tiene que ser insolvente e incapaz de pagar las deudas existentes. Los funcionarios públicos no pueden ser reemplazados como pueden serlo los administradores según el capítulo 11. Los primeros tienen el derecho exclusivo de ofrecer un plan de reorganización, pero un comité de acreedores puede negociar con los funcionarios públicos. En teoría, el juez puede presentar su propio plan de reestructuración pero nunca ha ocurrido. El procedimiento de la votación de un plan es igual al del capítulo 11 (White, 2002: 293-207). El capítulo 7 permite que los consumidores y las empresas sean liberados de la mayoría de sus deudas sin respaldo. El capítulo 13 exige que los deudores propongan un plan para pagar al menos una parte de la deuda en tres a cinco años.

3. El litigio fue un rasgo de los defaults soberanos durante siglos, pero no hay pruebas de que, como resultado, haya habido demoras o desorganización en la reestructuración.

4. Se describe a continuación un modo voluntario basado en el mercado para lograr este fin.

*La propuesta de noviembre de 2001*

La propuesta de noviembre habría autorizado al FMI a otorgarle a un gobierno, en respuesta a su solicitud de una suspensión temporal del pago de su deuda, el derecho a declararse en quiebra. Entonces el gobierno negociaría la reestructuración de la deuda con sus acreedores, y una mayoría decidiría las condiciones para todos (un rasgo tomado de las leyes británicas de quiebras). Para impedir una salida de fondos privados durante las negociaciones, el FMI permitiría que los gobiernos impusieran un control de cambios temporario.

Con el fin de restringir la capacidad de los acreedores para hacer cumplir sus derechos en tribunales nacionales, sería necesario establecer leyes de quiebra para deudores soberanos en cada uno de los 183 países miembro del FMI. De otro modo, los acreedores podrían intentar hacer cumplir sus demandas en jurisdicciones que no tienen tales leyes. Por otra parte, una enmienda a los artículos del Fondo –que requiere el consentimiento del 85 por ciento de los poseedores de acciones– podría crear una ley que comprometera a todas las naciones y que alterara las condiciones de todos los instrumentos financieros ya existentes y futuros. El FMI se habría convertido así en el tribunal internacional de quiebras, cuya tarea hubiese sido la de imitar los procedimientos de quiebra en las renegociaciones de deuda corporativas internas. Les hubiese dado a los deudores soberanos el beneficio de la congelación de los juicios entablados por los acreedores y los rasgos de “*cram down*” (lo que significa la aceptación obligatoria, por parte de los acreedores disidentes, de un plan de reestructuración) del procedimiento interno de quiebra. Un tribunal independiente dirimiría los litigios entre el gobierno deudor y sus acreedores. El voto mayoritario de los acreedores obligaría a los acreedores disidentes del mismo modo que lo hubiese hecho la inclusión en sus bonos de cláusulas de acción colectiva.

*La propuesta de abril de 2002*

En abril de 2002, Krueger modificó la propuesta original, ante todo en respuesta a la crítica de que la primera versión aumentaba la autoridad del FMI para resolver las negociaciones del deudor con sus acreedores. La propuesta revisada eliminó al FMI del proceso de reestructuración, y dejó a cargo del deudor y de una mayoría calificada de los acreedores las decisiones respecto de este punto. Igual que antes, se requería una enmienda de los artículos del FMI, esta vez con el fin de lograr un acuerdo legal uniforme para la acción colectiva. Más adelante se determinaría la definición de la mayoría calificada.

El segundo cambio en la propuesta original consistió en que la validación de la necesidad de una prórroga o suspensión sería declarada por el FMI sólo al comienzo del proceso, pero luego sería revalidada por un comité de acreedores luego de su formación. El tercer cambio exigía una única mayoría calificada para diferentes acreencias (préstamos bancarios, bonos, créditos comerciales, préstamos interbancarios y otros títulos), en lugar de uno para cada clase de acreedores, para aprobar la prolongación de una prórroga más allá de tres meses y un acuerdo de reestructuración final. Si ese acuerdo no coincidiese con el parecer del Fondo acerca de la reducción necesaria de la carga de la deuda para volverla sostenible, el FMI podría retener próximos financiamientos, y sería de esperar que se dieran nuevas reestructuraciones.

### *El estado actual de la propuesta*

En la primavera de 2003 todavía no había una versión final de la propuesta. Un memorándum de los funcionarios técnicos del FMI de setenta y cinco páginas (IMF, 2002), que detalla el estado de la propuesta plantea cuestiones no resueltas para poner a consideración de los directores. Uno de los puntos es la activación del mecanismo. ¿Es necesaria una confirmación independiente de la insostenibilidad de la deuda de un país miembro como condición para la activación, y si es así, qué o quién debería desempeñar esa función?

Otro punto no resuelto es si los acreedores deberían tener la oportunidad de interrumpir el mecanismo después de la terminación de la verificación de los créditos de los acreedores. En la historia del FMI las enmiendas previas a los Artículos del Acuerdo se referían a los cambios importantes en la estructura del Fondo con respecto a los derechos y las obligaciones de sus miembros. Lo que diferencia la nueva enmienda propuesta de las anteriores es que ésta afectaría los derechos contractuales de los participantes privados.

El proceso de reformar los artículos es engorroso. En primer lugar, una versión final del mecanismo de quiebras tendría que estar a disposición de todos. El Directorio Ejecutivo tendría que decidir entonces, por voto mayoritario, proponer un borrador para su aceptación por la Junta de Gobernadores. La Junta a su vez tendría que aprobar por voto mayoritario la enmienda propuesta. Por último, sólo después de la aceptación de la enmienda por tres quintos de los miembros que posean el 85 por ciento del poder de votación, entraría en vigencia el mecanismo. La aprobación del mecanismo probablemente requeriría también cambios en las legislaciones internas de los miembros.

En vista del clima político desfavorable que enfrentó la propuesta de

quiebras, no debe sorprender que el FMI no haya insistido con el tema en su reunión de abril de 2003 en Washington.<sup>5</sup>

### *¿Quién está a favor de los procedimientos de quiebras soberanas?*

Ni los países soberanos ni los inversores del sector privado están pidiendo a gritos una ley de quiebras. Más bien, los deudores soberanos les han dado la espalda a los planes anteriores —como líneas de crédito preaprobadas y cláusulas de contingencia en bonos que estipulan las medidas que se deben adoptar en caso de default— con el fin de hacerles saber a los mercados que sus países tienen políticas responsables. Los países emergentes han interpretado estos dispositivos como una señal de debilidad financiera y han temido que su aceptación llevase a los acreedores a exigir una prima de interés en los préstamos. Los deudores soberanos bien podrían reaccionar de modo similar a las propuestas del FMI. No obstante, la propuesta ha recibido cierto apoyo de los académicos.

Jeffrey Sachs, ahora en la Universidad de Columbia, ha defendido desde hace tiempo una ley universal de quiebras (Sachs, 1995). En 1995 expuso sus razones para otorgarles a los países insolventes la misma protección contra los acreedores que obtienen las firmas privadas. Sus simpatías se inclinaban por los deudores soberanos, y no por los acreedores. Los puntos de vista de Sachs fueron rechazados en un informe de un grupo de trabajo oficial publicado después de la crisis mexicana de 1994-1995. Aquel informe, que obtuvo el respaldo de los países industrializados más importantes, apoyó las renegociaciones de deuda en lugar de los rescates oficiales masivos y destacó la importancia de la disciplina de mercado (Group of 10, 1996).

En una ponencia que Sachs presentó en una conferencia en Brookings Institution en 2001 sobre la reestructuración de la deuda, relegó la propuesta del tribunal de quiebras a un segundo plano. Estaba más preocupado por las donaciones y los perdones de deuda para facilitar un mayor flujo de recursos de los países más ricos hacia los países más pobres fuertemente endeudados (Sachs, 2002).

Inicialmente, Kenneth Rogoff (1999) presentó una perspectiva escéptica sobre los procedimientos de quiebras soberanas. Diferenció entre un tribunal nacional de quiebras, que puede embargar activos físicos y despedir al directorio de una compañía, y un tribunal de quiebras internacional, que con toda probabilidad no ingresará en un país deudor a embargar activos físicos, y

5. A fines de marzo de 2003, en una reunión a puertas cerradas en la Escuela Empresarial de Harvard, Krueger admitió que la propuesta del FMI, aunque no fue deseada, contaba con poco apoyo político para seguir adelante (Blustein, 2003).

mucho menos a despedir al gobierno de turno. Para Rogoff, las quiebras de los municipios, en los que directorios externos manejan día a día las finanzas de las ciudades, no son ejemplos convincentes de quiebras de gobiernos soberanos. En su opinión, los gobiernos federales no tolerarían un nivel similar de interferencia exterior. Rogoff concluyó que el problema principal con el tribunal internacional de quiebras consiste en que no podría hacer cumplir sus decretos en los países deudores. Además, en el caso de default, si los acreedores no pudiesen acceder a los tribunales nacionales, que serían suplantados por el tribunal internacional, el volumen de préstamos se reduciría.

Cuando Rogoff fue nombrado director de investigación en el FMI, cambió su parecer sobre la ley de quiebras para deudores soberanos. En sus comentarios del 28 de junio de 2002 sobre el libro de Joseph Stiglitz, *El malestar en la globalización*, Rogoff se retractó. Declaró que “es necesario un enorme cambio en la manera en que encaramos las situaciones en que los países quiebran”. Felicitó a Krueger por haber “defendido con vigor una propuesta de largo alcance del FMI”. Le reprochó severamente a Stiglitz que hubiera “criticado la idea en su totalidad”, en un primer momento, en el panel de Davos en febrero, y después de que se hubiera atribuido el mérito de “haber sido el primero en exponerlo” (Rogoff, 2002).

Michelle White, de la Universidad de California en San Diego, sostiene que el tribunal de quiebras o su equivalente pueden ser necesarios para moderar a los acreedores buitres, otorgar nuevo financiamiento privado que tenga prioridad sobre acreencias anteriores durante la reestructuración de la deuda y forzar a los grupos disconformes de acreedores a aceptar un plan de reestructuración. Advierte, sin embargo, que este procedimiento puede “volver completamente ilíquido el mercado de bonos soberanos” (White, 2002: 316).

### *¿Quién se opone a los procedimientos de quiebras soberanas?*

Entre los opositores a la propuesta del FMI se encuentran ex o actuales funcionarios del gobierno y académicos. Sus críticas y recomendaciones alternativas son variadas. En la conclusión, menciono la oposición entre los voces de los inversores internacionales y los países deudores.

Edwin Truman, un ex funcionario del Departamento de la Reserva Federal y el Tesoro, se opone completamente a los procedimientos de quiebras, como dejó sentado en un discurso en Nueva York el 10 de diciembre de 2001 (Crooks, 2001). Cree que no hay consenso entre los diseñadores de políticas y los analistas para hacer factible el procedimiento de quiebras soberanas.<sup>6</sup>

6. En su discusión de los trabajos presentados en una conferencia en Brookings Insti-

Culpa a las suspensiones de pagos, las cuales, según él, tienden a agravar las crisis. En lugar de centrarse en la insolvencia del deudor, como lo hace el procedimiento de quiebras soberanas, está a favor del suministro de liquidez adecuada al sistema financiero mundial. Propone que se constituya un nuevo fondo para el FMI a través de una cuota anual del 0,1 por ciento de la inversión internacional hasta que alcance la suma de, digamos, US\$ 300 mil millones. Los países en dificultades financieras podrían retirar dinero de este fondo. En efecto, el enfoque de Truman es una continuación mejor financiada de la respuesta anterior del FMI a las crisis financieras, que posiblemente incluya rescates.

En oposición al impuesto que Truman defiende, Charles Dallara, director administrativo del Instituto de Finanzas Internacional, que representa a los bancos internacionales y a otros inversores, discute la necesidad de conseguir más recursos para el FMI (Crooks, 2001).

La respuesta del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos a la propuesta del FMI fue negativa. John Taylor, subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales, le informó al Comité Conjunto de Economía del Congreso que un enfoque descentralizado apoyado en las cláusulas de acción colectiva sería mejor que la propuesta (Taylor, 2002a). En una disertación posterior (2002b) amplió ese enfoque que implicaría la aceptación por parte de los deudores soberanos y de sus acreedores de una cláusula de acción mayoritaria para comprometer a todos los acreedores en un acuerdo entre el país y los representantes de los acreedores. Una segunda cláusula sobre los procedimientos estipularía que cada clase de acreedores tendría su propio representante y exigiría al deudor que les suministrase a los representantes de los acreedores la información necesaria. Cada representante, según instrucciones de una fracción específica de acreedores, tendría el derecho exclusivo de iniciar las demandas. Una tercera cláusula permitiría la postergación de los pagos de deuda y frenaría las acciones por tiempo suficiente para que los acreedores pudiesen elegir a sus representantes. Las tres cláusulas quedarían incluidas en instrumentos bancarios y bonos de deuda. Todo país que buscase un préstamo del FMI tendría que incluir estas cláusulas en sus instrumentos

---

tution en 2001 acerca de un tribunal internacional de quiebras, Truman (2002: 342) reiteró su opinión de que no es factible “porque aún no se han sentado las bases intelectuales y políticas” para ello. Las razones son: 1) no existe consenso respecto de si esta institución debería buscar maximizar los pagos a los acreedores o si debería darles a los deudores una nueva oportunidad, y 2) el mundo no está preparado para otorgarle a una entidad supranacional el derecho de emitir tales juicios.

7. El marco legal esbozado por Taylor fue apoyado por los ministros de Finanzas del Grupo de los Siete países industriales en una reunión en Washington a fines de septiembre de 2002 (Andrews, 2002). En días anteriores el Tesoro había presentado el plan en una

de deuda.<sup>7</sup> El FMI también podría estimular el uso de las cláusulas bajando el costo de sus préstamos para los países que lo hicieran.<sup>8</sup>

El Comité Conjunto de Economía del Congreso de los Estados Unidos también rechazó una nueva función para el FMI de supervisión de las quiebras soberanas. El director Jim Saxton (R-N. J.) ofreció una explicación de la presentación de la propuesta del tribunal de quiebras: “No puedo dejar de pensar que su propuesta de supervisión de default tendría como consecuencia la de compensar al FMI por el recorte de su influencia provocado por la política más limitada de rescates internacionales” (Joint Economic Committee, 2002). El comité, en cambio, apoyó el enfoque descentralizado de Taylor. También dio a conocer un estudio de Adam Lerrick y Allan Meltzer (2002) de la Universidad Carnegie Mellon, en el que éstos ofrecen más documentación para demostrar que el sector privado puede resolver las quiebras sin un tribunal formal.

El estudio muestra que la ausencia de cláusulas de acción mayoritaria en la deuda en circulación puede remediarse con facilidad. Nuevos bonos con cláusulas de acción mayoritaria pueden canjearse por deuda vieja. Para ejecutar esas ofertas, Lerrick y Meltzer defienden una serie de subastas. Para alentar la participación en las ofertas de canje, podrían usarse cláusulas que permitan cambiar algunas condiciones del bono con una mayoría calificada. Estas enmiendas, agregadas a los términos de los instrumentos viejos, destruyen el valor de todos los instrumentos poseídos por los *holdouts*. Cuando una emisión de bonos incluye la enmienda, votada por una mayoría calificada de tenedores, obliga a los demás tenedores. Como observan Lerrick y Meltzer, el mercado está familiarizado con las ofertas de canje. En el período anterior al default de la Argentina en diciembre de 2001, ésta hizo uso extensivo de las ofertas de canje para cumplir con una condición incluida por el FMI en el préstamo de US\$ 40 mil millones que la Argentina había obte-

---

reunión de altos funcionarios económicos del G-7, grandes inversores privados y representantes de varios países no industrializados (Phillips, 2002c).

8. Un observador podría haber llegado a la conclusión de que la oposición a la propuesta de Krueger habría terminado efectivamente con sus posibilidades futuras. Esta conclusión fue desestimada en una declaración que hizo el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Paul O’Neill, en la reunión del Comité Internacional Monetario y Financiero del FMI, el 28 de septiembre de 2002: “Los Estados Unidos apoyan vigorosamente el progreso significativo que se está llevando a cabo respecto del enfoque contractual para la reestructuración de deudores soberanos. Nos sentimos particularmente alentados por el amplio apoyo expresado tanto por los deudores como por los acreedores sobre la implementación de este enfoque”. Sin embargo también afirmó: “Apoyamos firmemente continuar trabajando sobre el enfoque estatutario”. ¿El Tesoro está a favor de ambos enfoques? Más dudosa es la declaración de O’Neill de que tanto los deudores como los acreedores han apoyado estos enfoques. Véanse las declaraciones contrarias de ambas partes en la conclusión.



nido en el año 2000 de un consorcio de donantes, incluido el FMI. La condición era que se implementara una operación voluntaria y basada en el mercado para mejorar el perfil de deuda del país. La técnica que adoptó la Argentina fue la de una oferta de canje de los bonos ya existentes por vencer por instrumentos de deuda, sin el uso de acuerdos de “*exit consent*”. Los nuevos instrumentos de deuda estipulaban vencimientos más largos y tasas de interés más altas que los bonos originales. En 2000 y 2001 la Argentina hizo ofertas de canje a los tenedores de bonos del exterior, supuestamente después de consultar con asesores de inversión acerca de lo que el mercado estaba dispuesto a aceptar. Pese a su reticencia, los tenedores de bonos de la Argentina aceptaron el canje. Nominalmente, la oferta de canje mejoró los términos de los bonos ya existentes, pero la valuación de los bonos en el mercado impuso pérdidas cuantiosas a los tenedores de bonos.<sup>9</sup>

Lerrick y Meltzer describen cómo los contratos de deuda pueden reproducir exactamente la protección de un tribunal de quiebras soberanas. Un contrato de fideicomiso, por ejemplo, estipula el nombramiento de un síndico que controle toda la acción judicial contra el Estado en nombre de todos los tenedores de bonos. Para que el servicio de deuda siga adelante durante una crisis de liquidez, se puede lograr el equivalente del financiamiento de un deudor en convocatoria de acreedores, subordinando los créditos anteriores a los de los proveedores de fondos nuevos. Los autores cuestionan los argumentos del FMI sobre que es difícil coordinar a un número cada vez mayor de acreedores anónimos poseedores de gran variedad de instrumentos de deuda y que los acreedores oportunistas tienden a iniciar juicios contra el país.<sup>10</sup> Como observan, en noviembre de 2001 se formó un comité de acreedores, antes de que la Argentina incumpliera el pago, lo cual indica que no es tan difícil acceder a un amplio espectro de inversores en tales situaciones. Lerrick y Meltzer también plantean que su propuesta para las ofertas de canje y acuerdo de “*exit consent*” excluye la opción de entablar juicios y obtener tratamiento preferencial por los acreedores oportunistas.<sup>11</sup>

9. Antes del default se esperaban más ofertas de canje en 2002, pero nunca se hicieron. Le han entablado dos juicios a la Argentina: uno, los inversores alemanes y el otro, los estadounidenses que buscan certificación de una acción de clase. Hay otros cuatro juicios en curso por cantidades pequeñas. La Argentina defiende su posición en todos ellos.

10. La razón por la cual no existen obstáculos para organizar a los acreedores es que en esta época todos los bonos están registrados. El deudor o agente fiscal que distribuye los fondos puede enviar una nota a los acreedores en la que se los convoque a una reunión que se llevará a cabo en una fecha determinada. Del mismo modo, los acreedores pueden organizarse, ya sea en un contexto corporativo o soberano.

11. En el artículo de 2001, Lerrick y Meltzer propusieron un enfoque para la reestructuración de la deuda muy diferente del de 2002. El enfoque anterior exigía que el deudor se declarase en default para que el FMI suministrase una línea de crédito stand-by. La lí-

Peter Kenen, de la Universidad de Princeton, no está de acuerdo con las propuestas del FMI ni con la posición de Taylor porque éstas

[...] distan mucho de resolver el problema con el que tropezó la crisis asiática, que ocasionó la liquidación de las acreencias extranjeras de corto plazo contra los bancos asiáticos y empresas, en lugar de las acreencias contra los gobiernos asiáticos [...] Es posible que todas las crisis relacionadas con la deuda exijan la suspensión de pagos y prórrogas de litigios, no solamente las que requieren la reestructuración de la deuda soberana (Kenen, 2002: 35-39).

Kenen reforzaría las propuestas de Taylor con dos medidas adicionales: incluiría las cláusulas de acción colectiva en todos los contratos de deuda estandarizados, tanto del sector privado como de los gobiernos, y una opción de refinanciamiento de 90 días en todos los contratos de deuda estandarizados. Exigiría a los deudores que ejercieran esta opción si el gobierno del país demostrara formalmente que el país enfrenta una emergencia financiera. La cobertura de la deuda del sector privado quedaría limitada a las deudas denominadas en moneda extranjera.

La ventaja de incluir la deuda privada, según Kenen, es que esto podría obviar la necesidad de imponer controles cambiarios. Con el plan del FMI, si un gobierno impusiera controles cambiarios, el sector privado podría verse obligado a suspender los pagos de deuda, pero el FMI sancionaría una prórroga de los litigios contra los deudores del sector privado sólo si un país tuviese un problema de deuda soberana. Kenen cree que su plan evita este problema, pero admite que la suspensión de pagos de deuda del sector privado, no apoyada por controles cambiarios, podría incitar a los deudores a comprar moneda extranjera antes del fin del período de financiamiento de noventa días, a fin de procurarse los medios para reiniciar los pagos de deuda después de finalizado el período.

Puesto que tomará muchos años enmendar los Artículos del Acuerdo del Fondo y la propuesta tiende a provocar la oposición del sector privado, care-

---

nea de crédito permitiría que cualquier acreedor vendiera su crédito impago a un precio en efectivo fijado por el FMI –un mínimo valor de sostén oficial– significativamente debajo del valor anticipado de reestructuración de la deuda, durante un breve período. Durante este período, el país ofrecería reestructurar la deuda a través de un intercambio por nuevos bonos, fijando una quita máxima. Las negociaciones entre el deudor y los acreedores durante el período de reestructuración supuestamente fijaría el valor final reestructurado por encima del precio oficial de sostén (véase Lerrick y Meltzer 2001). Los autores promueven este enfoque como un modo de minimizar los desembolsos del FMI para rescatar al deudor soberano con problemas. Sin embargo, el enfoque es objetable en cuanto a la intrusión del FMI en un asunto que el mercado tiene plena competencia para resolver, como lo demuestra la propuesta de los autores de 2002.

ce de apoyo del Tesoro y puede ser rechazada por algunos países emergentes, Kenen (2002: 42) defiende su enfoque contractual amplio como “el modo más expeditivo y la mejor segunda opción”.

Jeremy Bulow (2002), de la Universidad de Stanford, plantea las prioridades correctas para tratar el problema de la deuda soberana: primero, controlar la amplitud de los préstamos a los Estados, y, segundo, disminuir la necesidad de los procedimientos de quiebras. Bulow considera que las economías de los mercados emergentes son propensas a crear déficit presupuestarios debido a la corrupción de muchos de sus diseñadores de políticas y a su tendencia a pedir prestado para proyectos socialmente ineficientes. El Estado tiene el incentivo del default, no por su incapacidad para pagar, sino por su poca disposición a pagar. Bulow limitaría los préstamos a los Estados a sus propias jurisdicciones legales, en lugar de permitirles que emitan deuda en centros importantes del exterior. El problema con el tribunal de quiebras, sostiene Bulow, es que facilitaría el default y la reestructuración de la deuda. Sin embargo, como resultado de ello, el mercado de capital para préstamos a las economías emergentes se contraería. Según Bulow, éste sería un resultado conveniente.

Andrei Schleifer (2003) comparte las dudas de Bulow de que el mercado de deudas pueda sobrevivir con el sistema del FMI de quiebras para Estados. A diferencia de las leyes de quiebras internas, observa Schleifer, a las que se les exige operar “en beneficio de los acreedores”, el FMI no aprobaría este examen. A diferencia de Bulow, sin embargo, Schleifer lamentaría la desaparición del mercado de deuda soberana.

### *Modificar la cultura del desarrollo basado en la deuda*

La oposición a la propuesta original y a la modificada del FMI es variada y sustantiva. Aun dejando de lado el disenso, hay motivos para creer que el FMI no tendrá éxito en poner en ejecución su programa poco manejable y demasiado complejo. Tomaría años para que todos los miembros aprobasen los cambios expuestos en el programa o para que el Fondo esté en condiciones de reformar sus artículos. Es dudoso que el Fondo pueda convencer al Tesoro de los Estados Unidos de que vote a favor de una enmienda, que requiere el consentimiento del 85 por ciento de los accionistas del Fondo. El voto de los Estados Unidos representa más del 17 por ciento del total.

Éstos son serios desafíos a por lo menos tres de las premisas en las que se basa la propuesta para un tribunal de quiebras:

1. *Es difícil reunir comités de acreedores que poseen bonos al portador de diversos vencimientos.* Hoy en día, todos los bonos están registra-

- dos de modo que no hay problema en identificar a los poseedores y organizar comités de acreedores homogéneos.
2. *Un acreedor buitre encierra una amenaza para la conclusión exitosa de una reestructuración.* Como ha observado Nouriel Roubini (2002: 329): “Los acreedores buitre no ponen en peligro la terminación de una oferta de canje: una oferta exitosa, no una oferta frustrada, es la que pone en movimiento el incentivo para iniciar un litigio. Sólo después de que una mayoría de acreedores haya aceptado un trato, el buitre tiene el incentivo para obtener el pago total”.<sup>12</sup>
  3. *Se necesita la intervención oficial para la reestructuración.* Ya existen soluciones de mercado que se han utilizado para renegociar la deuda pendiente de deudores soberanos emergentes con problemas. La intervención del FMI es la solución de un problema que no existe.

Si la propuesta del FMI para un procedimiento de quiebra soberana o cualquiera de sus variantes se llegara a implementar, los inversores verán las nuevas condiciones con desconfianza y no prestarán a los países emergentes. De hecho, los deudores son conscientes de este peligro. Ése es el mensaje que han hecho llegar en respuesta tanto los acreedores como los deudores. Charles Dallara, un vocero de los bancos internacionales y otros inversores, sostiene que varios tipos de estipulaciones contractuales para bonos internacionales permitirán que la reestructuración ordenada siga adelante sin necesidad de que el FMI supervise la reestructuración de la deuda de un país.

En recientes reuniones entre el FMI y el Banco Mundial, el ex ministro de Economía del Brasil, Pedro Malan, dijo que no estaba convencido de que los beneficios de la reestructuración estatutaria de la deuda serían mayores que los costos potenciales. México ha expresado dudas similares. Los costos a los que se refiere Malan son tasas de interés más altas que los acreedores exigirán si se materializa alguna vez ya sea el enfoque contractual o el estatutario (Phillips, 2002a, 2002b, 2002c; Andrews, 2002).

Quizá esto no sea un resultado tan lamentable. Los acreedores no han procedido con la debida diligencia al otorgar los préstamos a esos países, y el FMI ha fomentado una cultura que alienta la solicitud de préstamos, no sólo al mercado de capital mundial, sino también a las instituciones financieras internacionales. A pesar de que el objetivo de estas instituciones ha sido promover el desarrollo, si se analizan los logros de esa filosofía en los últimos cincuenta años, se llega a la conclusión de que sus resultados no son

12. No puedo entender por qué los acreedores buitre que, después de todo, sólo exigen el cumplimiento de los términos de un contrato son criticados con tanta mordacidad en la literatura.

importantes. Quizá haya llegado el momento de dejar de lado el desarrollo basado en la deuda, de alentar la conversión de deuda en capital, de orientar a los países por caminos diferentes de los que llevan a la deuda insostenible, a las crisis y la reestructuración de la deuda, y de confiar en la inversión en activos para el desarrollo.

## REFERENCIAS

---

- Andrews, E. L. (2002): “World Financial Officials Back New Debt Framework”, en *New York Times*, 29 de septiembre: A6.
- (2002): “Big Banks Step Up Efforts Against IMF Debt Relief Plan”, en *New York Times*, 19 de diciembre.
- Blustein, P. (2003): “‘Bankruptcy’ System for Nations Fails to Draw Support”, en *Washington Post*, 2 de abril: A14.
- Bulow, J. (2002): “First World Governments and Third World Debt”, en *Brookings Papers on Economic Activity 1*: 229-255.
- Crooks, E. (2001): “IMF ‘Needs a Cash Fund’ for Rescuing Crisis-hit Countries”, en *Financial Times*, 12 de diciembre: 11.
- Group of 10 (1996): “The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors”, Washington, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2002): “The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Consideration”, preparado por Legal and Policy Development y Review Department.
- Joint Economic Committee, Congress of the United States (2002): “IMF Sovereign Bankruptcy Supervision is Unnecessary: New Analysis Rejects More IMF Mission Creep”, nota de prensa, Washington, 19 de abril.
- Kenen, P. B. (2002): “The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives”, *International Finance* 5 (1) (primavera): 23-45.
- Krueger, A. (2001a): “International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, ponencia en el American Enterprise Institute, 26 de noviembre ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/11260.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/11260.htm)).
- (2001b): “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, ponencia en el Indian Council for Research on International Economic Relations, Nueva Delhi, India, 20 de diciembre ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/122001.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/122001.htm)).
- (2002a): “Transcript of a Teleconference on Sovereign Debt Reestructuring Mechanism with Washington-based Journalists and First Deputy Managing Director, Anne Krueger”, International Monetary Fund, 1º de abril ([www.imf.org/external/np/tr/2002/tr020401.htm](http://www.imf.org/external/np/tr/2002/tr020401.htm)).
- (2002b): “New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on our Thinking”, ponencia en el Institute for International Economics, 1º de abril ([www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm)).
- Lerrick, A. y Meltzer, A. H. (2001): “Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption”, Carnegie Mellon Gailliot Center for Public Policy (mayo).
- (2002): “Sovereign Default: The Private Sector Can Resolve Bankruptcy without a Formal Court”, en *Quarterly International Economics Report*, Carnegie Mellon Gailliot Center for Public Policy (abril).

- Phillips, M. M. (2002a): “Developing Nations Are Reading The Fine Print”, en *New York Times*, 29 de abril.
- (2002b): “Support Builds for Plan to Ease Debt Loads of Developing Nations”, en *New York Times*, 17 de septiembre.
- (2002c): “U.S. Presses Bid for Escape Clause in Some Bonds”, en *Wall Street Journal*, 26 de septiembre.
- Rogoff, K. (1999): “International Institutions for Reducing Financial Instability”, documento de trabajo del National Bureau of Economic Research N° 7265 (julio).
- (2002): “Introductory Remarks to Discussion with Joseph Stiglitz on *Globalization and its Discontents*”, International Monetary Fund, 28 de junio.
- Roubini, N. (2002): “Do We Need a New Bankruptcy Regime?”, en *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 321-333.
- Sachs, J. (1995): “Do We Need an International Leader of the Last Resort?”, conferencia The Frank D. Graham Lecture presentada en la Universidad de Princeton.
- (2002): “Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries”, en *Brookings Papers on Economic Activities* 1: 257-286.
- Schleifer, A. (2003): “Will the Government Debt Market Survive?”, NBER documento de trabajo 9493.
- Taylor, J. B. (2002a): “Grants and Sovereign Debt Restructuring: Two Key Elements of a Reform Agenda for the International Financial Institutions”, testimonio ante la Joint Economic Committee of Congress, 14 de febrero ([www.house.gov/jec/hearings/taylor.pdf](http://www.house.gov/jec/hearings/taylor.pdf)).
- (2002b): “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective”, ponencia presentada en el Institute for International Economics, 2 de abril ([www.treas.gov/press/releases/po2056.htm](http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm)).
- Truman, E. M. (2002): “Debt Restructuring: Evolution or Revolution”, en *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 341-346.
- White, M. J. (2002): “Sovereigns in Distress: Do They Need Bankruptcy?”, en *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 287-316.



## CAPÍTULO 9

# *Crisis y recuperaciones: fracasos multinacionales y éxitos nacionales*

ALAN REYNOLDS\*

La gastada frase “crisis económicas” se volvió asombrosamente familiar en las últimas décadas, y ha sido usada más a menudo que la palabra “pánico” en el siglo pasado. Cuanto más trataba el Fondo Monetario Internacional de predecir y resolver las crisis económicas, más impredecibles e irreparables parecían estas crisis. Quizá la cura no ayude en nada. Quizá la cura sea la enfermedad más grave.

Las críticas a los préstamos del FMI se centran generalmente en dos puntos: 1) el supuesto impacto contraproducente de los programas de ajuste exigidos por el FMI sobre la performance económica de los países deudores, y 2) el efecto de riesgo moral, en que la sola disponibilidad de préstamos a tasas de interés por debajo de las tasas del mercado alienta más a políticos nacionales y a sus acreedores extranjeros a correr riesgos imprudentes y excesivos.

Este artículo se centrará en el primer punto, pero creo que éste se relaciona íntimamente con el segundo. Si las políticas exigidas por el FMI son percibidas como pautas que dejan al país con menores ingresos y más deudas, deberíamos suponer, entonces, que no son bien recibidas en los mercados financieros. En 1997-1998, la Bolsa de Corea cayó abruptamente *después* de que se dio a conocer el programa del FMI; la clasificación crediticia de Indonesia cayó *después* de que apareció el programa del FMI; y Rusia devaluó su moneda e incumplió sus pagos pocas semanas *después* de conocer el programa del FMI. Lane y Phillips (1992) proponen “comparar las posibilidades de riesgo moral con otras consecuencias de la disponibilidad de financiamiento del FMI para mitigar los efectos de las crisis”. Creo que no hay tal compensación: los préstamos del FMI implican riesgo moral y los programas del FMI agravan las crisis económicas en vez de mitigarlas.

\* Alan Reynolds es Senior Fellow del Cato Institute.



Mis trabajos anteriores sobre este tema se basaron en estudios de acontecimientos que mostraban que las dos condiciones comúnmente asociadas a los préstamos del FMI siempre causaban o agravaban las recesiones inflacionarias, y de ese modo empobrecían aún más a los países y los incapacitaban para servir sus deudas (Reynolds, 1998a, 1998b). La idea generalizada de que las políticas del FMI son perjudiciales ya no es la herejía que solía ser a comienzos de la década de 1980, cuando empecé a documentar el historial del FMI (Reynolds, 1985). Joseph Stiglitz (2000) y muchos otros (por ejemplo, Henderson, 1999, Hanke y Baetjer, 1997) han desaprobado recientemente la asesoría del FMI por considerarla perjudicial. Sin embargo, gran parte de esta crítica proviene del propio FMI y de su modelo keynesiano basado en la demanda (Lindsey, 1998; Schultz, Simon y Wriston, 1998).

Me permito discrepar, principalmente por la importancia que ha adquirido la política impositiva microeconómica tanto en las crisis como en las recuperaciones. El director de investigaciones del FMI, Kenneth Rogoff, equiparó la crítica de Stiglitz a la de los “expositores extremos del estilo reaganiano de economía de oferta de los años 1980” (Rogoff, 2002). Dicho con la intención de agravar, ese comentario revela la típica incomprensión del FMI de la diferencia entre un enfoque orientado hacia la demanda y otro orientado hacia la oferta. Ya en 1981, el economista Keith Marsden había observado que “Corea del Sur, Singapur, Malasia, Mauricio, Costa de Marfil y Brasil están entre los países que han seguido políticas de oferta durante varios años” (Marsden, 1981: 2). El consejo habitual del FMI, por el contrario, se parece al del presidente Hoover de los Estados Unidos, quien estableció aranceles prohibitivos en 1930 y triplicó las tasas del impuesto sobre las ganancias a mediados de 1932. Los resultados habituales también son semejantes.

Estoy en desacuerdo con aquellos críticos del FMI (incluso con Stiglitz) que se quejan de la austeridad fiscal en sentido keynesiano, y no hacen ninguna distinción entre los impuestos punitivos y las tarifas proteccionistas, por un lado, y la frugalidad en el gasto del gobierno, por el otro. En mi opinión, las compras gubernamentales obligan al sector privado a competir por recursos, lo que perjudica la rentabilidad de las inversiones privadas (Alesina *et al.*, 2002). Las transferencias del gobierno desalientan tanto a los que reciben los beneficios como a los contribuyentes que pagan. A este respecto, mis estudios confirman los estudios comparativos entre países de Alesina *et al.* (2002) y Barro (1991), que establecen que las reducciones de los gastos del gobierno son expansivas –y conducen al crecimiento económico–, mientras que las tasas impositivas más altas son contractivas.

Irlanda redujo radicalmente los gastos del gobierno en más de un 7 por ciento del PBI en 1986-1989, pero los resultados obtenidos fueron diferentes a lo previsto por el modelo de demanda. También rebajaron el impuesto sobre las utilidades corporativas al 15 por ciento y el impuesto sobre las ganan-

cias de capital al 20 por ciento. Como sostiene un informe reciente del FMI, Irlanda también “redujo de modo significativo la naturaleza excepcionalmente progresiva de la estructura impositiva y aumentó los incentivos laborales”. ¿Qué pasó? El crecimiento económico de 1989 a 2001 promedió el 7,2 por ciento anual. El FMI considera ahora que esa prosperidad es una prueba del esfuerzo impositivo insuficiente. “A pesar de que las tasas impositivas efectivas sobre el consumo en Irlanda ya son relativamente altas”, explica un informe del FMI de agosto de 2002, “podrían hacerse mayores esfuerzos en este campo” (Cerra y Soikkeli, 2002). Por suerte, Irlanda está en condiciones de ignorar estos sermones del FMI.

Algunos programas del FMI que se refieren, por ejemplo, a las regulaciones del mercado laboral doméstico pueden ser constructivos, no obstante, son intentos injustificables de intromisión neocolonial (Chari y Kehoe, 1998). De todos modos, mi propia crítica se limita a sólo dos de los temas constantes del FMI: 1) recomendaciones de tasas impositivas más altas para cubrir objetivos dudosos de déficit presupuestario, y 2) recomendaciones de devaluaciones masivas y deliberadas para cumplir con objetivos dudosos de déficit de cuenta corriente. Se trata de políticas ineficaces, dirigidas a objetivos inapropiados por medio de métodos destructivos que tienen como fin eliminar hipotéticos “déficit mellizos” en presupuestos y cuentas corrientes.

El presente trabajo resume y actualiza parte de mi trabajo anterior con el propósito de establecer una posición diferente, es decir, que las políticas del FMI de ningún modo pueden adjudicarse el mérito de las recuperaciones poscrisis, a no ser que se mantuvieran en vigor. Pero cada vez que las herramientas políticas fundamentales del FMI de elevar las tasas impositivas y devaluar la moneda se mantienen en vigor (por ejemplo, Turquía, excepto a mediados de la década de 1980, y la Argentina, excepto a comienzos de la década de 1990), las recuperaciones son débiles, infrecuentes y breves.

### *Programas del FMI de crisis, programas nacionales de recuperaciones*

La mayoría de los países se recupera naturalmente de las crisis después de un año más o menos, aun cuando algunos sigan repitiendo los mismos errores (y sean premiados con préstamos del FMI por cometerlos). México se recuperó después de 1995, por ejemplo, como lo hicieron los países del sudeste asiático, y Rusia después de 1998. El hecho de que las crisis sean normalmente temporarias, como lo fueron antes de que existiera el FMI, le hace muy fácil al FMI manifestar que no tiene culpa alguna de los malos tiempos, pero que se merece todos los honores por los buenos tiempos.

Una de las razones por las cuales las comparaciones habituales de antes y

después dejaron de ser creíbles es que, con frecuencia, la política económica tomaba un rumbo mientras el país se encontraba bajo la dirección del FMI y otro totalmente distinto cuando el país ya no estaba sujeto al régimen del FMI. En 1985, por ejemplo, el FMI afirmó que sus “políticas económicas ortodoxas” en 1980 explicaban por qué Corea del Sur se había convertido en un “ajuste exitoso” años después. Sin embargo, en 1980 y a comienzos de 1981, mientras Corea estaba bajo el acuerdo *stand-by* del FMI, “las condiciones económicas se deterioraron muchísimo y [...] bajó la producción. Al mismo tiempo, se disparó la inflación” (*IMF Survey*, 1985). Corea del Sur redujo un 19 por ciento la tasa marginal de su impuesto sobre las ganancias en cuanto finalizó el programa del FMI, y otros 20 puntos porcentuales en la época en que el Fondo decidió que la fuerte recuperación se debía, sin duda alguna, a las políticas “ortodoxas” impuestas durante el peor año de posguerra en Corea.

El cuadro 1 presenta un esquema general de los cambios de política exigidos por el FMI en una muestra de once países (una combinación de mayores tasas impositivas y tarifas, y devaluación monetaria) contrastada con políticas seguidas después de finalizado el programa del FMI (reducciones dramáticas en tasas impositivas y/o tarifas). No tiene sentido adjudicarle al FMI el mérito del mayor crecimiento económico en países que cambiaron completamente las políticas del FMI. Las condiciones sobre políticas relacionadas con los préstamos del FMI a menudo causaron o agravaron las contracciones inflacionarias. Las recuperaciones más exitosas o “milagrosas” ocurrieron sólo después de que los países invirtieron las políticas impuestas por el FMI. Como muestra el cuadro 1, el ejemplo coreano fue típico, puesto que se reinició el crecimiento y bajó la inflación sólo después de la retirada del FMI.

En un capítulo de mi libro de 1998, *Money and the Nation State*, presenté más ejemplos que demuestran que las exigencias del FMI para subir los impuestos y devaluar la moneda siempre han contribuido a las crisis, mientras que las políticas que sacaron a los países de las crisis —y que incluso produjeron “milagros económicos”— fueron siempre de fabricación casera (Reynolds, 1998a).

El FMI exigió devaluaciones masivas de moneda e impuestos y tarifas más altos para Corea del Sur en 1980, en Chile y Mauricio en 1982, en Jamaica en 1978 y 1983. En cada uno de los casos, el resultado fue una caída profunda de la producción y el empleo, y una enorme inflación. Una encuesta de 34 programas del FMI realizada por Sebastian Edwards (1989) reveló que “la inflación aumentó significativamente”. Los planes del FMI siempre desembocaron en casos extremos de “*estanflación*”. En Corea del Sur, un ejemplo relativamente moderado, la economía se redujo el 5 por ciento en 1985, mientras que la inflación subió al 35 por ciento. No obstante, el FMI se muestra orgulloso del hecho de que la cuentas corrientes en esas situacio-

Cuadro 1. Programas del FMI en las crisis y programas nacionales en la recuperación

País	Plan FMI	¿Devaluar?	Subir impuestos	¿Subir tarifas?	Plan nacional	Reducción de la tasa más alta de interés (%)	¿Impuestos empresariales más bajos?	¿Tarifas más bajas?
Argentina	1989	Sí	¿?		1990-1992	45 a 30		Sí
	1996	¿?	Sí					
Bolivia	1983	Sí			1986	45 a 30 a 10	Sí	
Brasil	1998	¿?	Sí		1990	50 a 25		
Chile	1985	Sí	Sí	Sí	1986	65 a 35	Sí	Sí
Corea del Sur	1980	Sí	Sí		1981-1982	89 a 70		Sí
Jamaica	1978	Sí	No		1986	58 a 33		
	1983	Sí	Sí					
	1990	Sí	Sí					
Mauricio	1979-1982	Sí	Sí	Sí	1983	70 a 35	Sí	
México	1983	Sí	¿?		1989-1990	60 a 35		
	1989	Sí	¿?		2001	40 a 30		
	1995	Sí	Sí					
Perú	1977-1979	Sí	Sí		1992-1993	50 a 30	Sí	
					2001	30 a 20	Sí	
Rusia	1992	Sí	Sí		1993	60 a 30	No	
	1998	¿No?	Sí		2001	30 a 13	Sí	
Turquía	1970	¿?	¿?		1985-1986	75 a 50		Sí
	1979	Sí	Sí					

Nota. Los signos de interrogación indican que se desconoce la naturaleza exacta de los programas del FMI, a pesar de que se aplicaron sus políticas (por ejemplo, la devaluación). Los espacios en blanco indican que no hubo cambio.  
Fuente: Reynolds (1998a), actualizado por el autor.

nes “mejoraban” por lo general –porque las economías improductivas ya no podían permitirse las importaciones esenciales.

Después de que los políticos miopes se apropiaban de todo el botín del FMI que podían conseguir, sus sucesores o ellos mismos daban marcha atrás. En 1982, sólo meses después de terminado el plan del FMI, Corea del Sur redujo radicalmente su tasa marginal del impuesto sobre las ganancias en 19 puntos porcentuales, y luego bajó a la mitad la tasa impositiva sugerida por el FMI en 1980. En 1983 Mauricio redujo el impuesto más alto de 70 a 35 por ciento, lo que llevó a Paul Romer (1993) a pensar más adelante que ésta era la explicación más aceptable del completo cambio de aquel país. En 1985, Chile disminuyó por poco tiempo el impuesto más alto de 65 a 35 por ciento (luego lo subió 10 puntos porcentuales), rebajó masivamente las tarifas y los impuestos corporativos y eliminó los impuestos de la seguridad social por medio de la privatización. En 1986, el Japón redujo su tasa impositiva más alta de 58 a 33 por ciento. Parafraseando a Rogoff, estos países fueron sólo una pequeña muestra de los muchos “exponentes extremos de la economía de oferta”. A todos los Países Asiáticos de Industrialización Reciente (Asian Newly Industrializing Countries) les cabe muy bien esa descripción.

### *Devaluaciones profundas y deliberadas*

Cuando protesto contra la exigencia del FMI de devaluar la moneda como precondition para acceder a un préstamo (con frecuencia *antes* de la autorización del préstamo), me refiero a una devaluación *sustancial* dirigida a eliminar un déficit de cuenta corriente (y el superávit de la cuenta de capital). Esto funciona hasta cierto punto, pero sólo porque las recesiones profundas reducen las importaciones. Si bien la devaluación no es la panacea favorita del FMI, es un buen sustituto de nuevos y mayores impuestos. En efecto, es bastante corriente que los economistas del FMI hagan comentarios flagrantes a favor de la inflación –tales como “los países con inflaciones altas no han devaluado lo suficiente sus monedas”, o “si se descarta la devaluación del tipo de cambio, es probable que se necesite un ajuste de la política monetaria” (Corden, 1987: 21-23). Debido a que los modelos keynesianos cosecha 1957 del FMI dependen de la Curva de Phillips (que excluye la *estanflación* por definición), el hecho de que la devaluación y el aumento de impuestos produzcan recesión inflacionaria no deja de sorprenderlos siempre. Las proyecciones de inflación del FMI están “sistemáticamente debajo de los resultados (un hallazgo que confirma las conclusiones de estudios anteriores)” (Musso y Phillips, 2002: 47).

La edición de 1989 del anuario *Trends in Developing Countries* del Banco Mundial describe la manera como el programa de devaluación del FMI desintegró Yugoslavia:

El dinar fue devaluado 19,3 por ciento en términos reales [y] se impusieron límites estrictos al aumento de los salarios nominales [...] El programa recibió el apoyo del FMI [...] la producción disminuyó cerca del 2 por ciento, y la inflación se aceleró hasta alcanzar el 251 por ciento a fines de año (Reynolds, 1998b).

Estas devaluaciones deliberadas son literalmente imposibles con un tipo de cambio fijo verdadero, como el bloque del euro o los sistemas de caja de conversión de Hong Kong y Estonia, y esto quiere decir que mi crítica a la utilización de grandes devaluaciones para desalentar las importaciones no tiene nada que ver con que los países pequeños “deberían” fijar o flotar. Si es posible devaluar los tipos de cambio deliberadamente, entonces no estaban ni fijos ni flotando. El llamado tipo de cambio “fijo” es equivalente a la “flotación sucia”, porque ambos dependen del capricho impredecible de las presiones políticas, que incluyen las presiones del FMI. “El sistema de cambio fijo”, dice Mundell (1997), “merece que se lo desacredite como el peor de los sistemas”. Y Milton Friedman (1997: 44) agrega: “Para la mayoría de los países en desarrollo, creo que la mejor política sería [...] la de unificar su moneda con la moneda de un país desarrollado grande y relativamente estable”.

En febrero de 2001 el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Paul O’Neill dijo: “Apoyamos fuertemente la medida de hoy del gobierno de Turquía de hacer flotar la lira turca”. Predijo que así se reforzaría “el crecimiento y la disminución de la inflación en Turquía” (Moore, 2001). ¿Creían los asesores del secretario del Tesoro que la lira turca estaba *fija* mientras caía de 200.000 a 1,6 millones por dólar bajo los programas del FMI desde fines de 1997? ¿Supusieron que Turquía o el FMI pensaban que la lira podría flotar *hacia arriba* repentinamente en 2001, y así contribuir a la disminución de la inflación? En realidad, los turcos han sido desde hace mucho los alumnos modelo del manejo del FMI del tipo de cambio. Si la inflación es del 40 por ciento, devalúan alrededor del 50 por ciento para asegurarse de que sus exportaciones sigan siendo “competitivas”. Entonces, cuando la inflación sube al 60 por ciento, devalúan el 70 por ciento, y así sucesivamente. Las tasas de interés tienen que mantenerse por encima de la tasa de inflación, o este juego de morderse la cola podría desencadenar la hiperinflación. Las altas tasas de interés nominal aseguran que el servicio de la deuda absorba la mayor parte del presupuesto, lo que produce un enorme déficit nominal que es necesario financiar. La inflación empuja a todos a las bandas impositivas altas, de modo que lo que queda de la economía funciona de modo subterráneo. No se puede financiar el déficit con la venta de bonos porque la devaluación continua llega en oleadas interminables. El Banco Central termina por imprimir billetes para pagar los intereses inflados de los bonos de gobierno, lo que impulsa otra ronda de inflación, otra devaluación para mantener la competitividad, más inflación, y así sucesivamente. La única manera de escapar de

esta espiral hacia abajo es dejar de aceptar el dinero del FMI y las condiciones políticas que lo acompañan.

### *Prosperidad política, dolor privado*

Los apologistas del FMI podrían responder que las políticas “dolorosas” que precedieron a las políticas exitosas no relacionadas con el FMI fueron necesarias para los ajustes de corto plazo. Incluso algunos críticos del FMI aceptan la idea de que las buenas políticas deben ser dolorosas, en el sentido de reducir y debilitar la economía, pero no estoy de acuerdo. No es posible lograr que los deudores sean más solventes reduciendo su capacidad e incentivo para obtener más ingresos, y esto se aplica tanto a los países como a las familias y las empresas. La frugalidad en los gastos del gobierno puede de hecho ser dolorosa para los políticos, pero no es dolorosa para los contribuyentes o para la economía privada, que depende de incentivos y de los ingresos una vez deducidos los impuestos del contribuyente.

No hay separación lógica entre las políticas exigidas para ajustes de corto plazo y las políticas exigidas para el desarrollo a largo plazo, y no hay ninguna separación fundamental entre las metas macroeconómicas y las políticas microeconómicas necesarias para alcanzar esas metas. Sin embargo, pareciera que la división de tareas entre el FMI y el Banco Mundial estuviera basada en la suposición de que el ajuste de corto plazo tiene prioridad sobre las necesidades de desarrollo de largo plazo, de modo que el Banco Mundial no hará préstamos hasta que el plan del FMI no entre en vigor. En cierto sentido, el Banco Mundial y el FMI tienen metas contradictorias. El Banco Mundial intenta alentar el flujo del capital privado hacia los países más pobres con oportunidades de inversión potencialmente atractivas. En la medida en que logre su objetivo, el país en desarrollo experimentará un superávit en su cuenta de capital y un déficit equiparable en su cuenta corriente. Por desgracia, el objetivo crucial de los programas de ajuste del FMI es eliminar los déficit de cuenta corriente, lo cual equivale exactamente a eliminar las entradas de capital, incluso hasta los aportes de capital del exterior a empresas privadas (lo contrario de flujos de crédito multilateral de contribuyentes occidentales a políticos extranjeros dudosos).

Los requisitos para la mejora periódica de los estándares de vida nunca son incompatibles con lo que se precisa para “ajustarse” a las dificultades de corto plazo. Las economías exitosas necesitan derechos de propiedad invulnerables, mercados competitivos de factores y productos (lo que presupone el libre comercio), leyes comerciales que sean lo suficientemente claras para frustrar los caprichos regulatorios, y un sistema de impuestos y transferencias con la menor posibilidad de distorsiones y desincentivos (Reynolds, 1996). Ningún país

obtiene un puntaje perfecto en todos los rubros, pero los que alcanzan los más altos integran el índice Cato de libertad económica. En una crisis, los países necesitan más que nunca contar con estos ingredientes fundamentales.

### *Asesoría mala e irrelevante para Asia*

En 1997-1998 se comentaba ampliamente que la crisis asiática era la prueba de que el “milagro” anterior sólo había sido una ilusión, y muchos predijeron que tendrían que transcurrir varias décadas hasta que Indonesia, Malasia y otros países volvieran a ponerse en pie nuevamente. Hubo incluso predicciones de que el “contagio” iba a poner a las grandes economías occidentales al borde del abismo, lo que provocó que los bancos centrales principales bajaran las tasas de interés en el otoño de 1998 (*después* de que la producción industrial tocó fondo en mayo en Indonesia y en julio en Corea). Todo esto no fue sino un ataque de histeria excesivo. Hubo un problema de insolvencia agravado por los requisitos del FMI para que todos los países afectados adoptaran planes de austeridad, y en particular que disminuyeran las importaciones. Puesto que todos contaban fuertemente con el comercio regional, incluso Hong Kong, el hecho de exigir que cada país disminuyera drásticamente sus importaciones fue el equivalente a un “contagio” ordenado por el FMI.

Hasta hoy, el FMI insiste en que “la crisis que afectó a varios países asiáticos en 1997 fue sorpresiva para casi todos los observadores” (Berg, 2000). Pero si en el FMI se hubieran tomado el trabajo de leer el *Financial Times*, habrían descubierto titulares como éstos:

- 19 de junio de 1996: “Malasia: señales de grietas en el Edificio Mahathir”.
- 12 de agosto de 1996: “Los Tigres paran para recobrar el aliento: movimientos monetarios desfavorables y caída en la demanda de materiales eléctricos altera el progreso de la región”.
- 16 de agosto de 1996: “El déficit del comercio filipino se profundiza: aumenta la presión para realizar una devaluación de la moneda”.

El 16 de mayo de 1996 el subtítulo de un artículo del *Far Eastern Economic Review* fue: “Tailandia necesitaría un baht más vigoroso y arriesgado”. El baht estaba fijado a una canasta de yens, dólares y marcos, y el FMI estaba presionando para lograr una “banda más ancha”.

Un titular de *USA Today* del 8 de octubre de 1996 observó que “Las economías asiáticas están comenzando a perder impulso”.

En 1997 la primera movida infame del FMI en Asia fue la de dar instruc-



ciones a Tailandia para que aumentara el impuesto al valor agregado. Siguiéron después exigencias de que Indonesia y Corea también desarrollaran superávit presupuestarios. No hay ninguna escuela de economía que pueda explicar la necesidad de contar con austeridad fiscal para resolver un problema bancario o monetario. La mejor defensa del FMI respecto de su creencia de que los superávit presupuestarios son convenientes consiste en reciclar el viejo mito de los “déficit mellizos” —una teoría que predijo inequívocamente que los Estados Unidos llegarían a tener en el año 2000 un gran superávit comercial y Japón un déficit comercial igualmente grande.

Finalmente, la mayor parte de la intromisión fiscal y regulatoria del FMI en Asia fue en gran parte impropcedente e ignorada con frecuencia. Hutchison (2001: 2) descubrió que “el inesperado (error de predicción) colapso de la producción en Malasia —donde no se siguió un programa del FMI— fue similar en magnitud al de los países que adoptaron programas del FMI”. Más tarde, sin que muchos extranjeros se dieran cuenta, Malasia silenciosamente eximió a los contribuyentes de las deudas del impuesto sobre las ganancias, una demostración más bien atrevida de la irrelevancia de la ortodoxia fiscal del FMI.

### *La Argentina intentó subir los impuestos cada año pero Rusia adoptó el impuesto proporcional*

En años recientes, los aumentos impositivos y las devaluaciones sucesivas del FMI siguieron causando grandes sufrimientos. Y aun así el alivio sólo llega en caso de que se descarten y reviertan esas políticas. La Argentina capituló repetidamente ante las exigencias del FMI, desoyendo los consejos opuestos de Sebastian Edwards (1996) y Steve Hanke y creó nuevos impuestos o más altos en 1998, 1999, 2000 y 2001 (Warn, 1998, describe la gran preocupación del empresariado desde la primera ronda de impuestos). Como era de esperar, la economía cayó en recesión, de la que no se recuperó. En enero de 2002 la Argentina les robó a sus ciudadanos una vez más, al no cumplir con su compromiso de convertir pesos en dólares a la par y al cerrar los bancos cuando los depósitos en pesos empezaron a disminuir en valor. No queda claro si el FMI recomendó el manoseo previo del sistema de caja de conversión que finalmente lo condenó al fracaso, pero el economista del FMI Michael Mussa, entre otros, decía desde hacía tiempo que la devaluación enriquecería a la Argentina en vez de empobrecerla, y utilizaba al Brasil como un ejemplo bastante cuestionable. Sea quien fuere el culpable, los resultados de subir los impuestos y devaluar la moneda son, una vez más, dolorosamente obvios. Casi de inmediato, la inflación fue mucho peor de lo que había previsto el FMI, como siempre.

Luego el Brasil tuvo su segundo colapso monetario en cuatro años. El primero se debió a su alejamiento del plan “real” y al aumento de la base monetaria, mientras las reservas de divisas disminuían (creando efectivo nuevo a través de la mesa de mercado abierto y luego comprándolo en la mesa de divisas, como hizo México en 1994). Esta tontería pudo haber sido la consecuencia del consejo del FMI (O’Grady, 1998). Mientras tanto, Turquía seguía pidiéndole “apoyo” al FMI (o sea, aumentando rápidamente su deuda con el FMI), al tiempo que mantenía las tasas impositivas insoportablemente altas y su moneda cada vez más devaluada.

Rusia es el ejemplo más reciente y fascinante de un país que se salvó del abrazo mortal del FMI cuando invirtió completamente las políticas impositivas de ese organismo. Rusia estuvo dominada por el Fondo desde 1992 hasta 2000. Obtener nuevos préstamos para pagar los viejos préstamos del FMI requería la promesa de establecer impuestos nuevos y más altos. El 16 de julio de 1998, la carta de intención de Rusia prometía que “el presupuesto del gobierno federal tiene como objetivo un superávit primario de no menos [...] del 3 por ciento del PBI [...] en virtud de las medidas de política impositiva” (además de cuadruplicar el impuesto territorial, agregar un nuevo impuesto a las ventas del 5 por ciento y un 3 por ciento de sobretasa a las tarifas). Este lamentable suicidio económico permitió que el FMI y otros impusieran a los contribuyentes rusos otros US\$ 21 mil millones de deuda. En cuatro semanas, sin embargo, la mortífera combinación de deuda y políticas impositivas del FMI provocaron un éxodo masivo de capital que empujó a Rusia a la devaluación, y al default de la deuda con los acreedores privados (no la contraída con el FMI). La economía rusa disminuyó el 5 por ciento ese año.

El nuevo gobierno de Putin pronto dejó de pedirle préstamos y consejos al FMI. En vigor a partir de 2001, Rusia dio el sorprendente paso de adoptar un impuesto proporcional a los ingresos personales del 13 por ciento (anteriormente, del 30 por ciento), bajó el impuesto sobre las ganancias corporativas de 35 a 24 por ciento, y redujo cuatro puntos porcentuales los impuestos sobre los salarios. Con más estímulos para trabajar en la economía formal y menos para evadir las bajas tasas impositivas, el FMI reseña de mala gana que “la performance impositiva ha excedido las expectativas generales” (Mansoor y Spatafora, 2002). En 2001 y 2002, Rusia obtuvo en la Bolsa las ganancias más altas del mundo.

### *Conclusión*

Dos economistas del Minneapolis Fed analizaron los fundamentos del FMI a medida que fue reinventándose desde 1971 y llegaron a la conclusión

de que “el FMI debería cesar por completo su práctica de otorgamiento de créditos” (Chari y Kehoe, 1998). Ése sería un buen comienzo.

El riesgo moral de los préstamos de FMI ha aumentado el peligro de que se produzcan las crisis, y las condiciones políticas ligadas a los préstamos del FMI siempre hacen que esas crisis sean más severas de lo que hubiera ocurrido sin los préstamos. El FMI utiliza préstamos baratos con el fin de sobornar a los funcionarios electos para que éstos suban las tasas de los impuestos o tarifas y devalúen fuertemente la moneda. El resultado siempre lleva a una depresión inflacionaria. En este punto, casi siempre un nuevo grupo de políticos hace su aparición para deshacer el daño del FMI, bajando las tasas de los impuestos y de las tarifas, y estabilizando la moneda –políticas que se ubican en el polo opuesto a las recomendadas por el FMI y sus asesores académicos.

“Podría parecer raro”, escribe Michael Hutchison, “que los países optaran por participar en un programa de estabilización del FMI si no fuera en beneficio propio” (Hutchison, 2001: 2). En realidad, eso parece raro sólo si se da por sentado que los políticos cuentan con el incentivo y el conocimiento suficiente para actuar en beneficio “del país”. Los programas del FMI implican un *problema de agencia*, porque los que adquieren el poder de gastar el dinero del FMI para beneficio político o personal no son los que tienen que pagar el préstamo. La nueva deuda se convierte en la obligación de los futuros contribuyentes, pero los responsables que asumen la obligación son políticos del momento cuyos intereses personales no coinciden necesariamente con los de los deudores reales. La renovación continua de la deuda del FMI puede ser una gran carga para los contribuyentes de un país durante muchos años, pero la decisión de incurrir en esas deudas recae en políticos cuya permanencia en el poder suele ser de pocos meses.

Los políticos que deciden participar en los programas del FMI (pero que no pagan los préstamos) incluyen a los talibanes, a Saddam Hussein y a otros dictadores de Somalia y Zimbabwe. ¿Realmente parece raro que estos “diseñadores de políticas” estafen alegremente al FMI y se apropien del botín más allá de las consecuencias para sus “pueblos”? Incluso en regímenes democráticos los funcionarios electos son vulnerables en extremo durante las crisis, de modo que cuentan con plazos muy cortos en los que los préstamos del FMI resultan ser, ante todo, medios para comprar tiempo y votos. En resumen, invitar a los países a utilizar préstamos para salir de las deudas ocasiona problemas de agencia así como riesgos morales.

Los países que enfrentan demasiada deuda y muy pocos ingresos no necesitan más deuda y menos ingresos. Sin embargo, eso es precisamente lo que ocurre cuando los políticos con miopía congénita sucumben a las tentaciones políticas de corto plazo para aceptar créditos baratos a cambio de capitular ante las políticas de estanflación del FMI.

Los países que enfrentan demasiada deuda y muy pocos ingresos necesi-

tan renegociaciones de deuda y no rescates. Necesitan adoptar políticas que alienten a sus empresas y trabajadores a incrementar la producción y el comercio, y no políticas que pretendan ahogar estas actividades.

Si el FMI desempeña un papel legítimo en la prevención de las crisis y la recomposición de las economías con problemas, todavía no lo ha demostrado en la práctica.

## REFERENCIAS

---

- Alesina, A.; Ardagna, S.; Perotti, R. y Schiantarelli, F. (2002): "Fiscal Policy, Profits, and Investment", en *American Economic Review* 92 (junio): 571-589.
- Barro, R. (1991): "Economic Growth in a Cross Section of Countries", en *Quarterly Journal of Economics* 106 (2): 407-443.
- Berg, A. (2000): "The Challenges of Predicting Economic Crises", en *IMF Economic Issues* N° 22 (julio).
- Cerra, V. y Soikkeli, J. (2002): "Ireland: Selected Issues", en *IMF Country Report* N° 02/171 (agosto).
- Chari, V. V. y Kehoe, P. J. (1998): "Asking the Right Questions About the IMF", en el *Annual Report* del Federal Reserve Bank of Minneapolis .
- Corden, M. (1987): "Protection and Liberalization", en *IMF Occasional Paper* N° 54 (agosto).
- Edwards, S. (1989): "The International Monetary Fund and the Developing Countries: A Critical Evaluation", en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Países Bajos, Holanda del Norte.
- (1996): "More IMF Austerity Won't Cure What Ails Argentina", en *Wall Street Journal*, 30 de agosto.
- Friedman, M. (1997): "The Fix is Out", en *National Review*, 24 de noviembre: 44.
- Hanke, S. H. y Baetjer, H. (1997): "The IMF Hydra", en *Jobs and Capital* 6 (primavera).
- Henderson, D. R. (1999): "Global Warning", en *Red Herring* (marzo).
- Hutchison, M. (2001): "A Cure Worse Than The Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs", en *Federal Reserve Bank of San Francisco*, documento de trabajo N° PB01-02 (marzo).
- IMF Survey* (1995): "Korea's Orthodox Stabilization Policies Lead to Sharp Economic Growth in 1981-1984", 7 de octubre.
- Lane, T. y Phillips, S. (1992): "Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?" ([www.imf.org/external/ubs/ft/issues/issues28/index.htm](http://www.imf.org/external/ubs/ft/issues/issues28/index.htm)).
- Lindsey, L. B. (1998): "The IMF: No Room for an International Agency in a Global Economy", en *The Brookings Review* (verano).
- Mansoor, A. y Spatafora, N. (2002): "Tax Reform in Russia since 1999", en *Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report N° 02/75 (abril).
- Marsden, K. (1981): "Where the Supply-Side Path is Old Hat", en *New York Times*, 23 de agosto.
- Meltzer, A. H. y Sachs, J. D. (2000): "A Blueprint for IMF Reform", en *Wall Street Journal*, 8 de marzo.

- Moore, M. (2001): "Turkey's Currency Keeps on Tumbling", en *Washington Post*, 23 de febrero: A14.
- Mundell, R. A. (1997): "Optimum Currency Areas", presentación en la Universidad de Tel-Aviv, 5 de diciembre ([www.columbia.edu/~ram15/eOCATAviv4.html](http://www.columbia.edu/~ram15/eOCATAviv4.html)).
- Musso, A. y Phillips, S. (2002): "Comparing Projections and Outcomes of IMF-Supported Programs", en *IMF Staff Papers* 49 (1): 22-48.
- O'Grady, M. A. (1998): "Whatever the IMF Says, Brazil Should Defend the Real", en *Wall Street Journal*, 16 de enero.
- Reynolds, A. (1985): "Some International Comparisons of Supply-Side Tax Policy", en *Cato Journal* 5 (2) (otoño) 543-569.
- (1996): "National Prosperity Is No Mystery", en *Orbis* 40 (primavera): 199-213.
- (1998a): "The IMF's Destructive Recipe: Rising Tax Rates and Falling Currencies", en K. Dowd y R. H. Timberlake (eds.), en *Money and the Nation State*, Londres, Transactions Publishers for The Independent Institute.
- (1998b): "Imperial Rule", en *National Review*, 9 de noviembre.
- Rogoff, K. (2002): "An Open Letter to Joseph Stiglitz", IMF, 2 de julio ([www.imf.org/external/np/ve/2002/070202.htm](http://www.imf.org/external/np/ve/2002/070202.htm)).
- Romer, P. (1993): "Two Strategies for Economic Development: Using Ideas and Producing Ideas", en L. H. Summers y S. Shah (eds.), en *Proceedings of the World Annual Conference in Development Economics*, 1992, 103-109, Washington, The World Bank.
- Schultz, G. P.; Simon, W. E. y Wriston, W. B. (1998): "Who Needs the IMF?", en *Hoover Digest*, N° 2.
- Stiglitz, J. (2000): "What I Learned at the World Economic Crisis", en *The New Republic*, 17 de abril.
- Warn, K. (1998): "Tax Reforms Anger Argentine Business", en *Financial Times*, 31 de marzo.

## CAPÍTULO 10

# *Reparación de la relación acreedor-deudor en el mercado financiero internacional*

IAN VÁSQUEZ\*

### *Introducción*

*En el caso de que llegase a ser indispensable para un Estado declarar-se 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. Durante cientos de años los gobiernos han llevado a sus países a tener problemas con sus acreedores, de modo 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 ochenta, en la resolución de los problemas financieros se han tratado los problemas de insolvencia como si fueran de falta de liquidez y se 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

\* Ian Vásquez es director del Proyecto sobre Libertad Económica Global del Cato Institute. Este ensayo fue publicado originalmente en su versión en inglés en el *Cato Foreign Policy Briefing*, N° 54, del 27 de septiembre de 1999.

privados en México en 1995, al igual que lo ha estado haciendo en Asia y Brasil desde 1997, dejando que la cuenta final sea pagada por los ciudadanos comunes. A la vez de otorgar rescates masivos, el Fondo intenta que su participación motive a los inversionistas privados a pagar mayores costos en la resolución de las crisis. Pero la racionalidad de este comportamiento, 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, permitiendo el acceso del público a las cartas de intención, a los análisis de países y a otros documentos que hasta hace poco han sido sólo de circulación interna. Queda aún por verse si la burocracia prestamista será lo suficientemente transparente como para introducir un mayor grado de responsabilidad frente a las acciones que realiza.

Aun 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.<sup>1</sup> Aunque en principio el Fondo provee créditos de corto plazo requiriendo a

1. Véanse, por ejemplo, Yeager, Leland B. (1976): *International and Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, Nueva York, Harper and Row; Yeager, Leland B. (1988): "How to Avoid International Financial Crises", en *Cato Journal* 17, N° 3 (invierno): 257-65; Friedman, Milton (1983): "No' to More Money for the IMF", en *Newsweek*; Walters, Alan (1994): "Do We Need the IMF and the World Bank?", *Current Controversies*, N° 10, Londres, Institute of Economic Affairs; Dornbusch, Rudi (1997): "A Bailout Won't Do the Trick in Korea", en *Business Week*, 8 de diciembre; Lal, Deepak (1998): "Don't Bank on It Mr. Blair", en *The Spectator*, Londres, 26 de septiembre, y Barro, Robert J. (1998): "The IMF Doesn't Put Out Fires, It Starts Them", en *Business Week*, 7 de diciembre.

cambio que los gobiernos que los solicitan mejoren sus políticas macroeconómicas e introduzcan reformas estructurales, en la práctica ha entregado créditos a docenas de gobiernos durante décadas. Setenta países han dependido del crédito del Fondo durante 20 años o más. Una vez que un país recibe un crédito del Fondo, tiende a depender del crédito del FMI por la mayoría, si no el cien por ciento, de los años que siguen.<sup>2</sup> 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 esa 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 fines de los ochenta. Una evaluación adecuada del desempeño del Fondo requiere un escrutinio cuidadoso de la utilización de los recursos y del asesoramiento que brindó 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?<sup>3</sup> 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. No ha satisfecho a la comunidad financiera internacional la explicación del Fondo de que advirtieron oportunamente a las autoridades tailandesas, en forma confidencial. Este episodio sólo resalta el conflicto inherente al rol múltiple del Fondo como agencia calificadora 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 desempeñar ambos roles, el conflicto seguirá existiendo.<sup>4</sup>

2. Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics*, Washington, FMI, varias ediciones.

3. EL FMI reduce 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. Véase por ejemplo, de Beaufort Wijnholds, Onno (1999): "Maintaining an Indispensable Role", en *Financial Times*, 1º de marzo, y Wessel, D. (1997): "Rubin Says Global Investors Don't Suffer", en *Wall Street Journal*, 19 de septiembre. El llamado del Fondo a ejercer mayor 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



Una característica reciente de los rescates del Fondo Monetario ha sido su tamaño: el FMI ha proporcionado más de US\$ 280 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”.<sup>5</sup> A pesar del resultante riesgo moral, el FMI ha dado poca importancia a la existencia de este problema, aun 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”.<sup>6</sup>

### *Resolución de 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 consideraron que las negociaciones directas entre los países deudores y sus acreedores eran poco viables. Los bancos más grandes de los Estados Unidos habían otorgado a gobiernos soberanos créditos que excedían su capital. Había gran ansiedad en la mayoría de estos bancos para que el FMI otorgara fondos; la misma situación se vivía también en los países del Tercer Mundo que buscaban evitar la cesación de sus pagos y tener un acceso fácil a estos crédi-

---

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”. Véase Barro.

5. Bordo, Michael D. y Schwartz, Anna J. (1998): “Under What Circumstances, Past and Present, Have International Rescues Been Successful?”, en *National Bureau of Economic Research*, ensayo N° 6824 (diciembre): 43.

6. Federal Reserve Bank of Minneapolis (1999): *1998 Annual Report: Asking the Right Questions about the IMF*, Minneapolis, Federal Reserve Bank (mayo): 6,3.

tos. 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.<sup>7</sup>

Inicialmente, los países desarrollados respondieron a la posibilidad de que los países del Tercer Mundo no pudieran pagar su deuda como si se tratara de un problema de liquidez, de modo 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 ajustes estructurales, ya que las autoridades creían que los países endeudados necesitaban tiempo para poner sus finanzas en orden. De acuerdo con los programas del FMI, los países aumentaron impuestos y aranceles, y redujeron el gasto público. Hacia 1985, cuando ya era 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. A cambio de estos nuevos aportes, los países deudores deberían liberalizar sus economías.

Hacia 1987 fue evidente que esta estrategia no estaba funcionando. Los países hacían muy poco por lograr las reformas económicas, aun 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.<sup>8</sup> 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. Sebastian Edwards, ex economista en jefe para América latina del

7. Goodhart, Charles A. E. (1988): *The Evolution of Central Banks*, Cambridge, MIT Press: 48-49.

8. Krugman, Paul (1994): "LDC Debt Policy", en *American Economic Policy in the 1980s*, Martin Feldstein (ed.), Chicago, University of Chicago Press: 700.

Banco Mundial, se refirió al FMI como una organización “que forma parte 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. Éste no es el caso de muchos países y todo el mundo lo sabe”.<sup>9</sup> 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 éstos, 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 ha fallado en su intento por empujar los indicadores clave de las finanzas gubernamentales y el crédito doméstico en la dirección correcta [...]. El poder del FMI sigue 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.<sup>10</sup>

A pesar de la incapacidad del Fondo para velar por el cumplimiento de las condiciones de 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.<sup>11</sup> 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. La región se endeudó más, los bancos privados norteamericanos pudieron postergar el reconocimiento de las pérdidas y el nivel de vida de los latinoamericanos cayó.<sup>12</sup> Como Anna Schwartz comentó en su discurso como presidenta de la Western Economics Association, “La intervención

9. Edwards, Sebastian (1989): “The International Monetary Fund and the Developing Countries: A Critical Evaluation,” en Karl Brunner y Allan H. Meltzer (eds.), *IMF Policy Advice, Market Volatility, Commodity Price Rules and Other Essays, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Amsterdam: 39.

10. Remmer, Karen L. (1986): “The Politics of Economic Stabilization: IMF Standby Programs in Latin América, 1954-1984,” en *Comparative Politics* 19, N° 1 (octubre): 21.

11. Véase Vásquez, Ian (1997): “The Record and Relevance of the World Bank and the IMF,” en Ted Galen Carpenter (ed.), *Delusions of Grandeur: The United Nations and Global Intervention*, Washington, Cato Institute: 243, y Meltzer, Allan H. (1999): “What’s Wrong with the IMF? What Would Be Better?”, en William C. Hunter, George G. Kaufman, y Thomas H. Krueger (eds.), *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, Boston, Kluwer Academic Publishers: 246.

12. 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 endeuda-

de los jugadores oficiales ha prolongado y empeorado el problema de la deuda".<sup>13</sup> Peter Lindert observó 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".<sup>14</sup>

Hacia fin de la década de 1980 y principios de la de 1990, fuimos testigos de la implementación masiva de reformas de mercado, un acontecimiento por el cual el FMI toma el crédito. Sin embargo, estas reformas fueron resultado de una necesidad económica nacida del colapso de la planificación central. Como lo señala el economista Deepak Lal, "simplemente no es creíble que la condicionalidad de los ajustes estructurales, los programas estabilizadores y el dinero que los acompañaba, fueran las razones por las que los países con crisis de deuda (y otros) se hayan volcado, 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".<sup>15</sup>

En América latina, centro de la crisis de la deuda del Tercer Mundo, el momento clave ocurrió en 1987, cuando el Citibank respondió a los problemas de pago de la deuda de Brasil anunciando que provisionaría 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, ayudaron 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 bas-

---

dos", en Dornbusch, Rudiger (1986): *Dollars, Debts and Deficits*, Cambridge, MIT Press: 140.

13. Schwartz, Anna J. (1989): "International Debts: What's Fact and What's Fiction?" en *Economic Enquiry* 27, N° 1 (enero): 4.

14. Lindert, Peter H. (1990): "Response to Debt Crisis: What Is Different about the 1980s?" en Barry Eichengreen y Peter H. Lindert (eds.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, MIT Press: 250-51.

15. Lal, Deepak (1996): "Foreign Aid: An Idea Whose Time Has Gone", en *Economic Affairs* 16, N° 4 (otoño): 12.

tante 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 introdujo una pausa en la ola que impulsaba las reformas y a la reducción de la deuda basada en el mercado.)<sup>16</sup>

Es también dudoso que la estrategia del FMI ayudara a evitar un desastre financiero internacional, aun cuando los préstamos de los nueve principales bancos norteamericanos a cuarenta países en desarrollo que no son miembros de la OPEC representaban el 222 por ciento 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 expresaron en 1983 que una mejor alternativa, en lugar de que el FMI otorgara ayuda a los gobiernos de los países en desarrollo, era 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 fines de los ochenta.<sup>17</sup> 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 que “el FMI es redundante cuando se trata de resolver las crisis financieras internacionales”.<sup>18</sup>

Si el FMI no se hubiera involucrado en la crisis de la deuda de los ochenta, es probable que ésta hubiera terminado en 1983 o 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

16. Véase Vásquez, Ian (1996): “The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crisis”, en *Cato Journal* 16, N° 2 (otoño): 233-243.

17. Estas sugerencias fueron realizadas por George Champion, ex presidente del Chase Manhattan Bank, y William Simon, ex secretario del Tesoro de los Estados Unidos. Véase Simon, William (1983): “Cut Off the International Loan Lushes”, en *Wall Street Journal*, 6 de abril.

18. Federal Reserve Bank of Minneapolis: 6. Deepak Lal también señaló que “el temor de que los fracasos bancarios 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”. Lal, Deepak (1983): “The Debt Crisis’: No Need for IMF Bailout”, en *Wall Street Journal*, 27 de abril.

del Fondo y del Banco Mundial ha impedido las negociaciones bilaterales entre los gobiernos deudores y los bancos acreedores”.<sup>19</sup> 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.<sup>20</sup> Sin embargo, es difícil imaginar que América latina habría sufrido más si las reformas que se empezaron a introducir a fines 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 1990 ha contribuido a perjudicar 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 ha sido considerada 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 veinte 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 trasladaron este riesgo al pueblo mexicano, en la forma de una deuda mayor. La redistribución de la riqueza de los pobres hacia los ricos ha sido una característica de los rescates masivos posteriores.

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

19. Lindert, Peter H. y Morton, Peter J. (1987): “How Sovereign Debt Has Worked”, en Jeffrey D. Sachs (ed.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, Chicago, University of Chicago Press: 75.

20. Fischer, Stanley (1994): “The Mission of the Fund”, en *Bretton Woods: Looking to the Future*, Washington, Bretton Woods Commission: C-169.

de pago de bonos y la introducción de reformas estructurales y monetarias. Un analista financiero estima que un ejercicio como éste habría creado inmediatamente un mercado para las nuevas notas de crédito, valorándolas a un precio de alrededor del 80 por ciento de su valor par, una pérdida equivalente a menos de dos días de la variación del precio de mercado de Intel.<sup>21</sup> Una renegociación exitosa habría inyectado confianza al mercado, levantado la presión sobre el peso mexicano y habría 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 clave. Por ejemplo, la industria del petróleo sigue siendo un monopolio estatal. Su privatización podría haber ayudado a que el país cumpliera con algunas 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, 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 continuó con problemas hasta fines de los noventa, 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”.<sup>22</sup>

21. Peter Ackerman, Discurso a la Universidad de California en el Centro para Relaciones Internacionales en Los Angeles, diciembre de 1998. Véase también Ackerman, Peter y Dorn, James A. (1995): “Dose of Financial Morphine for Mexico”, en *Financial Times*, 15 de febrero.

22. Calomiris, Charles W. (1998): “The IMF’s Imprudent Role as Lender of Last Resort”, en *Cato Journal* 17, N° 3 (invierno): 280; véase también Calomiris, Charles W. (1999): “A Welcome to Foreign Banks Could Energize Mexico”, en *Wall Street Journal*, 16 de julio: A15.

En Asia y otros lugares, el récord es igual o peor. La economía de Moscú fue sostenida durante años por la ayuda del FMI, aun cuando no cumplió 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 en 1998 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 observó en 1999 *The Economist* “La velocidad y la fuerza de la recuperación en el este y el 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”.<sup>23</sup> El mismo año Catherine Mann, economista del Institute for International Economics, resumió 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 chaebol más grandes 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 será difícil desarrollar un sistema financiero activo que coloque los créditos de acuerdo con el riesgo y el retorno sobre la inversión, 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.<sup>24</sup>

23. “Asia’s Bounce-Back”, *The Economist*, 21 de agosto de 1999: 11.

24. Catherine L. Mann: testimonio ante el Subcomité de Comercio y Finanzas Internacionales del Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, 9 de marzo de 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 caer; 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 equilibrio



El FMI y algunos funcionarios 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 respecto de 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, Michael Camdessus, declaró: “Todos tienen un interés en las reformas que mejorarán el sistema para el beneficio público global. Y como es frecuentemente en el caso de los bienes públicos, a poca gente le importa cuidarlos, y son menos aún los que están dispuestos a pagar por las mejoras que se requieren, aunque muchos hablen de ello”.<sup>25</sup> Más aún, algunos funcionarios financieros consideran que su responsabilidad es 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 funcionarios financieros “no deben debilitar la obligación de los países de pagar sus deudas en forma completa y a tiempo”.<sup>26</sup>

Sin embargo, algunos eventos recientes no respaldan la intervención oficial. Sólo después de la crisis monetaria en Brasil en 1999, 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 en 1998 y el aumento de su deuda, que el rescate del FMI no pudo prevenir, sacudieron a los mercados mundiales y posiblemente re-

---

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?”, 17 de febrero de 1999.

25. Camdessus, Michael (1999): “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, 28 de mayo. El subsecretario del Tesoro norteamericano para Asuntos Internacionales, Timothy Geithner, declaró también que “se debe formular una definición más amplia del concepto de bienes públicos mundiales”; Geithner, Timothy (1999): “The World Bank and the Frontier of Development Challenges”, observaciones hechas en Northwestern University, 14 de mayo 14. Véase también Wyplosz, Charles (1999): “International Financial Instability”, en Inge Kaul, Isabel Graunberg y Marck A. Stern (eds.), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, New York, Oxford University Press y United Nations Development Program: 152-89.

26. Rubin, Robert E. (1999): “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, 21 de abril.

dujeron el riesgo moral. Las disminuciones reiteradas 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 respondió 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”.<sup>27</sup> La reestructuración fue “poco ideal” debido a que la deuda reestructurada estaba recibiendo una generosa garantía del gobierno coreano a través de tasas de interés más altas que aquellas de la deuda original.<sup>28</sup>

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 aun 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.<sup>29</sup>

### *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. En los Estados Unidos posterior-

27. Sachs, Jeffrey (1998): “Stop Preaching”, en *Financial Times*, 5 de noviembre.

28. Radelet, Steven y Sachs, Jeffrey (1999): “What Have We Learned So Far from the Asian Financial Crisis?”, 4 de enero: 16, [www.hiid.harvard.edu/pub/other/aea122.pdf](http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/aea122.pdf).

29. Goldstein, Morris (1998): *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Washington, Institute for International Economics: 43.

mente se creó el Consejo Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros. Cuando los países tenían dificultades para pagar sus deudas, 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 la década de 1930.<sup>30</sup>

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. Los Estados Unidos acogieron este patrón general también, interviniendo únicamente en el Caribe.<sup>31</sup> El Secretario de Relaciones Exteriores británico, Lord Palmerston, resumió la actitud europea cuando los Estados Unidos dejaron de pagar su deuda en la década de 1840: “Los ciudadanos británicos que compran acciones en el extranjero lo hacen bajo su propio riesgo y deben aceptar las consecuencias”.<sup>32</sup>

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.<sup>33</sup> 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 ésta habría evitado el colapso del won,

30. Eichengreen, Barry y Portes, Richard (1995): *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centre for Economic Policy Research: 20-21; Marichal, Carlos (1989): *A Century of Debt Crises in Latin América: From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, Princeton University Press, y Todd, Walker F. (1991): “A History of International Lending”, en George Kauffman (ed.), *Research in Financial Services*, Greenwich, JAI Press, vol. 3: 201-89.

31. Lewis, Clifford M. (1986-1987): “When Countries Go Broke: Debt through the Ages”, en *National Interest*, Nº 6 (invierno): 48.

32. Citado en Cole, Harold L.; Dow, James y English, William B. (1995): “Default, Settlement, and Signalling: Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt”, en *American Economic Review* 36, Nº 2 (mayo): 369.

33. Grossman, Herschel I. y Van Huyck, John B. (1988): “Sovereign Debt as a Contingent Claim; Excusable, Default, Repudiation, and Reputation”, en *American Economic Review* 78, Nº 5 (diciembre): 1088.

habría obligado a los inversionistas a absorber algunas pérdidas iniciales y hubiera rápidamente acercado a deudores y acreedores para resolver problemas de falta de liquidez e insolvencia. En vez de esto, los coreanos obtuvieron el peor de todos los escenarios: una crisis financiera y monetaria prolongada, unida al peso de una deuda que aumentó todavía más.<sup>34</sup>

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.<sup>35</sup> Puede ser 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 el consentimiento unánime de sus poseedores 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. Más 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 iniciar acciones legales puede resultar mucho más alto que renegociar la deuda.<sup>36</sup>

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

34. Dornbusch, Rudi (1999): Observaciones hechas en la conferencia sobre "Governing in a Global Economy", en el Foro de Política Comercial del Brookings Institution, Washington, 16 de abril.

35. Macmillan, Rory (1995): "New Lease of Life for Bondholder Councils", en *Financial Times*, 15 de agosto.

36. Piñon-Farah, Marco A. (1996): "Private Bond Restructurings: Lessons for the Case of Sovereign Debtors," documento de trabajo IMF 6/11, febrero.

o cursos de acción en el caso de haber cesaciones de pago.<sup>37</sup> No hay duda de que esto subiría el costo de los préstamos para algunos países, pero algunos de éstos deberían ser desincentivados de esta manera a acceder fácilmente a créditos. 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: “En la situación actual, mientras más difíciles, prolongadas, *ad hoc*, y como consecuencia costosas sean las respuestas a desastres financieros, más grandes 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”.<sup>38</sup>

### Conclusión

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods, las crisis financieras han sido más frecuentes y severas. La intervención oficial ha sido la principal manera de dar respuesta a estas crisis, con lo 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 agudicen. Sin embargo, estas intervenciones, generalmente lideradas por el FMI, han interferido con las negociaciones directas entre acreedores y deudores que hubieran provisto 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 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 ab-

37. 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 continúen creyendo que siempre recibirán 100 centavos de dólar cortesía del FMI, estarán totalmente satisfechos con el *statu quo*”, Eichengreen, Barry (1999): “Is Greater Private Sector Burden Sharing Impossible?”, en *Finance & Development* (septiembre): 18.

38. Mann, Catherine L. (1999): “Market Mechanisms to Reduce the Need for IMF Bailouts”, en *Institute for International Economics*, Washington, Policy Brief N° 99-4 (febrero): 3.

sorba pérdidas. En el libre mercado, las medidas dirigidas a “interesar” al sector privado de esta manera no serían necesarias, dado que este sector 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 salir 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 expresó el economista de la Universidad de Chicago, Randall Kroszner: “Puede ser mejor perdonar que recibir. Pedir menos puede tener como resultado recibir más, a la vez que se alivia la situación de un país con problemas”.<sup>39</sup> Puede ser 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. Reparar la relación entre deudores y acreedores en las finanzas internacionales requiere que terceras partes oficiales se quiten del medio.

39. Kroszner, Randall S.: “Less Is More in the New International Architecture”, en *The Asian Financial Crisis*: 451.



## PARTE III

# Estabilidad bancaria y orden económico internacional





## CAPÍTULO 11

### *Fomento de la solidez financiera*

WILLIAM J. McDONOUGH\*

A pesar de que las oleadas periódicas de inestabilidad constituyen la realidad indiscutible de los mercados financieros, creo que todos en general reconocemos que los años recientes han sido extraordinarios en este sentido. Ha sido un período de cambios históricos y de notable inestabilidad en los mercados, que se ha extendido más allá de los mercados emergentes, con importantes consecuencias para la estabilidad política, social e institucional en segmentos importantes del globo.

#### *Reforzando el marco institucional*

Las experiencias recientes han revitalizado las viejas lecciones y nos han revelado nuevas ideas acerca del mantenimiento de la estabilidad financiera y el crecimiento sostenido. En especial, sigue desarrollándose un amplio consenso en los modos de reforzar el marco institucional en los niveles nacional e internacional, con el fin de crear economías más vigorosas y, por lo tanto, más resistentes a las crisis. Hay acuerdo general en que, para contar con un crecimiento sostenido y estable, son cruciales los siguientes puntos:

- un ambiente macroeconómico sólido y estable, y
- sistemas financieros vigorosos de buen funcionamiento, tanto en países exportadores de capital como en países importadores de capital.

\* William J. McDonough es presidente de la Public Company Accounting Oversight Board. Este artículo está basado en su discurso de apertura de la XX Conferencia Anual Monetaria del Cato Institute, coauspiciada por *The Economist*, el 17 de octubre de 2002, cuando aún era presidente y director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Por lo demás, ambos puntos resultan más eficaces cuando reciben el apoyo de un régimen de políticas dinámicas y adaptables.

La realidad pura y simple es que los países con sistemas financieros sólidos, cuentas fiscales fuertes, baja inflación, políticas monetarias y cambiarias confiables y coherentes, endeudamiento interno y externo moderado, cuentas corrientes razonables y tasas adecuadas de ahorro interno son menos propensos a sufrir los golpes de las turbulencias financieras y económicas. Por otra parte, cuando ocurren los shocks, estos países se muestran mucho más sólidos.

Hay también un amplio acuerdo respecto de los elementos necesarios para lograr esas metas. Este acuerdo se ha visto reflejado, en parte, en el desarrollo y la promulgación de estándares y códigos globalmente aceptados para mejores prácticas en áreas que abarcan desde la transparencia en las políticas fiscales, monetarias y financieras hasta la administración de la deuda pública y los principios básicos para la supervisión bancaria. Las pautas que rigen estos estándares incluyen la importancia de prácticas constantes de libre acceso a la información y del fortalecimiento de la estabilidad desde el nivel empresarial y sectorial. Lo último se logra alentando un manejo adecuado del riesgo, balances sólidos, y creando sistemas eficientes de disciplina regulatoria, legal y de mercado.

Pero el proceso de aprendizaje continúa. Por ejemplo, en los Estados Unidos, las experiencias recientes han sacado a la luz la necesidad de hacer más por fortalecer la contabilidad de las empresas y los estándares de libre acceso a la información, en especial, respecto de las garantías y los acuerdos financieros complejos, como los financiados *off-shore* o a través de entidades de fines especiales.

### *El Acuerdo de Capital de Basilea*

Nuestros esfuerzos recientes dedicados a revisar el Acuerdo de Capital de Basilea también reflejan un proceso de aprendizaje. Asumimos esta tarea a fines de la década de 1990 porque nos dimos cuenta de que el Acuerdo de Basilea original, de 1988 (Basilea I), había sido superado por los avances en el sector financiero y en la economía en general. Pese a que Basilea I representó un adelanto importante, la nueva tecnología, la globalización de los mercados financieros, y los productos y servicios financieros innovadores han cambiado las formas en que los bancos supervisan y manejan los riesgos de crédito, los riesgos de mercado y los riesgos operacionales de un modo que el Acuerdo de 1988 no podía anticipar y que no toma en cuenta.

Para asegurarse de que el nuevo acuerdo (Basilea II) sea flexible, previsor y adecuado a los riesgos y las necesidades de capital de los bancos acti-

vos internacionalmente en el siglo XXI, el Comité de Basilea ha incorporado varios objetivos a su función, objetivos que la industria ha adoptado:

- En primer lugar, intentamos desarrollar un marco de trabajo que abarcara los “tres pilares” necesarios para sustentar un sistema regulatorio eficaz: la medición adecuada y los requisitos mínimos, la supervisión y la disciplina de mercado.
- En segundo lugar, quisimos alinear más ajustadamente los requisitos mínimos con los riesgos económicos subyacentes reales a los que los bancos se ven expuestos, lo cual debería permitir la asignación eficaz de los recursos de capital.
- En tercer lugar, procuramos alentar a los bancos para que mejoraran su medición y manejo del riesgo en el tiempo. Al crear incentivos en el Nuevo Acuerdo para que los bancos pudiesen reevaluar y perfeccionar sus instrumentos constantemente, esperamos que los propios bancos adopten un punto de vista previsor del riesgo.

Me complace decir que, a través de los esfuerzos del Comité y la cooperación y el apoyo de otros supervisores y de la industria, es posible que el marco propuesto llegue a cumplir todos sus objetivos y que podamos incluirlos entre los hitos logrados.

Sin embargo, a pesar de que hemos abarcado un amplio territorio en años recientes, los últimos tramos de las maratones son siempre los más difíciles de recorrer. Quisiera volver ahora al estatuto del nuevo acuerdo y de los puntos que aún nos quedan por resolver.

## *Basilea II*

Desde la puesta en circulación del Segundo Documento Consultivo en enero de 2001, los miembros del Comité de Basilea han trabajado públicamente en colaboración con supervisores y bancos, entre otros, para revisar las propuestas de modo que cubran adecuadamente las necesidades bancarias modernas. Junto con el sector y el público, hemos difundido y examinado miles de páginas de propuestas y estudios. Quisiera compartir con ustedes los últimos avances de nuestros esfuerzos para resolver los retos fundamentales y las inquietudes que han aparecido durante este proceso.

Un tema general que se nos ha planteado es que la mayor sensibilidad de Basilea II respecto del riesgo reforzará el comportamiento procíclico de los bancos, lo que llevará al aumento del costo del crédito durante las desaceleraciones cíclicas. Si bien estamos tomando en cuenta esta inquietud, quisiera señalar que ya se espera que los bancos operen por encima de los requisitos

mínimos de capital, administren sus necesidades de capital y evalúen de qué manera pueden llegar a modificarse sus perfiles de riesgo con el tiempo. En este sentido, el Comité acordó recientemente que a los bancos que adopten el enfoque “ranking interno de evaluación de riesgo” en relación con el riesgo del crédito se les exigirá llevar a cabo una verificación del riesgo del crédito en condiciones de estrés, lo cual debería contribuir a impedir el comportamiento procíclico.

Otra inquietud que ha surgido sobre Basilea II es su complejidad. Sin embargo, para que el nuevo acuerdo sea más sensible al riesgo, es necesario que implique un grado de complejidad difícil de reducir, paralelo a los cambios en las prácticas bancarias y los instrumentos del mercado. En efecto, parte de esta complejidad surge de la variedad de opciones que proporciona el nuevo acuerdo para aplicar a la amplia gama de perfiles de riesgo, estrategias y sistemas que mantienen los bancos.

El campo más específico de interés ha sido el tratamiento del riesgo operativo. Pese a que este último no puede ser cuantificado con el mismo grado de precisión que el riesgo de crédito o de mercado, el Comité cree que la introducción de cargos separados para los riesgos operativos estimulará los esfuerzos por encontrar mejores modos de tratarlos. He visto, en esta veta, progresos alentadores en la medición del riesgo operativo, a pesar de que sabemos que la industria no ha optado por metodologías y principios concretos. Por consiguiente, Basilea II permitirá una flexibilidad sin precedentes para adaptar una gama de enfoques sobre el riesgo operativo. Con ese objetivo, con el “enfoque avanzado de medición”, las instituciones más sofisticadas podrán experimentar libremente con una gran variedad de metodologías.

El Comité de Basilea espera que cumplamos nuestro objetivo de no elevar en el conjunto la capitalización que se le exige al sector bancario, aunque sin duda y oportunamente aumentarían los requisitos de los bancos que se dedican a negocios de más alto riesgo, y viceversa.

Para contribuir al logro de estas metas, el Comité presentó su tercer Estudio de Impacto Cuantitativo, el 1º de octubre de 2002, que incluye, a la fecha, 265 bancos de casi 50 países. Sobre la base de los resultados de este estudio, el Comité pondrá en circulación una propuesta actualizada para discusión pública en el segundo trimestre de 2003, a lo que seguirá la finalización del nuevo acuerdo en el cuarto trimestre de 2003, y su implementación a fines de 2006.

A pesar de que aún falta mucho por hacer —lo que incluye la evaluación del estado de preparación de los bancos, la capacitación del personal supervisor y el logro de una implementación coherente entre supervisores—, desde mi punto de vista, tanto el trayecto como el destino final del nuevo acuerdo contribuirán de modo sustancial a la creación de un sistema financiero internacional más flexible.

### *Resolución de las crisis financieras internacionales*

Lamentablemente, aunque hay mayor consenso respecto de los principios fundamentales acerca de cómo promover la flexibilidad *ex ante*, no hay un grado comparable de consenso acerca de la mejor manera de enfrentar las crisis financieras internacionales cuando éstas estallan, o de los roles adecuados de las instituciones públicas y el sector privado para frenar y resolver tales crisis. A pesar de los considerables esfuerzos tanto en el nivel privado como en el público para buscar mejores soluciones, aún no se han hallado fórmulas mágicas ni terapias preventivas, aunque a veces se propusieron algunas.

Tampoco es probable que exista alguna. La experiencia y un repaso de la historia muestran que es necesario resistirse al encanto seductor de las grandes soluciones. Los casos difieren enormemente con respecto a qué es posible y conveniente en términos de consecuencias para los intereses de los sectores privado y público. Además, la historia nos enseña que las nuevas tendencias en mercados y prácticas pronto volverán obsoletas aquellas medidas que aparentan armonizar perfectamente con las circunstancias actuales.

### *El problema*

Permítanme explicarles cómo creo que lograremos avanzar si nos concentramos primero en el problema que se nos plantea. Quisiera destacar algunos de los cambios importantes que se han dado en las últimas dos décadas en los modelos y la instrumentación de los flujos de capital hacia el mundo emergente y en la naturaleza de las crisis, asociadas a estos flujos, que pueden surgir.

- Primero: es importante tener presente que la constelación de inversores y la gama de instrumentación se han ampliado de modo considerable en las últimas dos décadas. Los inversores de acciones (tanto directos como en cartera) son ahora la fuente principal de entradas netas para los países emergentes, y la mayor parte de la deuda a mediano plazo sigue siendo comercializable gracias a un amplio despliegue de inversores de renta fija, diversificados y bien capitalizados.
- Segundo: ha habido cambios igualmente importantes en el destino de los flujos. Como reflejo del predominio de los flujos privado-a-privado desde 1990, hoy en día la deuda externa soberana a menudo sólo representa una parte relativamente pequeña de la deuda en los casos de crisis. Los deudores privados son los que deben la mayor parte de la deuda, y ésta es emitida localmente.

- Tercero: los profundos cambios institucionales han alterado radicalmente el contexto. Los cambios contables, regulatorios, tecnológicos, comunicacionales y estructurales del mercado han favorecido un entorno caracterizado por la contabilización de los activos a precio de mercado y por balances más líquidos y más controlados. Los inversores se han concentrado en la performance financiera y en sus responsabilidades fiduciarias hacia sus clientes, en su mayor parte privados, y accionistas en vez de tomar parte en relaciones estratégicas de largo plazo con Estados. Hoy en día esto vale tanto para bancos, que siguen siendo proveedores importantes de crédito, como para otros proveedores de capital.
- Por último, el entorno actual entraña articulaciones nuevas y complejas —entre mercados internos e internacionales, y dentro de los países y entre ellos—, que reflejan la internacionalización de la banca local, de las acciones, de la deuda, y de los mercados de monedas, y la mayor complejidad de las estructuras de financiación.

El nuevo entorno trae consecuencias importantes para los diseñadores de políticas y para los participantes del mercado por igual. Desde el punto de vista negativo, las crisis son más complejas y se extienden mucho más rápido, y en dimensiones sorprendentes. Las relaciones entre los desarrollos de mercados variables y a menudo altamente interdependientes son a menudo críticas en la evolución de un caso determinado y en sus consecuencias para otros. De hecho, muchas de las crisis recientes fueron provocadas por problemas en la banca doméstica, la moneda y los mercados de deuda que luego se expandieron a la cuenta de capital. Asimismo, en el entorno actual, el miedo a un acontecimiento es el acontecimiento mismo, debido a la tendencia inherente de los mercados a anticipar situaciones y a reaccionar en forma exagerada.

Pero desde el punto de vista positivo, las recuperaciones financieras pueden avanzar con mayor rapidez en el entorno actual, especialmente mediante respuestas políticas adecuadas de los deudores. En parte, esto refleja el hecho de que los participantes de los mercados de hoy en día generalmente tienen la capacidad —y muchos no tienen alternativa ante la exigencia de valor los activos a precio de mercado— de asimilar pérdidas y seguir adelante. En la actualidad, la mayor disponibilidad de capital también amplía las posibilidades de que, aunque algunos inversores se retiren, otros puedan ocupar su lugar. Pero debemos tener cuidado de que el pozo no sea envenenado con enfoques torpes, autoritarios o innecesariamente amplios, punto al cual volveré más adelante.

### *Un enfoque basado en el mercado*

¿Cuál es la manera adecuada de abordar este entorno cambiado y cambiante? En mi opinión, la solución no está ni en un acto único de ingeniería financiera ni en un convenio entre instituciones crediticias oficiales y acreedores privados. Más bien, es un proceso que incorpora varios elementos. Fundamentalmente, pienso que nuestro enfoque caso por caso del manejo de las crisis necesita evolucionar hacia modalidades basadas en el mercado, adaptativas, pero no obstante estratégicas, creativas y sostenidas en fuertes principios.

Triunfar en el entorno actual requiere la adaptación a las particularidades del caso en cuestión, así como al contexto financiero y económico global, y exige esforzarse por trabajar, hasta donde sea posible, con la naturaleza de una situación dada. El enfoque debe estar basado en el mercado, en parte porque de eso se trata. Hoy en día, las consideraciones pertinentes para el manejo de las crisis se relacionan más con los mercados y con el problema de recuperar la confianza en ellos que con los deudores y acreedores individuales.

En cuanto a las inquietudes sistémicas, éstas se relacionan más a menudo con los riesgos de desorganización y sobreajustes de mercado que con los efectos dominó causados por el fracaso o el deterioro de instituciones clave. Asimismo, en el entorno actual, un enfoque basado en el mercado es más viable, porque las recuperaciones financieras pueden avanzar con mayor rapidez que en el pasado.

Para ser más preciso, en mi opinión, pese a la gran importancia que se le ha dado a las dificultades en la renegociación con los deudores, las cuestiones verdaderamente espinosas asociadas a las crisis financieras de los mercados emergentes suelen relacionarse con lo siguiente:

- contener las repercusiones sobre el sistema financiero interno, sobre los consumidores locales y sobre la confianza del inversor;
- minimizar el contagio y los efectos secundarios en otros casos y mercados;
- mantener y restablecer el acceso al mercado, especialmente para los deudores del sector privado;
- alentar la reforma de políticas de modo tal que una crisis ocurra lo más cerca posible del extremo de liquidez del espectro, en lugar del de solvencia.

Trabajar con la naturaleza de una situación significa reconocer las realidades y limitaciones inherentes a la estructura del mercado actual y su funcionamiento, y adaptar los enfoques a las especificidades de los casos indivi-



duales. Esto implica el reconocimiento de que los intentos de imponer soluciones desde afuera son poco realistas y potencialmente contraproducentes. Exige, en cambio, la identificación de medios para inducir y alentar los comportamientos deseados. También creo que significa evitar desvíos del funcionamiento normal del mercado siempre que sea posible. Las intervenciones deben procurar no invalidar o suspender el funcionamiento del mercado, sino más bien orientar los procesos de mercado.

Esto no quiere decir que las suspensiones de pago siempre puedan y deban ser evitadas, o que los rescates cada vez mayores sean deseables o factibles. Quisiera señalar que el New York Fed, en numerosas ocasiones, a lo largo de varias décadas, se dedicó a ayudar a los deudores y acreedores a encontrar soluciones mutuamente beneficiosas que implicaron cierto grado de financiamiento concertado o coordinado.

Pero en esas ocasiones, cuando las interrupciones de pago o el recurso al financiamiento concertado son verdaderamente inevitables, la experiencia ha demostrado que los enfoques minimalistas —en los que sólo algunos pagos son suspendidos y aplazados, y sólo cuando es absolutamente necesario— ofrecen por lo general las mejores posibilidades de minimizar los efectos secundarios y de restablecer el acceso al mercado rápidamente.

El eje de un enfoque minimalista basado en el mercado exige una respuesta de política fuerte por parte del país en crisis. Es posible que los mercados no sean siempre razonables, pero por lo general tienen motivos para reaccionar desfavorablemente. La mayoría de las veces esos motivos se relacionan con deficiencias institucionales o políticas. En las últimas dos décadas, en todos los casos de graves dificultades en los mercados emergentes, un elemento esencial para prevenir o minimizar el daño de una crisis fue que los diseñadores de políticas dieran muestras de que habían “entendido el mensaje” sobre la necesidad de reformas y que estaban preparados para adoptar las medidas adecuadas.

Con respecto a esto, la ventaja comparativa del sector público internacional consiste en dirigir la política económica y financiera, y promover las condiciones que faciliten el restablecimiento o la conservación de créditos voluntarios y flujos de inversión. El apoyo del FMI debe dar una señal inequívoca de la confianza de la comunidad internacional en la capacidad de los países afectados por las crisis para adoptar las medidas necesarias con el fin de restablecer la salud económica.

Este papel es particularmente importante durante las situaciones de crisis en gestación, porque las autoridades de los países deudores suelen ser muy lentas para advertir la magnitud total de los desafíos políticos que se les plantean, y el sector privado está mal preparado para enfrentarlos.

*Una orientación estratégica*

El enfoque caso por caso es sumamente táctico, pero también debe ser estratégico en su orientación si pretende tener éxito a largo plazo. Quisiera destacar varias modalidades en las que el enfoque de caso por caso debe ser estratégico.

En primer lugar, la estrategia necesita contar con información de largo alcance acerca del caso en cuestión. El énfasis no debe orientarse simplemente a “resolver” los problemas, sino en que esa solución sea útil para los objetivos de la política económica. Esta última orientación se concentra, más allá de las circunstancias actuales, en el restablecimiento del crecimiento, el acceso al capital y el funcionamiento normal del mercado, y admite que las renegociaciones de deuda son sólo uno de los varios medios para ese fin, y no un fin en sí mismo.

No debemos olvidar que una crisis no termina cuando se detienen las salidas de capital y los precios dejan de caer. Las economías emergentes dependen del acceso sostenido y predecible a los mercados internacionales de capital y al crédito bancario, y la recuperación económica y el restablecimiento del crecimiento dependen de la restauración de la confianza, de modo que sea posible obtener el financiamiento necesario, más allá de los préstamos de emergencia.

En segundo lugar, nosotros, en el sector público, quedaríamos satisfechos con maximizar la complementariedad entre los esfuerzos para prevenir las crisis y los esfuerzos para contenerlas y resolverlas cuando éstas surgen. El consenso en políticas preventivas sanas incluye preceptos que limitan el grado de participación de los sectores públicos en la economía doméstica y que alientan a los deudores, públicos y privados, a que adopten las mejores prácticas en la administración de su liquidez, moneda extranjera y riesgo crediticio. En efecto, como ya comenté, ésta es la esencia de lo que tratamos de hacer según el Acuerdo de Capital corregido. Además, se está alentando a los países a reforzar sus regímenes legales y regulatorios para la resolución de la insolvencia con el fin de enfrentar con mayor efectividad los casos en los cuales los deudores y prestamistas del sector privado se equivocan.

El avance en estos campos, aunque sólo sea incremental, tendrá consecuencias importantes sobre aquello que será posible y necesario en el futuro. Por ejemplo, tener balances bancarios y corporativos más sólidos, con menor endeudamiento, amplía el espectro de utilización de los ajustes de las tasas de interés y de los precios de los activos como dispositivos estabilizadores. Una mejor administración de la liquidez en los niveles micro y macro –vencimientos a plazos más largos, y mayor cobertura de las reservas y el financiamiento de apoyo– crearán márgenes para soportar los shocks financieros. Y regímenes de insolvencia más eficaces posibilitarían una solución

descentralizada, en especial, en los casos en que esté mejor controlado el estrés sistémico.

### *La necesidad de creatividad*

El enfoque del manejo y la resolución de la crisis también debe ser creativo. En parte, es posible lograrlo si se confía todo lo posible en los esfuerzos de los deudores y de los acreedores privados por resolver la situación por su cuenta. La impresión en algunos círculos de que los acreedores privados no están interesados en resolver los problemas de pagos con rapidez es errónea, y entra en contradicción con las experiencias recientes. Al menos, los inversores están interesados en restituir la liquidez a los instrumentos de deuda con el fin de avanzar hacia nuevas oportunidades. También se abren campos para explorar con creatividad mecanismos de mercado que incentiven la participación privada y expandan el impacto de los fondos del sector público.

Las diferentes experiencias desde fines de los años ochenta con recompras, garantías parciales y canjes de deuda nos dan algunas pistas de cómo el despliegue focalizado de los fondos públicos puede estimular tendencias en direcciones compatibles con las metas de las políticas públicas. Tal creatividad es fundamental para desechar las opciones desagradables y rígidas, que ocasionan ya sea rescates masivos o dramáticos defaults.

### *La importancia de un enfoque basado en principios fuertes*

Finalmente, un enfoque exitoso caso por caso basado en el mercado también tiene que tener por base *principios fuertes*. En mi opinión la esencia de un enfoque caso por caso eficaz radica en el desarrollo de planes viables que vinculen principios amplios, generalmente aceptables, a los pormenores de una situación dada.

Para lograrlo, se requiere una articulación más clara y transparente de los objetivos del sector público. Se necesita mayor énfasis y claridad en los propósitos y límites de la intervención pública, y la medida en que esos intereses justifican los diferentes grados, modos y temporalidades de participación del sector público y privado, según el país y las circunstancias. Así, todas las partes estarán en mejor posición para comprender la situación actual y las posibles reacciones de la comunidad internacional ante futuras tensiones.

Hay, por supuesto, otros puntos de vista. Se ha sugerido, en particular, que el recurso temprano a suspensiones generales del servicio de la deuda, quizás ampliado o reforzado por controles de capitales, incrementaría la capacidad de manejo y predicción de las crisis. Mi interpretación de los an-

tecedentes me indica que tratar de contrarrestar preventivamente los procesos de mercado sería contraproducente.

El deseo de certidumbre y control que se oculta en apariencia en propuestas como ésta es comprensible, puesto que parecen prometer la posibilidad de menor uso de dinero público y, a primera vista, suponen menor riesgo de que los acreedores sean rescatados por sus malas decisiones de crédito. Sin embargo el control y la capacidad de manejo que derivarían de ello pueden ser más aparentes que reales.

En primer lugar, lo más factible es que la percepción de una disposición para cerrar la puerta preventivamente lance a los inversores hacia las salidas lo más rápidamente posible. Como resultado de ello, muchas crisis evitables pronto se convertirían en inevitables. Y el problema del contagio, por el cual las dificultades de un caso se trasladan a otros, seguramente se agravaría.

Es más, la percepción de un debilitamiento del compromiso de la comunidad internacional con los enfoques voluntarios y orientados al mercado y de su apoyo al cumplimiento de compromisos contractuales generaría probablemente una profunda desconfianza, y haría más difícil promover la cooperación entre los deudores y los acreedores para finalmente resolver las crisis.

Una utilización demasiado rápida de las suspensiones de pago también amenaza con desalentar justamente los tipos de flujo que deseamos fomentar, es decir, vencimientos de plazos más largos, con mejores características de riesgo compartido, tales como bonos a largo plazo y acciones. En una crisis, el capital especulativo es el que se va primero, por definición. Parece contraproducente pretender penalizar a quienes se quedan.

Por último, en mi opinión, los intentos preventivos de “congelar mercados” también socavan la disciplina de las autoridades locales, así como su responsabilidad. Los incrementos y las disminuciones de los flujos financieros —y las fluctuaciones en las cotizaciones que naturalmente acompañan las tendencias positivas o negativas en políticas y performances económicas y financieras— son un reflejo del desarrollo de desequilibrios y actúan como un freno normal en ellos. Pero una declaración de control por parte de la comunidad internacional amenaza con desviar la atención de las políticas que deben adoptar las autoridades locales. Como resultado de ello, la negación y la demora, factores agravantes en casi toda crisis, bien pueden continuar y exacerbarse. Y entonces, en términos prácticos, si se detienen los procesos de mercado, ¿cómo y cuándo empieza la actividad otra vez, especialmente si las políticas correctivas necesarias aún no se han implementado de modo convincente y transparente?

Creo que la disposición de “talle-único-para-todos”, inherente al enfoque preventivo, amenaza con agravar las situaciones más de lo necesario. Lo único que me parece predecible desde este enfoque es que se perjudicaría globalmente el acceso al mercado. Así como los rescates llevan a tomar dema-

siados riesgos, los esfuerzos para instrumentar rescates preventivos pueden llevar a tomar muy pocos.

### *Conclusión*

Tras las propuestas que he presentado subyace la firme creencia en que el éxito de nuestros enfoques del manejo de las crisis debe ser considerado y evaluado desde un punto de vista amplio. Desde luego, está el tema de la eficacia en contener la crisis en cuestión, y el equilibrio entre esto y los costos, reales o potenciales, para el sector público. Pero también debemos tener presentes las consecuencias para el funcionamiento del sistema financiero global en el corto y el mediano plazo. Esto exige la consideración de las posibilidades para restablecer el normal funcionamiento del mercado y su acceso, y la creación de incentivos apropiados.

Cuando surgen las dificultades, queda como siempre el reto de estimular y trabajar con países que estén preparados y capacitados para implementar acciones correctivas fuertes y encontrar las soluciones financieras más adecuadas tanto para el caso específico como para el funcionamiento más amplio del sistema financiero global. Un enfoque flexible, caso por caso, basado en el mercado, representa la mejor apuesta —la única opción realista— para alcanzar esos objetivos mientras enfrentamos un futuro lleno de desafíos.

## CAPÍTULO 12

# *Estabilidad bancaria y estándares de capital de Basilea*

L. JACOBO RODRÍGUEZ\*

Al abordar la estabilidad bancaria y el Acuerdo de Basilea, en lugar de preguntarnos si el Comité de Basilea ha acertado hasta en el menor detalle del nuevo Acuerdo –una tarea que puede afectar muchísimo la rentabilidad de los bancos–, es más apropiado para nuestros propósitos concentrarnos en preguntas más generales y quizá fundamentales.<sup>1</sup> ¿Cuánto éxito ha obtenido el Acuerdo Básico de Basilea en el logro de sus metas establecidas? ¿Cuánto éxito obtendrá Basilea II en el logro de esas metas? ¿Son convenientes esas metas? Y quizá la pregunta más importante de todas: ¿es necesario o conveniente el Acuerdo de Basilea –es decir, la armonización internacional de los estándares de capital– para alcanzar un sistema financiero estable?

### *Antecedentes teóricos e históricos*

En 1988, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea finalizó el Acuerdo de Capital de Basilea después de varios años de deliberaciones posteriores a los defaults soberanos de América latina de 1982. El Acuerdo de Basilea se estableció con dos objetivos fundamentales: fortalecer la solidez y la estabilidad del sistema bancario internacional y obtener “un alto grado de coherencia en su aplicación a bancos en diferentes países, con la finalidad de disminuir las causas de desigualdad entre bancos internacionales” (Basel Committee on Banking Supervision, 1988). Con ese propósito, el acuerdo exige que los bancos cubran un coeficiente mínimo de capital que debe ser igual a por lo menos el 8 por ciento del total de los activos considerados de riesgo.

\* L. Jacobo Rodríguez es analista de servicios financieros en el Cato Institute.

1. Para un tratamiento más extenso del Acuerdo de Basilea, véase Rodríguez (2002).

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se concentró en los estándares de capital por dos motivos: primero, porque el Congreso dio instrucciones a los reguladores bancarios para que trabajaran con sus pares de otros países con el fin de asegurar que los bancos tuvieran bases adecuadas de capital (Kapstein, 1991; Oatley y Nabors, 1998); segundo, porque el capital sirve como un amortiguador que protege los depósitos bancarios –o el fondo de garantías de depósitos–, en caso de pérdidas en sus activos.

### *¿Son especiales los bancos?*

Tradicionalmente, los bancos y otros proveedores de servicios financieros han sido objeto de mayores regulaciones gubernamentales que otros sectores de la economía. Históricamente, la regulación de bancos adquiere la forma de restricciones de ingreso al mercado, límites en sus actividades, restricciones geográficas, requisitos de reserva y requisitos de capital (Benston, 1998: 18, 27-85; Kroszner, 1998: 421; Kane, 1997; Goodhart *et al.*, 1998; cap. 9). Hoy en día, la mayor parte de las regulaciones se basa fundamentalmente en la protección del consumidor o en consideraciones de seguridad y solidez.

El economista Randall S. Kroszner de la Universidad de Chicago, entre otros, sostiene que la razón principal para la regulación gubernamental de las instituciones financieras ha sido el financiamiento de guerras (Kroszner, 1998: 419). Pero también ha habido una larga tradición entre los economistas desde Adam Smith, al menos, que sostiene que los bancos son diferentes de cualquier otra entidad por la naturaleza misma de sus actividades, y que por ello se justifica cierto tipo de regulación y supervisión.

Sin duda, Smith se refería a la inestabilidad inherente de los bancos que operan en un sistema de reserva fraccionario, que, de ser verdadero, merece esa regulación (Smith [1776] 1937: 285, 308). Los bancos son intermediarios financieros que toman depósitos que pueden utilizar luego para hacer préstamos y para invertir en valores comercializables y otros activos financieros. En ese proceso, para el sistema en su totalidad, se da una expansión múltiple en la oferta monetaria. Debido a que los pasivos de los bancos (es decir, los depósitos que ingresan) tienen valor fijo y son pagaderos a la vista, en tanto que los activos bancarios (es decir, los préstamos que se otorgan y los títulos en los que se invierte) tienen valores variables y no son cobrables a la vista, se ha creído por lo general que los bancos son propensos a quiebras y corridas –los retiros repentinos de fondos por un gran número de depositantes que desconfían del banco–. A su vez, esto podría afectar negativamente a instituciones solventes por efecto de contagio, lo que puede dañar la totalidad del sistema financiero. Ésta es la justificación principal del sector bancario actual.

### *Corridas bancarias y garantía federal de depósitos*

Un sistema de reservas bancarias fraccionarias, en el que los bancos prestan todos o parte de sus pasivos depositados, es teóricamente frágil y propenso a corridas si los depositantes tienen información incompleta de las actividades del banco y de su salud financiera (es decir, si los depositantes no tienen confianza en la seguridad de sus depósitos o en la capacidad del banco para devolver esos depósitos a la vista).<sup>2</sup> Además, la corrida en un banco particular podría generar, teóricamente, un efecto desestabilizador en otros bancos.

Sin embargo, tradicionalmente el sector privado ha sido bastante hábil en el tratamiento de esta fragilidad y, antes de la garantía de depósitos auspiciada por el gobierno, tomó varias medidas para afrontarla. En primer lugar, los bancos les mostrarían sus niveles de capital a sus inversores y depositantes para tranquilizarlos acerca de la seguridad de sus inversiones y depósitos. De hecho, como dice el economista George Benston (1998: 39) de la Universidad Emory: “Los bancos solían anunciar de modo destacado [en los diarios y en sus sucursales] el total de su capital y superávit”. Vale la pena observar que esos niveles solían ser considerablemente más altos que los actuales.<sup>3</sup> En segundo lugar, los inversores y los depositantes solían controlar las actividades de los bancos y exigir tasas más altas de rendimiento en sus inversiones o tasas más altas de interés en sus depósitos si consideraban que sus bancos estaban haciendo inversiones demasiado arriesgadas. En tercer lugar, antes de la garantía de depósitos auspiciada por el gobierno, los bancos creaban clubes privados y cámaras de compensación para ayudarse mutuamente. La posibilidad de asociarse a esas instituciones quedaba restringida a los bancos que cumplían con ciertos requisitos en los niveles de capital, actividades del banco y perfiles de riesgo (Timberlake, 1993: cap. 14). En cuarto lugar, los bancos incluían “cláusulas de opción” en sus contratos que les permitían suspender pagos durante un período específico a cambio de una tasa de interés

2. Douglas Diamond y Philip Dybvig (1983) han sostenido que es probable que los depositantes causen corridas bancarias cuando tienen información defectuosa sobre la solvencia de los bancos. Si los depositantes creen que sus bancos pueden quebrar, causarán una corrida y producirán realmente la quiebra del banco. La quiebra de un banco puede generar las quiebras de otros bancos y causar, por lo tanto, pánico bancario. En el modelo Diamond-Dybvig, la información defectuosa crea costos a terceros y así justifica cierto tipo de garantía (auspiciada por el gobierno) de los depósitos. Para una crítica de este modelo, véanse White (1999: cap. 6) y Dowd (2001: cap. 3).

3. Como señala el economista George Kaufman (1988: 17): “La sola amenaza de una corrida servía como poderosa fuente de disciplina del mercado. A comienzos del siglo XX, los coeficientes de capital en los bancos se acercaban al 25 por ciento y eran efectivamente más altos, puesto que los accionistas de los bancos nacionales y algunos bancos estadales estaban sujetos a doble responsabilidad hasta el valor par inicial de las accio-



más alta en la deuda cuyos pagos habían sido suspendidos. Esas cláusulas, utilizadas ampliamente durante el período de banca libre en la Escocia del siglo XVIII, surtían el efecto de detener las corridas causadas por el pánico y proporcionaban a los bancos un respiro para poder reorganizar sus activos sin tener que malvenderlos. Por último, los tenedores de deuda bancaria firmaban a menudo convenios con los bancos, convenios que restringían las actividades e inversiones en las que podían participar los bancos.

La disciplina de mercado llevada a cabo por los depositantes y accionistas funcionaba bien para la prevención de corridas, y cuando éstas ocurrían, evitaban que se extendieran a otros bancos. Las quiebras de bancos en los Estados Unidos fueron menores en promedio entre el fin de la Guerra Civil y el fin de la Primera Guerra Mundial que las de las entidades no financieras. Además, los bancos que quebraban ya eran insolventes antes de la corrida y no quebraban por causa de ésta. Con respecto a esto, la existencia de corridas en bancos insolventes surte un efecto saludable en la economía, al eliminar del sistema financiero entidades que tienden a involucrarse en préstamos de riesgo en un intento por recuperar la solvencia, intento que podría llegar a tener externalidades negativas en otros participantes del mercado. Incluso durante la Gran Depresión, los depositantes podían distinguir entre los bancos que tenían problemas de liquidez pero que eran solventes (es decir, bancos cuyo patrimonio neto era mayor que cero pero que no podían vender sus activos a tiempo para pagar sus deudas) y bancos insolventes (es decir, bancos cuyo patrimonio neto era negativo) (véase Calomiris y Mason, 1997).

Sin embargo, la gran cantidad de quiebras bancarias durante los años 1920, y en especial entre 1929 y 1933, condujo a la separación de la actividad bancaria según las líneas de productos y al establecimiento de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, según sus siglas en inglés), después de la sanción de la Ley de Bancos (Glass-Steagall) de 1933 (Banking [Glass-Steagall] Act).<sup>4</sup> El seguro federal de depósitos fue establecido con tres objetivos en mente: restituir la confianza en el sistema bancario, especialmente entre los pequeños depositantes, proteger el sistema de pagos, y proteger las restricciones a la apertura de sucursales.<sup>5</sup> La creación de la

4. Las quiebras bancarias en la década de 1920 tuvieron un promedio de más de 500 por año. Sin embargo, la mayoría de esos bancos tenía tres características en común: 1) eran bancos unitarios, o sea, bancos con una sola agencia; 2) estaban ubicados en estados agrícolas y sujetos a la economía local, y 3) estaban ubicados en estados con sistemas de seguro de depósitos financiados por los contribuyentes. Entre 1929 y 1933 la cantidad de bancos en los Estados Unidos se contrajo a un tercio y las crisis bancarias fueron tan severas que condujeron al Feriado de la Banca Nacional —los bancos cerraron durante una semana— en marzo de 1933 (Friedman y Schwartz, 1963).

5. Eugene White (1997) muestra cómo la legislación del seguro de depósitos fue apro-

FDIC ha tenido tres efectos: 1) los depositantes y los accionistas ya no tienen incentivos para supervisar la actividades de sus bancos; 2) las corridas bancarias son esporádicas, aunque nunca habían sido un problema para la estabilidad del sistema financiero; y 3) al cobrar una prima fija, la FDIC ha creado el problema tradicional del riesgo moral, porque subvenciona a los bancos que asumen riesgos más altos.<sup>6</sup>

### *¿La garantía de depósitos justifica la regulación internacional?*

La garantía de depósitos auspiciado por el gobierno no justifica la creación de estándares de capital internacionales, a no ser que haya contagio entre países. Pero esto ya no ocurre en un mundo de bancos centrales y moneda fiduciaria, el mundo en el que vivimos hoy. Los bancos centrales pueden bombear liquidez en el sistema bancario interno y de ese modo aislarlo de los shocks externos.

Un enfoque de la estabilidad financiera global que permita el libre ingreso de las sucursales de propiedad extranjera, estándares nacionales y regulación territorial sería mucho mejor que un estándar de capital internacional que impida la competencia regulatoria entre países. Si la sucursal extranjera de un banco japonés quisiera operar en los Estados Unidos, podría hacerlo libremente mientras se rigiera por las normas y regulaciones que se aplican a todos los bancos, nacionales y extranjeros, en los Estados Unidos. Con excepción del sector bancario, esa costumbre ha sido el *modus operandi* de los negocios transnacionales. El Acuerdo de Basilea, por desgracia, impulsó la regulación bancaria en sentido contrario.

### *Basilea I*

El Acuerdo de Basilea original (Basilea I) fue la respuesta equivocada a un problema real —el conflicto entre sistemas de garantía de depósitos y la

---

bada fundamentalmente para proteger la posición de los bancos unitarios —que en su mayoría eran pequeños y estaban ubicados en las zonas rurales— frente a la de los bancos más grandes con sucursales, más diversificados y ubicados en gran parte en las zonas urbanas.

6. La Ley de Mejora de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos de 1991 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act), que permite que las primas se ajusten al riesgo supuso hasta cierto punto un adelanto en cuanto a mitigar el riesgo moral de contar con un sistema de seguros de depósitos financiado por los contribuyentes. Para una evaluación de esta ley y las reformas al sistema de seguros de depósitos actualmente en revisión en el Congreso de los Estados Unidos, véase Kaufman (2002).

regulación nacional de estándares de capital— y probablemente haya hecho menos —y no más— estable el sistema financiero global. Tampoco ha nivelado el campo de juego. Desde la década de 1970, ha habido más de cien episodios de crisis sistémicas bancarias en noventa y tres países, con gran incremento de la frecuencia y la severidad de las crisis en los últimos quince años (World Bank, 2001: 75).

En la medida en que ha contribuido a esas crisis, Basilea I resultó un proyecto con consecuencias no planeadas muy caras. En primer lugar, entre las deficiencias del Acuerdo, hay que incluir el uso de categorías arbitrarias de riesgo y ponderadores arbitrarios que no guardan relación alguna con las tasas de default, que suponen incorrectamente que todos los activos dentro de una categoría corren los mismos riesgos, o que un tipo de activo es, por ejemplo, ciento por ciento más riesgoso que otro. En segundo lugar, la metodología de evaluación de riesgo es defectuosa por cuanto supone que el riesgo total de una cartera es igual a la suma de los riesgos de los activos individuales en la cartera. No se toman en cuenta los efectos de cartera que pueden reducir muchísimo el riesgo total de una cartera o su tamaño, lo que puede influir enormemente en su perfil de riesgo total. En tercer lugar, el acuerdo otorga tratamiento preferencial a los títulos públicos. Esto significa que los bancos no necesitan retener capital contra la tenencia de estos títulos, si son emitidos por países de la OCDE, o menos capital que contra préstamos a deudores corporativos, si son emitidos por países que no pertenecen a la OCDE. Pero como muestran los defaults soberanos de Rusia en el verano de 1998 y de la Argentina a principios de 2002, la deuda gubernamental no está libre de riesgos de inversión. Tampoco el préstamo a muchos países en desarrollo es más confiable que un préstamo a una compañía de primer nivel (“Blue Chip”). Por último, la existencia de categorías de riesgo que crean divergencias entre los riesgos económicos y las medidas de regulación al capital ha conducido a un amplio arbitraje en los requisitos de capital mínimo, es decir, la toma de mayores riesgos económicos sin un aumento de requisitos de capital mínimo.

En suma, Basilea I, ya aprobado por más de cien países, no ha podido alcanzar su meta principal y ha vuelto menos —y no más— estable el sistema financiero internacional. En efecto, es bien sabido que asignar un ponderador de 20 por ciento a un préstamo interbancario de corto plazo (en comparación con el 100 por ciento que implican los préstamos a la mayoría de las instituciones no bancarias) condujo a un aumento en los préstamos a los bancos asiáticos, lo cual, a su vez, contribuyó a la crisis asiática de 1997-1998. El 60 por ciento de los US\$ 380 mil millones en préstamos bancarios internacionales a bancos asiáticos a fines de 1997 vencían al año o antes (Minton-Beddoes, 1999: 11).

Basilea I no logró establecer un campo de juego nivelado porque se ocupó sólo de los estándares de capital mínimo y no de otros factores de dife-

renciación, tales como sistemas legales y de contabilidad y, más importante aún, la dimensión de la red de seguridad gubernamental explícita (o implícita) entre bancos.

Por estos motivos, el Comité de Basilea sigue trabajando para crear un nuevo acuerdo “con el fin de alinear más ajustadamente los requisitos de capital mínimo con los riesgos implícitos y proporcionar a los bancos y sus supervisores varias opciones para la evaluación de la “adecuación del capital”. El resultado es Basilea II, un trabajo aún no terminado que se espera que concluya a fines de 2003 y quede implementado en su totalidad a fines de 2006.<sup>7</sup>

### *Basilea II*

Basilea II se sostiene en tres columnas que se refuerzan mutuamente: requisitos de capital, supervisión y disciplina de mercado. Los requisitos de capital de riesgo, sin embargo, siguen siendo el punto central. En especial, Basilea II agregará una nueva carga para el riesgo operativo y permitirá que algunos bancos utilicen sus modelos internos de medición de riesgo para determinar los costos de capital. De acuerdo con el enfoque avanzado del Ranking Interno de Evaluación de Riesgo (IRB, según sus siglas en inglés), los bancos proporcionan sus estimaciones de la probabilidad de default, exposición al default, pérdida por default, y vencimientos para establecer el ponderador de riesgo asociado a un activo en particular. Esa opción, sin embargo, podría convertirse en una pesadilla regulatoria, incluso en países industrializados, por tres razones al menos. En primer lugar, a pesar de que los bancos están en mejor posición que los reguladores para medir su exposición al riesgo, darles esa opción les plantea obvios conflictos de intereses cuando el gobierno actúa como último garante de los depósitos. En esas condiciones ¿los administradores de bancos subestimarán a sabiendas o no el riesgo de sus activos para bajar sus requisitos regulatorios de capital? ¿O usarán los bancos uno de los enfoques IRB y, al descubrir que sus requisitos de capital son significativamente más altos con ese enfoque que con el enfoque estandarizado, como reveló uno de los estudios cuantitativos llevados a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, retornarán a este último porque de este modo bajarán sus requisitos de capital? Sin duda tendrán incen-

7. El primer informe de Basilea II se dio a conocer a mediados de 1999 y constaba de sesenta y dos páginas. Un segundo conjunto de medidas apareció en enero de 2001. Este conjunto de medidas tenía más de 500 páginas, de pasmosa complejidad. Una nueva versión del conjunto de medidas de enero de 2001 apareció en abril de 2003. Pese a que ha sido reducido de modo sustancial, todavía es un documento extremadamente complejo (véase Basel Committee on Banking Supervision, 1999, 2001a y 2003).

tivos para hacerlo. Finalmente, ¿cuánto les va a costar la implementación de los sistemas necesarios para utilizar los enfoques IRB, no sólo a los bancos sino también a los reguladores que tendrán que determinar si los sistemas son apropiados o no? ¿Y los beneficios, en términos de requisitos de capital más bajos, desde la perspectiva bancaria, y un sistema financiero más estable, desde la perspectiva de los reguladores (y contribuyentes), justificarán los costos? Los resultados preliminares no son muy optimistas.

Cuando anunciaron en febrero de 2003 que sólo los diez bancos más grandes de los Estados Unidos serán regulados por Basilea II y que se les exigirá que utilicen el enfoque IRB avanzado para medir sus requisitos de capital, y el Enfoque de Medición Avanzado (AMA, según sus siglas en inglés) para medir las exigencias de capital por riesgos operativos, los reguladores de los bancos de los Estados Unidos hicieron un esfuerzo por abordar algunos de estos puntos. El resto de las instituciones bancarias seguirá con la cobertura de Basilea I y de las regulaciones bancarias vigentes de los Estados Unidos (Ferguson, 2003). Al hacer esto, sin embargo, da la impresión de que los reguladores hubiesen aceptado algunas de las críticas dirigidas a Basilea II —por ejemplo, que los beneficios para la mayoría de las instituciones bancarias no superan los costos de cumplir con las exigencias de un nuevo marco regulador más complejo que el actual.

Subsiste el tema de la complejidad. William McDonough, ex presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y hasta hace poco director del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, ha caracterizado la complejidad de Basilea II como un reflejo natural del avance y las innovaciones en el mercado financiero, y de la necesidad de un marco más sensibilizado al riesgo (McDonough, 2000: 8). Sin duda, el mercado financiero es mucho más complejo de lo que era hace quince años, cuando se elaboró Basilea I, y las organizaciones bancarias también son más complejas en sus actividades y en los modos en que manejan sus riesgos. No obstante, esto no justifica que las *regulaciones* bajo las cuales operan esas grandes y complejas organizaciones bancarias sean igualmente complejas.

Además, el enfoque demasiado prescriptivo de Basilea II podría llegar a suprimir innovaciones generadas en el mercado para el manejo del riesgo, que están aún en sus primeras etapas de desarrollo. Ésta es una inquietud que han expresado tanto el ex gobernador Laurence Meyer, de la Federal Reserve Board, quien es un gran defensor de Basilea II, y el Comptroller of the Currency, John Hawke Jr. (Meyer, 2001; Hawke Jr., 2002, 2003).

En relación con los riesgos operativos —otro asunto espinoso que aún no ha sido resuelto—, tiene más sentido abordar el riesgo operativo bajo Pilar II del nuevo marco, Supervisión, que bajo Pilar I, Estándares de Capital Mínimo. Los acontecimientos para los cuales serían necesarios requisitos especiales de capital por los riesgos operativos (por ejemplo, un intermediario bui-

tre fuera de control) tienen muy pocas probabilidades de ocurrir, pero un alto costo si ocurrieran. Por lo tanto, una exigencia de capital, sin importar lo alta que sea, puede ser insuficiente para cubrir las pérdidas que resultasen de esos acontecimientos. Por lo demás, hacer un cálculo razonable de la probabilidad de que tal acontecimiento ocurra y de las posibles pérdidas que sobrevendrían, es muy difícil, si no imposible. Los acontecimientos de menores costos y de mayores probabilidades tienden a estar cubiertos con reservas para pérdidas generales, porque esas pérdidas son usualmente pequeñas. En este caso, establecer una exigencia de capital aparte para el riesgo operativo podría crear algunas distorsiones.

Basilea II también es una propuesta muy vaga que otorga a los reguladores nacionales un gran control, en especial con respecto a la validación de los sistemas internos de los bancos y los accesos necesarios a la información para usar esos sistemas a fin de determinar las exigencias de capital. Esta vaguedad crea incertidumbre tanto entre los participantes del mercado como entre los reguladores, lo que por cierto no contribuye a la estabilidad financiera. Por otra parte, les facilitaría a los reguladores la tolerancia regulatoria y los inclinaría a la corrupción.

Finalmente, cuando juntemos todas las piezas, ¿funcionará bien la nueva propuesta? Nadie lo sabe y los que están a cargo del proceso probablemente no quieran pensar en la posibilidad de que no funcione muy bien.

### *¿Hay una manera mejor?*

Las regulaciones bancarias se han vuelto muy parecidas a los principios contables en los Estados Unidos: complejos, oscuros y con gran cantidad de normas hechas para satisfacer a todos los electorados. Asimismo, el proceso por el cual se adoptan esas normas se ha vuelto cada vez más pesado, largo y politizado. Un sistema que depende más de la competencia entre regímenes regulatorios nacionales diferentes que de la armonización de esos regímenes, probablemente produzca mayor estabilidad y solidez, y sea más justo que el enfoque actual.

Una vez que parta el tren de Basilea, sin embargo, será muy difícil descarriarlo, lo cual puede llegar a ser necesario si no funciona bien. Los regímenes regulatorios nacionales pueden ser tomados como experimentos que nos permitan determinar a un costo mucho menor qué funciona y qué no. En ese sentido, la competencia es, como nos lo recordó F. A. Hayek (1978), un “procedimiento de descubrimiento”. Así, en el nivel nacional, la tendencia debería llevar a la *simplicidad regulatoria*, porque los reguladores probablemente no podrán seguirles el paso a las innovaciones en los mercados financieros. Si es necesario que haya requisitos mínimos de capital, obligatorios

por la existencia de sistemas de garantías de depósito auspiciados por el gobierno, una simple norma de apalancamiento de capital, sin ponderador de riesgo sería suficiente, en especial si se contase con un sistema de intervención temprana, que reduciría la tolerancia regulatoria, y si hubiera mayor énfasis en la disciplina de mercado a través de exigir un mínimo de deuda subordinada y de acceso a la información.

La razón fundamental para requerir un mínimo de deuda subordinada es clara. La deuda subordinada —es decir, deuda no garantizada, secundaria respecto de todos los otros acreedores— es uno de los mecanismos más efectivos de mercado para transmitir información sobre el perfil de riesgo del banco. El economista Charles Calomiris, de la Universidad de Columbia, destacado defensor del requisito de un mínimo de deuda subordinada y miembro del Shadow Financial Regulatory Committee, ha resumido muy bien los beneficios del requisito de la deuda subordinada:

El aspecto más atractivo de la confianza en los requisitos de deuda subordinada mínima es que éstos colocan las cargas primarias “regulatorias” y “de supervisión” en los participantes sofisticados del mercado, donde su propio dinero está en juego. Los reguladores y supervisores gubernamentales no están capacitados ni cuentan con los incentivos suficientes para supervisar continuamente y controlar el estado de los bancos (Calomiris, 1997: 26).<sup>8</sup>

En efecto, un requisito de deuda subordinada mínima alinearía los intereses de los tenedores de deuda subordinada con los de los fondos de garantía de depósito (por lo tanto, los de los contribuyentes), porque no obtienen ganancias de las inversiones de riesgo del banco si esas inversiones resultan rentables, pero están expuestos a perder su dinero si esas inversiones no son rentables. Así, los tenedores de deuda subordinada estarían altamente incentivados para supervisar muy de cerca las actividades del banco. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda subordinada proporcionan la evaluación del mercado de los riesgos asumidos por los bancos. En verdad, el interés pagado sobre la deuda subordinada sirve como un prima de garantía ajustada al riesgo y determinada por el mercado. Los reguladores podrían, pues, limitar el rendimiento pagado sobre la deuda subordinada, lo que reduciría efectivamente los riesgos que asumen los bancos, tal como los mide el mercado y no los reguladores.

8. Hay numerosos estudios sobre deuda subordinada. Por ejemplo, Board of Governors of the Federal Reserve System (1999); Shadow Financial Regulatory Committee (2002); Evanoff y Wall (2000), y Board of Governors of the Federal Reserve System y United States Department of the Treasury (2000). Los dos últimos contienen un detalle exhaustivo de las propuestas de deuda subordinada, así como los estudios empíricos sobre la efectividad de la disciplina de mercado, tal como es realizada por la deuda subordinada.

## Conclusión

Si Basilea II no funciona, cuando vuelvan a reunirse para planificar Basilea III, los reguladores bancarios deberían poner mayor énfasis en la disciplina del mercado, la innovación y la competencia entre sistemas regulatorios. Estos factores ayudarían a promover la seguridad y la solidez del sistema financiero internacional de un modo muy superior a los modos del viejo o del nuevo Acuerdo de Basilea.

## REFERENCIAS

---

- Basel Committee on Banking Supervision (1998): "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards" ([www.bis.org/publ/bcbs04A.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs04A.pdf)).
- (1999): "A New Capital Adequacy Framework" (<http://www.bis.org/bcbs/bcbscp2.htm>).
- (2001a): "The New Basel Capital Accord: Second Consultative Paper" ([www.bis.org/bcbs/bcbscp2.htm](http://www.bis.org/bcbs/bcbscp2.htm)).
- (2001b): "Results of the Second Quantitative Study" ([www.bis.org/bcbs/qis/qis2summary.pdf](http://www.bis.org/bcbs/qis/qis2summary.pdf)).
- (2002): "Results of Quantitative Impact Study 2.5" ([www.bis.org/bcbs/qis/qis25results.pdf](http://www.bis.org/bcbs/qis/qis25results.pdf)).
- (2003): "The New Basel Capital Accord: Third Consultative Paper" ([www.bis.org/bcbs/bcbscp3.htm](http://www.bis.org/bcbs/bcbscp3.htm)).
- Benston, C. J. (1998): "Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals", en *Hobart Paper*, N° 135, Londres, Institute of Economic Affairs.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1999): "Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline", en *Staff Study*, N° 172, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal Reserve System and United States Department of the Treasury (2000): "The Feasibility and Desirability of Mandatory Subordinated Debt", informe del Board of Governors of the Federal Reserve System y del Secretario del U.S. Department of the Treasury, presentado al Congreso de conformidad con el artículo 108 de la ley Gramm-Leach-Bliley, de 1999.
- Calomiris, C. W. (1997): *The Postmodern Bank Safety Net: Lessons from Developed and Developing Countries*, Washington, AEI Press.
- Calomiris, C. W. y Mason, J. R. (1997): "Contagion and Bank Failures During the Great Depression: The June 1932 Chicago Bank Panic", en *American Economic Review* 87: 863-883.
- Diamond, D. y Dybvig, P. (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", en *Journal of Political Economy* 91 (junio): 401-419.
- Dowd, K. (2001): *Money and the Market*, Nueva York, Routledge Press.
- Evanoff, D. D. y Wall, L. D. (2000): "Subordinated Debt and Bank Capital Reform", documento de trabajo 2000-07, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Ferguson, Jr., R. W. (2003): "Statement by Roger W. Ferguson, Jr., Vice Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Subcommittee on



- Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Committee on Financial Services, House of Representatives”, 27 de febrero.
- Friedman, M. y Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1857-1960*, Princeton, National Bureau of Economic Research y Princeton University Press.
- Goodhart, C. A. E. *et al.* (1998): *Financial Regulation: Why, How and Where?*, Londres, Routledge.
- Hawke, Jr., J. D. (2002): “The Road to Basel II: Good intentions and Imposing Challenges”, comentarios en la Risk Management Association’s Capital Management Conference, Washington, D. C., 6 de junio ([www.occ.treas.gov/ftp/release/2002-49.doc](http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2002-49.doc)).
- (2003): “Testimony of John D. Hawke, Jr., Comptroller of the Currency, before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Committee on Financial Services, House of Representatives”, 27 de febrero.
- Hayek, F. A. (1978): “Competition as a Discovery Procedure”, en *New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*, cap. 12, Chicago, University of Chicago Press.
- Kane, E. J. (1997): “Ethical Foundations of Financial Regulation”, en *Journal of Financial Services Research* 12 (agosto): 51-74.
- Kapstein, E. B. (1991): “Supervising International Banks: Origins and Implications of the Basel Accord”, en *Essays in International Finance*, N° 185, Princeton, Princeton University Press.
- Kaufman, G. G. (1988): “The Truth About Bank Runs”, en C. England y T. Huertas (eds.), *The Financial Services Revolution*, Norwell, Kluwer Academic Press.
- (2002): “FDIC Reform: Don’t Put Taxpayers Back at Risk”, Cato Institute Policy Analysis N° 432, 16 de abril.
- Kroszner, R. S. (1998): “Financial Regulation”, en P. Boettke (ed.), *The Elgar Companion to Austrian Economics*, Northampton, Edward Elgar.
- McDonough, W. J. (2000): “Remarks by William J. McDonough, President and Chief Executive Officer, Federal Reserve Bank of New York, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors”, Basilea, Suiza, 20 de septiembre ([www.bis.org/review/rr000920a.pdf](http://www.bis.org/review/rr000920a.pdf)).
- Meyer, L. H. (2001): “Remarks by Governor Laurence H. Meyer at the Annual Washington Conference of the Institute of International Bankers”, Washington, D. C., 5 de marzo ([www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/20010305/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/20010305/default.htm)).
- Minton-Beddoes, Z. (1999): “A Survey of Global Finance: Time for a Redesign?”, en *The Economist*, 30 de enero.
- Oatley, T. y Nabors, R. (1998): “Redistributive Cooperation: Market Failure. Wealth Transfers, and the Basle Accord”, en *International Organization* 52(1): 35-54.
- Rodríguez, L. J. (2002): “International Banking Regulation: Where’s the Market Discipline in Basel II?”, Cato Institute Policy Analysis N° 455, 15 de octubre.
- Shadow Financial Regulatory Committee (2000): “Reforming Bank Capital Regulation: A Proposal by the U.S. Shadow Financial Regulatory Committee”, Comunicado N° 160, 2 de marzo.
- Smith, A. ([1776] 1937): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Nueva York, Modern Library.

- Timberlake, R. H. (1993): *Monetary Policy in the United States: An Intellectual and Institutional History*, Chicago, University of Chicago Press.
- White, E. (1997): "Deposit Insurance", en G. Caprio, Jr. y D. Vittas (eds.), *Performing Financial Systems: Historical Implications for Policy*, 85-100, Nueva York, Cambridge University Press.
- White, L. H. (1999): *The Theory of Monetary Institutions*, Malden, Blackwell Publishers.
- World Bank (2001): *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Nueva York, Oxford University Press.



## CAPÍTULO 13

# *Aumentar el crecimiento económico y la estabilidad en los mercados emergentes*

JOHN B. TAYLOR\*

### *Potestad, crecimiento y estabilidad*

La estrategia de la administración Bush para los mercados emergentes es una parte interrelacionada de nuestra agenda económica internacional global. La agenda se centra en dos objetivos: aumentar el crecimiento económico y la estabilidad económica en todo el mundo, no sólo en los países emergentes, sino también en los países en desarrollo y en los industriales, incluyendo los Estados Unidos. El presidente Bush piensa que cada país, al seguir principios de política económica de probada eficacia y al tomar en cuenta sus propias circunstancias, puede contribuir significativamente al mayor crecimiento global y a la estabilidad. Hace hincapié en que las políticas son una potestad que corresponde a cada país, y en la decisión de los Estados Unidos para brindar fuerte apoyo a las reformas políticas positivas.

Estos objetivos económicos no han cambiado desde el comienzo de su administración. De hecho, los desafíos de la guerra contra el terrorismo —en especial, la necesidad de mayores recursos para la defensa y la eliminación de los semilleros de terrorismo— dan preeminencia al crecimiento económico y a la estabilidad.

La perseverancia de la administración para recuperar la facultad presidencial de negociación comercial es coherente con estos objetivos: el libre comercio es el motor clave, tanto del crecimiento económico como de la estabilidad. Estos objetivos también constituyen la base de nuestro programa

\* John B. Taylor es subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales de los Estados Unidos. Este artículo es una adaptación del trabajo presentado por el autor en la XX Conferencia Monetaria Anual del Cato Institute, coauspicada por *The Economist*, 17 de octubre de 2002.

de políticas económicas para los Estados Unidos, donde las políticas fiscales y monetarias para combatir la recesión fueron implementadas de un modo excepcionalmente oportuno.

Una de las temáticas de nuestra política a favor del crecimiento ha sido el aumento de la productividad a través de la creación de puestos de trabajo en el sector privado. La mayor productividad es esencial para elevar los estándares de vida y reducir la pobreza. Las claves para lograr un creciente aumento de la productividad son el imperio de la ley, la política fiscal sólida, la política monetaria de baja inflación y la reducción de las barreras comerciales, tanto externas como internas.

Permítanme concentrarme ahora en la parte de nuestra agenda económica internacional que se ocupa de las crisis financieras y otras formas de inestabilidad en los mercados emergentes. Empezaré por examinar los problemas que intentamos resolver con esta estrategia.

### *Tres problemas relacionados*

En primer lugar, en los últimos años se ha dado un aumento pronunciado en la frecuencia y gravedad de las crisis financieras en los mercados emergentes. Un estudio reciente de McKinsey, “Mercados peligrosos: el manejo de las crisis financieras”, plantea que en la década de 1990 ha habido un aumento del 60 por ciento con respecto a la de 1980, y muestra que más países han experimentado crisis en los últimos años. Pero aunque no hubiese aumentado la cantidad de crisis en ese tiempo, de todos modos esa cantidad ya de por sí sería demasiado alta. El daño causado por las crisis económicas y financieras –profundas recesiones, aumento del desempleo, tipos de cambio volátiles, tasas de interés elevadas– crea terribles privaciones en los pueblos. Y la incertidumbre causada por la inestabilidad reduce la inversión externa e interna, y acarrea consecuencias negativas para el crecimiento a largo plazo.

En segundo lugar, en los últimos años ha habido un agudo descenso de los flujos netos de capital privado hacia los mercados emergentes. Con un promedio de más de US\$ 150 mil millones por año desde 1992 a 1997, los flujos netos de capital privado cayeron a menos de US\$ 50 mil millones por año entre 1998 y 2000. Guillermo Calvo, del Banco Interamericano de Desarrollo llama a esta abrupta caída “paro repentino”. Hay muchas explicaciones para este paro repentino, pero la mayor frecuencia de las crisis financieras, que ha aumentado la volatilidad y dañado la rentabilidad esperada, es una de las razones. El restablecimiento de los flujos privados de inversión a los países emergentes permitiría crear trabajos de mayor productividad y elevar los estándares de vida.

En tercer lugar, las tasas de interés real son aún muy altas en los países

emergentes. Estas tasas altas de interés –causadas en parte por los riesgos de crisis financieras y las políticas que aumentan esos riesgos– desalientan la inversión que incrementa la productividad. Como destacó el secretario O’Neill, las tasas altas de interés son una carga pesada para los pueblos de los países emergentes, que son quienes tienen que pagar los impuestos para afrontar esos altos intereses. Si hubiese menos crisis y más países aplicaran políticas que merecieran calificaciones de grado de inversión, entonces estas tasas de interés serían más bajas.

Ante todo, nuestra estrategia para los mercados emergentes está diseñada para encarar estos tres problemas. El objetivo es reducir la frecuencia y gravedad de las crisis, restablecer el flujo de inversión a los mercados emergentes, y aumentar el número de países que tienen calificaciones de grado de inversión.

### *Elementos de una estrategia para los mercados emergentes*

Para que una estrategia funcione a largo plazo, debe provenir del propio país, tal como lo señala el presidente Bush. Debemos tener la certeza de que los propios países –ni los Estados Unidos, ni el G-7, ni el Fondo Monetario Internacional– tengan potestad sobre sus políticas. Pero ¿cuáles son los principios básicos que definen esa estrategia? ¿Cómo abordan los tres problemas? ¿De qué modo apoyan la potestad de los países?

### *Énfasis en la prevención de la crisis*

Huelga decir que la mejor manera de enfrentar las crisis es, en primer lugar, impedir que ocurran. Para ello, es necesario seguir muy de cerca las vulnerabilidades del país, y tomar las medidas necesarias para reducirlas. En el Tesoro de los Estados Unidos, por ejemplo, hemos desarrollado un Índice de Valores de Primera Clase [“Blue Chip”], basado en los indicadores numéricos de la crisis tomados de fuentes públicas y privadas. Desde luego, todos los indicadores numéricos tienen sus propias dificultades. Algunos modelos de indicadores fueron calculados durante períodos de tipos de cambio fijo en los que los tipos de cambio sobrevaluados o subvaluados tienen más valor de predicción para las crisis. Esos modelos deben ser interpretados con cuidado si un país mantiene un tipo de cambio flexible en la actualidad. Si bien los promedios de los valores de primera clase dan cuenta de algunas de las particularidades, debemos respaldar los indicadores con análisis críticos.

Pedimos también que el FMI preste más atención a las vulnerabilidades de los mercados emergentes. Esto exige que el personal del FMI se concentre

más en los campos principales de sus conocimientos técnicos: políticas monetarias, fiscales, cambiarias, financieras y de manejo de deuda. El FMI también debería limitar la cantidad de países con programas, para concentrar sus esfuerzos, y debería reducir el grado de condicionalidad en los programas. Reducir la condicionalidad tiene la ventaja de aumentar la potestad del país.

Desde luego, los propios países emergentes tienen la responsabilidad fundamental de ayudar a prevenir las crisis. Adoptar estándares prudentes, proporcionar mayor transparencia, mantener bajos los niveles de deuda y de inflación, desarrollar los mercados de bonos domésticos, reducir los desajustes monetarios o su duración, evitar los sistemas de tipo de cambio fijo débiles [*soft pegs*], y elegir ya sea tipos de cambio flexibles o la dolarización total, constituyen buena parte de la estrategia para la prevención de las crisis. Nuestra política alienta esas reformas en los países emergentes.

### *Reducción del contagio*

El segundo principio de nuestra estrategia para los mercados emergentes se orienta hacia la reducción del contagio de un país en crisis a otros países. Reducir el contagio es otra forma de prevenir las crisis.

A comienzos de la administración creíamos que se ponía demasiado énfasis en el contagio. Después de muchas conversaciones con inversores y bancos de inversión (*traders*), nos dimos cuenta de que había más diferencias entre países y entre políticas de lo que habíamos pensado. Dijimos abiertamente que el contagio no era “automático”. Dejamos sentado que nuestro apoyo al financiamiento a gran escala por el FMI no se basaría en alegatos injustificados de contagio, sin pruebas de la existencia de vínculos fundamentales entre los países. Luego, sobre la base de análisis econométricos para reforzar nuestros puntos de vista, diferenciamos entre vínculos directos entre uno y otro país –los que existían abiertamente entre países vecinos como los Estados Unidos y México– y la propagación automática de malas operaciones de mercado de un país a otro en ausencia de esos vínculos.

Nuestra política para reducir el contagio tuvo otras dos dimensiones, que el caso de América latina ilustra bien. Por una parte, dimos nuestra aprobación a un nuevo programa del FMI para Brasil en agosto de 2001, cuando la crisis en la Argentina estaba llegando a su punto culminante. El programa era de US\$ 15 mil millones, cantidad mucho menor que la del programa anterior, pero suficiente para servir de amortiguador. Nuestro apoyo a Uruguay tenía como objetivo limitar el impacto de la crisis argentina en ese país, aunque en este caso había mucha más interdependencia directa o básica entre ambos países. Por otra parte, hemos avanzado gradualmente hacia la implementación de nuestra nueva estrategia relacionada con los límites –accepta-

mos un *waiver* a la Argentina en la primavera de 2001, y luego le acordamos un aumento—, como para darles tiempo de adaptación a los mercados. Obsérvese también que esta política de apoyo a los países que mantienen buenas políticas, pero que sufren impactos negativos de la crisis de un país vecino, protegen los incentivos relacionados con la potestad de los países. En cambio, la alternativa de apoyar malas políticas en el país en crisis debido al temor de los efectos de contagio atenta contra los incentivos para seguir buenas políticas.

Como ocurre con cualquier cambio de política, evaluar su impacto toma tiempo, pero uno de los cambios visibles más profundos y positivos en los mercados emergentes en 2001 fue que el contagio entre diferentes países emergentes quedó reducido a su mínima expresión. Después del default argentino, no hubo efectos importantes en las tasas de interés en otros mercados emergentes del mundo: Asia, África y la Europa de mercados emergentes. Además, el crecimiento económico en los países emergentes fuera de América latina no se deterioró después de la crisis argentina. Incluso en la región, la buena política en países como Chile y México obtuvo recompensas por su buena performance económica. Los inversores han aprendido a diferenciar entre los mercados emergentes con mucho más cuidado.

Seguimos sosteniendo, según los puntos establecidos por la administración desde el principio, que el contagio no es inevitable y que la aceptación indiscriminada de alegatos de contagio no debería constituir la base para el financiamiento a gran escala del sector oficial.

### *Limitar el acceso y aclarar las respuestas del sector oficial*

La tercera parte de la estrategia es limitar el financiamiento del sector oficial y hacer perfectamente claros esos límites. El desafío político consiste en avanzar gradualmente hacia una menor dependencia a los grandes paquetes oficiales, de modo que las expectativas del inversor puedan adaptarse en forma uniforme a las nuevas políticas del sector oficial. En nuestra opinión, no debería haber préstamos para situaciones de deuda insostenible, pero la implementación total de una nueva política de límites de acceso requerirá un nuevo proceso para manejar la deuda soberana, tal como se describe más adelante.

Es primordial precisar el tamaño de los paquetes de financiamiento oficial para aumentar la previsibilidad de los mercados, para frenar la tendencia a asumir riesgos excesivos y para proporcionar los incentivos adecuados para el país respecto de las buenas políticas. Para aclarar aún más las respuestas del sector oficial, creemos que éste debería hacer el intento de evitar intervenciones *ad hoc* por medio de tácticas coercitivas.

Como primera medida para crear límites, hemos establecido una política



que impide la asistencia con préstamos bilaterales a gran escala; dicho de otro modo, el FMI tiene que ser el medio principal para la ayuda de emergencia. Esto permite que la disponibilidad de los recursos del Fondo actúe como limitación natural presupuestaria en los paquetes de financiamiento oficial. En este sentido, los Estados Unidos han explicado que no están a favor del aumento de la cuota del FMI. Como declaró el secretario O'Neill: "Limitar los recursos oficiales es un instrumento fundamental para reforzar la disciplina en las decisiones de préstamo". Limitar de este modo los recursos oficiales también le impone mayor responsabilidad al FMI en los lugares donde se da el desarrollo técnico de los programas de préstamo.

Hasta ahora la administración ha apoyado estas políticas sobre el acceso. Tomemos algunos ejemplos. Turquía y la Argentina son dos países que estuvieron en crisis o cerca de la crisis desde el comienzo de la administración. Ambos ya estaban en un programa importante del FMI. Los nuevos programas para Turquía en mayo de 2001 y febrero de 2002 no incluían la ayuda bilateral a gran escala de los Estados Unidos ni de los otros países del G-7. El programa para Turquía incluyó acciones previas duras; se implementaron las políticas y el programa ha ido por buen camino con resultados económicos favorables.

De igual modo, un programa ampliado para la Argentina en agosto de 2001 no incluyó un préstamo bilateral de ayuda. En el caso de la Argentina, sin embargo, quedó claro a fines de año que la deuda era insostenible y que la política iba por mal camino. Por este motivo, la administración decidió dejar de apoyar en diciembre préstamos del FMI a la Argentina. Los programas recientes para Uruguay y Brasil tampoco contaron con ayuda bilateral a gran escala y a largo plazo. Debido a la ausencia de ayuda bilateral, el volumen total del programa de 2002 para Brasil fue más reducido que el paquete total de 1998, pese a que la ayuda del FMI fue mayor.

Nótese que hubo un préstamo puente de cuatro días del Fondo de Estabilización de Tipo de Cambio de los Estados Unidos [U.S. Exchange Stabilization Fund] para permitir que los bancos uruguayos abrieran lo antes posible; como ya dijimos, esta medida tenía como fin hacer frente al impacto de la Argentina en el sector bancario de Uruguay.

Respecto de los préstamos del FMI, creemos que cuanto más alto sea el nivel de acceso excepcional para los países individuales, mayor deberá ser la justificación analítica para este acceso. El FMI ha introducido un nuevo marco analítico para el análisis de sostenibilidad de deuda, lo que debería facilitar la identificación temprana de situaciones insostenibles. También quisiéramos que el FMI pusiera en marcha un proceso para asegurar que cualquier decisión respecto del otorgamiento de niveles excepcionales de financiamiento contase con el apoyo de un informe formal sobre este acceso.

*Mayor previsibilidad de los procesos de reestructuración de deuda soberana*

El cuarto principio de nuestra estrategia para los mercados emergentes es crear un proceso más ordenado y previsible para la reestructuración de deuda. El objetivo no es reducir los incentivos para que los gobiernos soberanos paguen sus deudas a tiempo y en su totalidad. Más bien, el objetivo es reducir la incertidumbre sobre las reestructuraciones. En la actualidad hay gran incertidumbre acerca del proceso de reestructuración. Esta incertidumbre complica la adopción de decisiones. Un proceso de reestructuración de deuda soberana más previsible para países que llegan a posiciones de deuda insostenible debería contribuir a reducir esta incertidumbre. Por lo tanto, debería conducir a decisiones mejores y más oportunas, con el fin de disminuir la frecuencia y la gravedad de las crisis.

Se han sugerido dos enfoques para mejorar el proceso de reestructuración. Uno es el uso de cláusulas de acción colectiva (CAC). A menudo se lo llama *enfoque contractual*. Este enfoque requeriría que los deudores soberanos y sus acreedores agregaran nuevas cláusulas en sus contratos de bonos externos. Las cláusulas proporcionarían una guía que describa con la mayor precisión lo que ocurre cuando un país toma la decisión de reestructurar su deuda. De este modo, los contratos crearían un proceso de renegociación más ordenado y previsible. El sector oficial —en particular el Tesoro de los Estados Unidos y el G-10— ha propuesto algunos parámetros amplios para este enfoque. Conforme a esos parámetros, los deudores soberanos y sus acreedores elaborarían los detalles mientras se emiten los nuevos bonos. Se propone que debería haber 1) una cláusula de acción mayoritaria que permita que un porcentaje de tenedores de bonos modifique los términos financieros del bono; 2) una cláusula de compromiso/representación que facilite el flujo de información entre los deudores soberanos y sus acreedores, y que disponga la elección de un representante de los tenedores de bonos; y 3) una cláusula que limite la acción legal disruptiva.

El otro enfoque es *estatutario*. A menudo se lo llama mecanismo de reestructuración de deuda soberana (SDRM, según sus siglas en inglés). Este enfoque que procuraría alcanzar las metas de reestructuración por medio de estatutos es el que actualmente desarrolla el personal y la administración del FMI, y está más centralizado. Exigiría la enmienda de los artículos del FMI o la creación de otro tratado internacional. Un foro creado para ese fin coordinaría a los acreedores y deudores, y tendría poder para hacerse cargo de ciertos litigios, en especial los que se relacionan con la verificación de créditos. Este enfoque también se ocuparía del agrupamiento de diferentes emisiones de deuda y establecería un tratamiento uniforme para instrumentos de diferentes jurisdicciones. Para hacerse cargo de litigios relacionados con la

agregación y para establecer un tratamiento uniforme conforme el enfoque contractual, podría incluirse en las cláusulas un procedimiento de arbitraje si los deudores y los acreedores lo acordasen.

Me parece que hemos hecho un gran progreso en este campo. En abril de 2002, los ministros de Finanzas y los presidentes de los bancos centrales de los países del G-7 acordaron un Plan de Acción G-7 para los mercados emergentes. El plan exigía la inmediata introducción de las CAC en los contratos de deuda soberana y mayor desarrollo del SDRM. En septiembre, el G-7 reiteró su apoyo a este enfoque. Además, el G-7 declaró que todo Estado –incluso cualquier miembro del G-7– que emitiera bonos reglamentados por la jurisdicción de otro Estado debería incluir las CAC. Ésta ha sido la declaración de apoyo más firme del G-7 a favor de las CAC.

Igualmente, los representantes del sector privado y varios de los países de mercados emergentes se han pronunciado en general a favor de la introducción de las CAC y se han dedicado a depurar aún más la forma específica que tales cláusulas tendrían que alcanzar. El 26 de septiembre de 2002, los representantes del sector privado y los funcionarios de mayor jerarquía del G-7 y de algunos mercados emergentes clave se reunieron en el Tesoro de los Estados Unidos –la primera vez que se realiza una reunión de este tipo–. El propósito era discutir los aspectos fundamentales de las CAC.

Los puntos de vista expresados por estos tres grupos son importantes para determinar cómo ha de procederse en el futuro. Todos los funcionarios del G-7 reiteraron el apoyo de sus gobiernos a la incorporación inmediata de las CAC, y a la continuación de la elaboración de una propuesta más específica respecto del SDRM. El sector privado apoyó las CAC, pero rechazó enérgicamente el SDRM. Varios de los países emergentes las apoyaron, pero no estaban conformes con el SDRM.

Con el apoyo a las CAC del sector privado, del sector oficial y de algunos de los países emergentes clave, parece que hubiera llegado el momento oportuno para seguir avanzando y agregar realmente esas cláusulas a las nuevas emisiones. Sería un gran paso adelante. Toda demora sería de lamentar. Sólo cuando las nuevas cláusulas se incorporen a algunos bonos y comience la compraventa de estos bonos podrá juzgarse su efectividad.

Una buena política pública requiere tomar en cuenta todas las opciones y optar por la que funcione mejor. He destacado varios objetivos –alentar la potestad de los países, reducir la frecuencia de las crisis, aumentar los flujos de capital privado a los mercados emergentes, y elevar las calificaciones de inversión de los países–. Para los que estén convencidos de que las cláusulas son más aptas que el SDRM, la mejor estrategia consiste en avanzar e introducir esas cláusulas. Si hay pruebas convincentes de que las cláusulas funcionan mejor para alcanzar estos objetivos que el SDRM o que una combinación de cláusulas y SDRM, la estrategia de esta administración incorporará

las cláusulas como el instrumento elegido. Asimismo, si se demuestra que el SDRM o una combinación funciona mejor para el logro de estos objetivos, apoyaremos esta alternativa.

### *Conclusión*

Hemos avanzado bastante en la prevención de las crisis, en la reducción del contagio, en la limitación del acceso al financiamiento a gran escala y en la creación de reestructuraciones más ordenadas de deuda soberana. Para hacer mayores progresos en el campo de la reestructuración de la deuda, necesitamos un marco que les permita al sector privado y a los países emergentes seguir adelante.



## **FUNDACION DE INVESTIGACIONES ECONOMICAS LATINOAMERICANAS**

Presidente Honorario: Arnaldo T. Musich

### **CONSEJO DIRECTIVO**

Presidente:	Juan P. Munro
Vicepresidentes:	Víctor L. Savanti Juan Masjoan Luis Mario Castro
Secretario:	Franco Livini
Prosecretario:	Juan Manuel Forn
Tesorero:	Mario E. Vázquez
Protesorero:	Manuel Sacerdote

Vocales: Guillermo E. Alchourón, Alberto Alvarez Gaiani, Juan Aranguren, Juan Bruchou, José M. Dagnino Pastore, Carlos de la Vega (Presidente de la Cámara Argentina de Comercio), José M Gogna, Marcelo Lema, Silvio Machiavello, Francisco Mezzadri, Luciano Miguens (Presidente de la Sociedad Rural Argentina), Raúl Padilla, Aldo B. Roggio, Mariano Rossi, Santiago Soldati, Esteban Tackacs, Juan Pedro Thibaud, Amadeo Vázquez, Oscar Vicente, Julio Werthein (Presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires), Federico Zorraquín.

### **CONSEJO CONSULTIVO**

Cristian Beyer, Martín J. Blaquier, Alejandro Bulgheroni, José Gerardo Cartellone, Enrique Cristofani, Horacio De Lorenzi, Martín Del Nido, Jorge Ferioli, Rodolfo Ferro, Martín Fornara, Amalia Lacroze de Fortabat, Juan Larrañaga, Pablo de Lazari, Eric Legros, Héctor Marsili, Miguel Peirano, Antoni Peris Mingot, Roberto Philipps, Francisco Ponnasso, Horacio Turri, Gustavo Valle, Gonzalo Verdomar Weiss, Mauricio Wior.

### **CONSEJO ACADEMICO**

Miguel Kiguel, Manuel Solanet, Mario Teijeiro.

## CUERPO TECNICO

Economistas Jefe: Daniel Artana, Juan Luis Bour (Director), Fernando Navajas.

Economistas Asociados: Walter Cont, Leonardo Gasparini, Santiago Urbiztondo.

Economistas Senior: Marcela Cristini, Mónica Panadeiros, Abel Viglione.

Economista Principal Dpto. Economía de la Educación: María Echart.

Economistas: Cynthia Moskovits, Ramiro A. Moya, Nuria Susmel.

Economistas Junior: Guillermo Bermúdez, Ezequiel Cabezón.

Investigadores Visitantes: Enrique Bour, Alfonso Martínez, Mario Salinardi, Enrique Szewach.

Asistentes de Investigación: M. E. Orlicki.

Asistentes de Estadísticas: A. Bour, V. Djmal, S. Fernández Bocacci, A. Moscatelli, V. Mutuberría, L. A. Schupak, M. de la Paz Villagra.

**ESTAS EMPRESAS CREEN EN LA IMPORTANCIA DE  
LA INVESTIGACION ECONOMICA PRIVADA EN LA ARGENTINA**

ACARA-Asoc. de Conces. de Autom. de la Rep. Arg.	Camuzzi Argentina
Aga S. A.	Cargill S. A.C.I.
Agfa Gevaert Arg. S. A.	Carrefour Argentina S. A.
American Express Argentina S. A.	Central Puerto S. A.
Aseg. de Cauciones S. A. Cía. Seg.	Cepas Argentinas S. A.
Aseg. de Créditos y Garantías	Cervecería y Maltería Quilmes
Asoc. Argentina de Cías. de Seguros	Citibank, N. A.
Asoc. Bancos de la Argentina-ABA	CMS Operating S. A.
Asoc. de Concesionarios de Automotores de la Rep. Arg.	Coca Cola de Argentina S. A.
Automóvil Club Argentino	Coca Cola FEMSA de Buenos Aires
	Compañía de Radio Comunicaciones Móviles
	COPAL
Banca Nazionale del Lavoro S. A.	Corsiglia y Cía. Soc. de Bolsa S. A.
Banco CMF S. A.	CTI Compañía de Teléfonos del Interior S. A.
Banco COMAFI	
Banco Galicia	
Banco de Inversión y Comercio Exterior - BICE	Daimler Chrysler
Banco del Chubut	Direct TV
Banco Europeo para América Latina	Droguería Del Sud
Banco Patagonia-Sudameris S. A.	Du Pont Argentina S. A.
Banco Río	
Banco Sáenz S. A.	EDENOR S. A.
Banco Societe Generale	Editorial Atlántida S. A.
BankBoston	Esso S. A. Petrolera Argentina
Bansud S. A.	Estudio Glibota Mac Loughlin y Asoc.
Bayer S. A.	
BBV Banco Francés	F.V.S. A.
BNP Paribas	Falabella S. A.
Bodegas Chandon S. A.	Farmanet S. A.
Bolsa de Cereales de Buenos Aires	Ford Argentina S. A.
Bolsa de Comercio de Bs.As.	Fratelli Branca Dest. S. A.
Booz Allen & Hamilton de Arg. S. A.	Fund. Cámara Española de Comercio de la Rep. Arg.
Bunge Argentina S. A.	
	Gas Natural Ban S. A.
C&A Argentina SCS	Grupo Danone
Cablevisión S. A.	
Caja de Seguro S. A.	Hewlett Packard Argentina S. A.
Cámara Argentina de Comercio	
Cámara Argentina de Supermercados	IBM Argentina S. A.
Cámara de Frigoríficos de Argentina	Industrias Metalúrgicas Pescarmona



IRSA

Javicho S. A.

José Cartellone Const. Civiles S. A.

JP Morgan Chase

La Holando Sudamericana

Loma Negra C.I.A.S.A.

Luncheon Tickets S. A.

Lloyds Bank (BLSA) Limited

Marby S. A.

Massalin Particulares S. A.

Mastellone Hnos. S. A.

Medicus A. de Asistencia Médica y Científica

Mercado Abierto Electrónico S. A.

Mercado de Valores de Bs. As.

Merchant Bankers Asociados

Metrogas S. A.

Molinos Río de la Plata S. A.

Murchison S. A. Estib. y Cargas

Nobleza Piccardo S.A.I.C.F.

Novartis

Nuevo Banco Bisel S. A.

OCASA

Organización Techint

Orígenes AFJP S. A.

Orlando y Cía. Sociedad de Bolsa

Pan American Energy LLC

PBB Polisar S. A.

Petrobras Energía S. A.

Philips Argentina S. A.

Pirelli Argentina S. A.

Repsol-YPF S. A.

Roggio S. A.

S.A.C.E.I.F. Louis Dreyfus y Cía. Ltda.

San Jorge Emprendimientos S. A.

SC Johnson & Son de Arg. S. A.

SanCor Coop. Unidas Ltda.

Sealed Air Argentina S. A.

Shell C.A.P.S.A.

Siembra AFJP

Siemens S. A.

Sociedad Comercial del Plata S. A.

Sociedad Rural Argentina

Swift Armour S. A. Argentina

Telecom Argentina

Telefónica de Argentina

Total Austral

Transportadora de Gas del Norte S. A.

Unicenter Shopping

Unilever de Argentina S. A.

Unión de Administradoras de Fondos, Jubilaciones y Pensiones

Vidriería Argentina S. A.

## CATO INSTITUTE

El *Cato Institute* es una fundación de estudios públicos, no partidista, con sede en Washington, D. C., fundada en 1977.

El nombre del Instituto se origina en los *Cato's Letters*, ensayos libertarios que ayudaron en el origen de la filosofía de la Revolución estadounidense.

### NUESTRA MISIÓN

El *Cato Institute* busca ampliar los parámetros del debate sobre los asuntos públicos, a modo de permitir la consideración de más opciones que sean consistentes con los principios tradicionales de un gobierno limitado, la libertad individual y la paz. Con ese objetivo, el instituto trabaja para alcanzar un mayor involucramiento del público interesado en la sociedad, en asuntos concernientes a las políticas públicas y al papel del gobierno.

### LOS EVENTOS Y PUBLICACIONES DE CATO

El *Cato Institute* ha emprendido un extenso programa de publicaciones relacionadas con el más completo espectro de asuntos públicos. Libros, monografías y estudios cortos son comisionados con el propósito de examinar el presupuesto federal, la Seguridad Social, la política monetaria, la política de recursos naturales, los gastos militares, la regulación, la OTAN, el comercio internacional y otros temas. Importantes conferencias sobre políticas se llevan a cabo durante el año, y como consecuencia, tres veces al año el *Cato Journal* publica documentos originados en ellas. El Instituto también publica una revista trimestral llamada *Regulation*. Foros sobre políticas públicas y publicaciones de libros son organizados regularmente, así como conferencias, las cuales han sido llevadas a cabo en ciudades como Londres, Ciudad de México, Shanghai y Moscú.

### CÓMO SE FINANCIA CATO

Para mantener una postura independiente, el *Cato Institute* no acepta fondos gubernamentales. Recibe, sin embargo, contribuciones de fundaciones, corporaciones e individuos. Otros ingresos son generados por la venta de publicaciones. El Instituto es una fundación educacional exenta de impuestos y no lucrativa, de acuerdo con la sección 501 (c) 3 del Internal Revenue Code. Los ingresos del *Cato Institute* durante el año 2002 fueron de aproximadamente \$17 millones. El instituto posee aproximadamente 100 empleados a tiempo completo, 60 académicos asociados y 16 académicos, más los pasantes.



Se imprimieron 1.000 ejemplares en abril de 2004  
en Talleres Gráficos Leograf, Rucci 408,  
Valentín Alsina, Argentina