

¿No podría absorber el sector privado una mayor parte de la carga?

Encontrar la manera de que el sector privado participe en las operaciones de rescate financiero es un factor importante de la prevención y resolución de las crisis. Sin embargo, ningún mecanismo es universalmente aplicable, y algunas de las estrategias propuestas podrían precipitar las crisis que justamente se procura evitar.

Barry Eichengreen

ENCONTRAR mecanismos más eficaces para obligar a los inversionistas a asumir parte de la carga financiera en situaciones críticas constituye un paso clave para aprender a manejar las crisis financieras modernas. La experiencia reciente ha avivado la preocupación ante el hecho de que en los planes internacionales de rescate no se haya impuesto a los acreedores ninguna obligación, con el consiguiente riesgo moral.

El FMI ha ensayado diversos métodos, inclusive presionar de manera directa y extraoficial a los bancos internacionales para que amplíen sus líneas de crédito y establecer como

condición previa de la asistencia oficial la renegociación de los bonos públicos. La comunidad oficial ha promovido la adopción, en los contratos de préstamos, de nuevos mecanismos que faciliten la ejecución ordenada de operaciones de reestructuración y crean alternativas viables a las operaciones de rescate financiero del FMI, cada vez de mayor envergadura. Los gobiernos han propuesto —y los organismos internacionales han considerado— alternativas de mayor alcance, incluida la regulación del crédito que otorga el FMI a fin de introducir fórmulas de participación, en las operaciones de rescate, de todas las partes interesadas, o la enmienda del Convenio Constitutivo del FMI de modo de establecer una moratoria de los pagos oficialmente aceptada.

No obstante, poco se ha avanzado hacia la resolución de este problema. Algunos lo atribuyen a que resulta muy complicado hacer participar al sector privado en las operaciones de rescate. Los acreedores son heterogéneos; no es evidente que los acreedores bancarios y los tenedores de bonos puedan o deban ser tratados en forma idéntica. Los problemas logísticos que plantea una reestructuración ordenada son enormes en un mundo de pagarés en custodia, instrumentos derivados sobre crédito y cláusulas de incumplimiento cruzado. Más que nada, es importante evitar las innovaciones financieras y de política económica que susciten consecuencias no deseadas, precipitando las propias crisis que las autoridades desean evitar. La gravedad de estas dificultades hace que los pesimistas crean imposible hacer recaer en mayor medida la carga sobre el sector



privado. Sin embargo, la urgencia del problema indica que se debe seguir buscando el enfoque más adecuado, basado en normas o discrecional.

Presión directa e indirecta sobre los bancos: Corea y Brasil

A diferencia de otros países en que los parámetros fundamentales de la economía interna se veían afectados por graves problemas, en 1997, Corea sufría principalmente los efectos de una crisis de liquidez. La economía venía recuperándose de la desaceleración económica de 1996, año en que se redujeron pronunciadamente los precios de los semiconductores (el principal rubro de exportación del país). Ya entonces, la desaceleración del crecimiento económico y la depreciación de las monedas de otros países de Asia hacían dudar de la durabilidad del progreso económico del país. Al aumentar las quiebras de las empresas, se generalizó la preocupación con respecto a la viabilidad de los bancos vinculados a los conglomerados industriales. En consecuencia, a los bancos les resultó cada vez más costoso obtener financiamiento externo. Al mismo tiempo, los inversionistas que estaban experimentando pérdidas en otros países de Asia liquidaron sus inversiones en Corea para reequilibrar sus carteras y obtener efectivo, lo que agravó las presiones que afectaban al sistema financiero.

La negociación y aprobación de un plan del FMI, el 4 de diciembre de 1997, representó un respiro meramente temporal. La confianza de los inversionistas se deterioró al hacerse público que la deuda a corto plazo del país era considerablemente mayor de la prevista; por otra parte, el Gobierno se mostraba reacio a cerrar los bancos en dificultades. Los acreedores externos rehusaron renovar los préstamos a corto plazo que vencían y fueron más rápidos en retirar su dinero que el FMI y el Grupo de los Siete en aportar financiamiento.

Entre Navidad y Año Nuevo, con la orientación y persuasión moral de los bancos centrales del Grupo de los Siete, se realizaron negociaciones de emergencia entre los bancos comerciales externos que habían otorgado créditos a Corea y el nuevo gobierno de Kim Dae Jung. Los bancos estadounidenses, japoneses y europeos accedieron a renovar sus préstamos hasta marzo, lo que permitió al Gobierno negociar un plan de reestructuración de alcance más amplio. El 28 de enero de 1998, Corea y los bancos llegaron a un acuerdo de reprogramación de deudas por US\$24.000 millones y convinieron en un plan de sustitución de los préstamos de los bancos por bonos con garantía soberana.

Esta versión de la participación del sector privado en la operación de rescate no causó pérdidas considerables a los acreedores bancarios, quienes simplemente convinieron en ampliar el plazo de vencimiento de sus créditos, a cambio de una generosa compensación. El plan no evitó una recesión grave, pero facilitó la rápida restauración de la solvencia de Corea, que en mayo de 1998 volvió a obtener acceso a los mercados internacionales de capital.

Hay, sin embargo, poderosas razones para pensar que la operación de Corea no puede repetirse. Ante todo, es improbable que en el futuro la proporción de las obligaciones frente a los bancos sea de la misma escala. En el caso coreano el volumen de la deuda externa adquirida a través del mercado de bonos y letras era especialmente reducido, lo que

permitió excluirlo del acuerdo de reprogramación. La desmesurada importancia de la deuda bancaria reflejaba la apertura asimétrica de la cuenta de capital de Corea, que hizo al país mucho más susceptible a la crisis. A medida que otros países lleguen a percibir la importancia de una apertura más simétrica de la cuenta de capital, ese error se hará cada vez menos frecuente.

Por este motivo, en futuras operaciones de rescate será necesario hacer participar a un gran número de acreedores heterogéneos —y no solamente a unos pocos bancos— y la presión de los demás en pro de la participación resultará menos eficaz. La persuasión moral de parte de los bancos centrales, las entidades reguladoras y los gobiernos influirá en menor medida sobre los fondos de cobertura, los fondos de inversiones y cada inversionista que sobre un pequeño número de bancos internacionales.

Además, Corea tenía la ventaja de ser una economía relativamente vigorosa, lo que permitió convencer a los bancos de que las dificultades del país obedecían principalmente a una crisis de liquidez, y no a un problema relacionado con los parámetros fundamentales, que hiciera albergar dudas con respecto a la posibilidad de atender plenamente el servicio inclusivo de deudas plenamente reestructuradas. Otra ventaja de Corea era la reciente elección de un gobierno democrático decidido a llevar adelante reformas económicas.

Un plan similar se llevó a cabo en Brasil a principios de 1999. En este caso la labor encaminada a lograr que los bancos se comprometieran a mantener sus líneas de crédito se realizó después de la devaluación del real pero antes del segundo plan del FMI (que fue posterior a la devaluación). Si bien en este enfoque se limitó la utilización de recursos del FMI al pago de deudas frente a acreedores bancarios, los bancos no han sufrido pérdidas similares a las experimentadas por otros inversionistas en mercados brasileños. Por lo tanto, no resulta claro que los acreedores bancarios hayan recibido una lección que los disuada de otorgar un excesivo volumen de préstamos en el futuro.

En Brasil, las autoridades se esforzaron en no dar la impresión de que los acreedores bancarios pudieran ser obligados a otorgar crédito, para evitar que los bancos —preocupados ante la posibilidad de, a la larga, sufrir pérdidas— interrumpieran sus líneas de crédito, precipitando así justamente la crisis que las autoridades deseaban evitar. Esto pone de manifiesto uno de los riesgos que supone la formalización de procedimientos encaminados a hacer participar a los bancos en una operación de rescate. Si las autoridades nacionales y el FMI dan a conocer su intención de ponerse en contacto regularmente con los bancos en períodos de crisis, exigiéndoles la ampliación de los plazos de vencimiento de sus créditos, los bancos que valoran su liquidez y temen el incumplimiento tendrán incentivos para retirarse por anticipado. Cuando se está ante una evidente crisis de liquidez y es posible convencer a los bancos de que, colectivamente, les conviene seguir participando, cada uno de ellos ha de admitir que la intervención del FMI encaminada a ayudarlos a coordinar sus esfuerzos para lograr ese equilibrio más eficiente será de beneficio para todos. En cambio cuando puede tratarse de un problema de solvencia, la información de que las autoridades están a punto de forzar a los bancos a participar creará un incentivo adicional para su retirada. Si el FMI decide realizar regularmente operaciones similares a la de



Corea, la información de que un país ha acudido al FMI precipitará de inmediato una crisis. Naturalmente, en el mundo real los prestamistas no saben a ciencia cierta de qué situación se trata. Por lo tanto, la expectativa de que las autoridades se propongan hacerlos participar casi siempre los incitará a dispersarse. Esto lleva a pensar que este método debe utilizarse con poca frecuencia, para que no provoque efectos desestabilizadores.

Los créditos privilegiados y el caso de Pakistán

Es importante determinar si los acreedores privilegiados deben ser eximidos del cumplimiento de las obligaciones emanadas de los acuerdos de reestructuración. El caso de Pakistán, referente a eurobonos, resulta ilustrativo. En mayo de 1998, un conjunto de problemas económicos y políticos internos llevó a Pakistán a acudir al Club de París en procura de una negociación de eurobonos por más de US\$700 millones, junto con deudas, de mucho mayor volumen, frente a acreedores oficiales.

Cuando un país acude al Club de París para renegociar su deuda oficial, el Gobierno está obligado a tratar de obtener de sus acreedores privados un tratamiento similar. Normalmente, los acreedores privados de los países que acuden al Club de París son bancos, y no tenedores de bonos, pues, como es lógico, a los países de bajo ingreso que soportan una acumulación de deudas oficiales les resulta difícil obtener financiamiento en el mercado de bonos. En consecuencia, la inclusión de los bonos en el régimen de tratamiento uniforme previsto en el Acta del Club de París referente a Pakistán sienta un precedente. Aun cuando sólo una pequeña fracción del monto agregado de las obligaciones externas del país pueda estar sujeta a estos nuevos procedimientos, a los tenedores de bonos les preocupa la posibilidad de que la misma situación se dé en países como Ecuador, Rumania y Rusia.

La objeción de los agentes del mercado se basa en el temor de que el requisito de un tratamiento similar para los eurobonos —que históricamente han sido tratados como créditos privilegiados— perturbe el acceso al mercado de crédito al impedir a los mercados emergentes establecer una estructura de precedencia clara, ya que uno de los obstáculos para el acceso al mercado es la inexistencia de un marco jurídico que establezca qué deudas son de mayor rango, lo que desalienta a los prestamistas con aversión al riesgo.

El argumento que lleva a excluir los bonos del régimen de tratamiento uniforme es una variante de la noción general de que en los contratos de deudas eficientes se establece un equilibrio entre el papel vinculatorio que cumple la deuda cuando el contrato se celebra y los beneficios —en cuanto a la eficiencia— de la reestructuración de obligaciones no viables cuando se vislumbra la posibilidad de incumplimiento. Sin embargo, estos argumentos no suponen que los créditos privilegiados deban estar exentos de las obligaciones de una posible reestructuración, ni que en la esfera interna los procedimientos de quiebra no puedan aplicarse a esos créditos. En algunos casos el régimen de tratamiento uniforme deberá aplicarse a los eurobonos, al igual que a otros créditos. Al mismo tiempo, la suposición de que los tenedores de eurobonos han de ser obligados a participar en operaciones de rescate puede perturbar los esfuerzos realizados por las economías con mercados emergentes para establecer una clara

estructura de precedencia de las deudas. Evidentemente, la cuestión debe considerarse caso a caso.

El caso de los bonos de tipo estadounidense

Los países se muestran reacios a suspender el servicio de la deuda para hacer participar a los tenedores de bonos extranjeros por temor a que la ulterior reestructuración sea costosa y ardua. Así sucede especialmente en el caso de los bonos “de tipo estadounidense” que predominan en los mercados de instrumentos de deuda soberana. Habitualmente, la reestructuración de estos instrumentos requiere el consentimiento unánime de los tenedores de bonos, lo que expone al emisor al riesgo de que los disidentes entablen procedimientos judiciales y a la activación de cláusulas de incumplimiento cruzado en sus demás obligaciones, que a su vez daría lugar a la aplicación de cláusulas de aceleración conforme a las cuales deban cumplirse otras obligaciones de rembolso. A diferencia de lo que sucede con los bonos de consorcios bancarios, en los bonos de tipo estadounidense no se prevén sistemas de reparto que obliguen a los diferentes acreedores a compartir con otros tenedores de bonos todas las sumas que obtengan del prestatario, lo que es un factor disuasivo para la iniciación de procedimientos judiciales.

Quienes creen que los países deben estar habilitados para recurrir, ocasionalmente, a medidas de suspensión y ulterior reestructuración, sostienen que ese régimen debe modificarse. A su juicio, debe facilitarse la realización de negociaciones —lo que crearía una alternativa frente a operaciones de rescate que son cada vez de mayores proporciones— agregando a los contratos de bonos cláusulas sobre adopción de resoluciones por mayoría, reparto y representación colectiva. Incluir cláusulas de ese tipo es el único mecanismo práctico que permite crear un entorno que conduzca a negociaciones de reestructuración flexibles. Por otra parte, la creación de ese entorno es esencial para que el FMI y la comunidad oficial se comprometan en forma creíble a no acudir al rescate de un país en crisis con abundantes fondos.

Si la idea es tan buena, ¿por qué los mercados no la han aplicado antes? Una respuesta es que, en la medida en que los agentes del mercado sigan creyendo que siempre obtendrán cien centavos por dólar, por cortesía del FMI, estarán plenamente satisfechos con el status quo.

Otra respuesta es el riesgo moral. Ni a los prestamistas ni a los acreedores les conviene debilitar el papel vinculatorio de la deuda modificando los acuerdos de préstamo de modo de tentar a los prestatarios a dejar de cumplir sus obligaciones. Si se allana el camino para que los deudores reestructuren sus obligaciones, los inversionistas, temiendo que los deudores estén listos a utilizar ese mecanismo ante la primera señal de dificultades, podrían liquidar sus tenencias de valores de los deudores, precipitando así exactamente el tipo de crisis del mercado de bonos que la comunidad internacional interesa en la política económica procura evitar.

Pero, si preservar el papel vinculatorio de la deuda fuera el criterio supremo, también habría que derogar los procedimientos internos de quiebra y restablecer la prisión por deudas a fin de impedir que los prestatarios internos lleguen a incurrir en incumplimiento de sus obligaciones. De hecho, en el contexto interno tratamos de lograr un equilibrio entre la tenta-

ción de los deudores de dejar de cumplir sus obligaciones y los beneficios en cuanto a eficiencia que representa, tanto para los deudores como para los acreedores, la eliminación de una deuda acumulada inviable y el restablecimiento de la solidez financiera de las empresas que sean esencialmente viables. El argumento que aconseja la adopción de cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos tiende a crear un equilibrio análogo en el mercado internacional de bonos. Las cláusulas de adopción de decisiones por mayoría, reparto y no aceleración pueden facilitar la renegociación de deudas en situación de incumplimiento, pero si bien de este modo se evita un prolongado status quo, los inversionistas no tienen motivos para desdeñar los bonos con esas características.

Una manera de avanzar consistiría en que el FMI instara a los países miembros a incluir cláusulas de ese tipo en los bonos internacionales, como condición de acceso a los mercados internos. El FMI debería crear incentivos para los países, indicando que está dispuesto a otorgar crédito a tasas de interés más atractivas a los países que emitan instrumentos de deuda dotados de las referidas características. Las autoridades reguladoras de Estados Unidos y del Reino Unido, por su parte, podrían supeditar la admisión de bonos internacionales en sus mercados al hecho de que esos instrumentos contengan las disposiciones referidas, que además podrían incluir en sus propios instrumentos de deuda.

Consecuencias para el FMI

Cuando los parámetros fundamentales de una economía se ven afectados por graves problemas y se teme que la asistencia oficial pueda utilizarse para el rescate financiero de acreedores privados, el FMI debe considerar la posibilidad de instar al país a reprogramar sus deudas; como incentivo, el FMI debería condicionar sus desembolsos a la iniciación de negociaciones. Lamentablemente, no resulta evidente que las condiciones previas para una rápida conclusión de esas negociaciones —específicamente, la existencia de un sólido grupo de acreedores— persistan a lo largo del proceso de titulización de los mercados financieros. Esto puede obligar al FMI a otorgar préstamos para cubrir deudas.

De hecho, el FMI aplica este procedimiento desde hace tiempo en los casos en que un gobierno adopta medidas de ajuste concertadas y ha dado muestras de buena fe en sus negociaciones con la comunidad de acreedores. No obstante, este enfoque debe aplicarse con cautela, en condiciones cuidadosamente diseñadas y considerando las particularidades de cada caso. Si se aplicara regularmente una política de este género, resultaría demasiado tentador a los deudores incurrir en incumplimiento. Por otra parte, una política en virtud de la cual se exigiera regularmente a los países renegociar sus deudas comerciales como condición previa de la asistencia oficial podría precipitar crisis adicionales, pues los bancos o los tenedores de bonos, previendo una situación de esta índole, podrían alejarse precipitadamente del país. En el estudio realizado en junio de 1999 por funcionarios del FMI sobre el otorgamiento de préstamos para cubrir deudas se considera-



Barry Eichengreen,
profesor de economía y
ciencia política (cátedra
John L. Simpson) en
la Universidad de
California, en Berkeley.

ron muchos de estos puntos. (IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors, estudio preparado por el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas y el Departamento Jurídico del FMI; puede consultarse en el sitio del FMI en Internet, www.imf.org.)

Dadas las dificultades que plantean la mayor parte de las propuestas de participación de los interesados del sector privado, el FMI puede cumplir la función de promotor de la aplicación de medidas que, ante todo, impidan que el problema se presente. A través de programas macroeconómicos más acertados se puede reducir al mínimo la incidencia de un desplome monetario que deteriore las finanzas de los bancos y las sociedades con una exposición crediticia externa carente de cobertura. A través de un régimen cambiario más flexible se puede procurar que los bancos y las empresas establezcan mecanismos de cobertura frente a esa exposición crediticia, lo que impediría que una pronunciada

variación del valor de la moneda se transforme en una crisis financiera. A través de medidas de gestión de la deuda que eviten una excesiva dependencia con respecto a la deuda a corto plazo y la acumulación de vencimientos, puede evitarse el cobro precipitado de deudas y reducirse al mínimo el riesgo de refinanciamiento. Mediante leyes de quiebra transparentes y un sistema judicial independiente, se puede evitar que los problemas de liquidez e insolvencia se descarguen en cascada sobre la economía a medida que los inversionistas presas de pánico se precipiten a buscar garantías. Es un lugar común, pero también una realidad —trátase de la participación de los interesados del sector privado o de cualquier otro aspecto de una crisis financiera— que más vale prevenir que curar.

Conclusiones

Mi análisis de las medidas encaminadas a hacer participar a los interesados del sector privado lleva a dos conclusiones. Primero, seguirá habiendo casos en que incluso los créditos privilegiados deberán reestructurarse, y otros en que no será así. Tal como a los países les conviene establecer una clara estructura de precedencia de los créditos, a la comunidad internacional le interesa poner coto al riesgo moral que se suscitaría si los acreedores privilegiados estuvieran automáticamente a cubierto de pérdidas. El inconveniente es que el FMI no puede pretenderse ajeno al proceso de adopción de una decisión de este tipo. En la medida en que la institución constituya una fuente de crédito, deberá optar por otorgar o no suficiente financiamiento para poner a salvo a los acreedores privilegiados.

En segundo lugar, los programas de participación del sector privado deberán ponerse en práctica atendiendo a las particularidades de cada caso. Reglamentar las modalidades y circunstancias podría precipitar crisis adicionales. En consecuencia, el hecho de que un país acuda al FMI puede crear la expectativa de que el Fondo esté preparando la participación de los acreedores privados, con el consiguiente incentivo para que los acreedores abandonen precipitadamente la escena. Un tratamiento caso a caso del problema puede parecer arbitrario e inmanejable, pero al menos no plantea, en la misma medida, el riesgo de que el problema se agrave. **F&D**