

El FMI como prestamista de última instancia: Un punto de vista externo

Las recientes crisis financieras han renovado el interés por contar con un prestamista internacional de última instancia. Si ello tiene sentido, ¿correspondería al FMI ese papel?

Curzio Giannini

LAS CRISIS cambiarias de los últimos años han puesto de actualidad una vez más la función de prestamista de última instancia. Esta vez, se trata de determinar si dicha función puede adaptarse al entorno internacional actual, y en qué forma. Las decisiones no son fáciles, porque de todas las funciones de un banco central, la de prestamista de última instancia es la más difícil de definir. El que sea conveniente establecer esta función, así como sus características, no son independientes del marco de política monetaria. Supongamos que los depósitos bancarios no estuvieran definidos en valores nominales, como las acciones de los fondos de inversión, o que la política monetaria pudiera manejarse de manera totalmente discrecional sin suscitar problemas de credibilidad. ¿Sería necesario un prestamista de última instancia? Muchos lo pondrían en duda. Pero hay algo más que eso. La intervención de un prestamista de última instancia equivale a suspender la disciplina del mercado, puesto que dicho prestamista está dispuesto a prestar en situaciones en las que ningún otro prestamista del mercado lo haría. Por lo tanto, la existencia misma de un prestamista de última instancia plantea un problema potencial de riesgo moral, que sólo puede mantenerse dentro de límites aceptables si se cuenta con un marco jurídico e institucional adecuado, es decir, una reglamentación en el

sentido más amplio de la palabra. En resumen, lo que dice el Tao Teh Ching de la rueda podría aplicarse a la función de prestamista de última instancia: a pesar de toda su complejidad, su eficacia reside fuera de ella. Por lo tanto, para comprender la forma en que un prestamista de última instancia puede abordar el problema de inestabilidad financiera al nivel nacional, y si la noción de prestamista de última instancia tiene sentido, debemos ir más allá de los límites de la función.

Evolución del concepto

En la época de Walter Bagehot, el economista del siglo XIX cuyo libro, *Lombard Street*, sigue siendo la obra clásica en este campo, el marco monetario era bastante rígido, basado en el patrón oro y en severas restricciones a la oferta de dinero, y el principal centro financiero del mundo —Londres (*the City*)— estaba en manos de unas pocas instituciones financieras. Ello ayuda a explicar la doctrina de Bagehot: en una situación de deterioro, lo primero es deshacerse de la manzana podrida, es decir, dejar que se produzcan las quiebras, y luego acudir al rescate de los que puedan ofrecer buenas garantías y pagar intereses punitivos.

A nivel nacional, la situación actual es muy diferente de la que contemplaba Bagehot. Por ejemplo, en los países industriales, los rígidos marcos monetarios han sido remplazados



por cierta discrecionalidad, a saber, una política monetaria orientada hacia la estabilidad y puesta en práctica por un banco central independiente. Además, en la mayor parte de los sistemas financieros, el comportamiento exclusivista prácticamente ha desaparecido a raíz de la mayor competencia y la liberalización financiera.

Como consecuencia, la función de prestamista de última instancia también ha experimentado cambios trascendentales. Las operaciones de apoyo del mercado a las que se refería Bagehot son ahora muy poco frecuentes. En los países en los que aún se realizan, como Estados Unidos, asumen la forma de operaciones de mercado abierto, que por su propia naturaleza no pueden involucrar intereses punitivos. En cambio, han pasado a ser mucho más comunes las operaciones de prestamista de última instancia dirigidas a instituciones específicas, incluso las que están al borde de la insolvencia. En estas circunstancias, una constructiva ambigüedad ha pasado a convertirse en el mejor control del riesgo moral. Dado que la ambigüedad significa discrecionalidad, esta forma de contener el riesgo moral está sujeta, como todas las políticas discrecionales, al riesgo de falta de continuidad en el tiempo. Su credibilidad se basa en la disponibilidad de recursos y de información de alta calidad, así como en la suficiente autonomía técnica y atribuciones para imponer sanciones. Estas últimas son clave: si las instituciones no son capaces de autocontrolarse, el prestamista de última instancia debe estar en condiciones de ocasionar pérdidas a los administradores y los accionistas. Si no tiene, o nunca utiliza, tales atribuciones, la constructiva ambigüedad sería una ficción retórica, y más bien debería denominarse abstención total. Bagehot no necesitaba decir todo esto, porque la amenaza informal de expulsión del círculo financiero (*the City*) era en general suficiente para impedir el comportamiento imprudente. En la actualidad, la atribución formal de imponer sanciones, contenida en los estatutos de los bancos centrales y en la legislación bancaria, ha remplazado en gran medida la presión social.

Limitaciones de las organizaciones internacionales

En el régimen de Bretton Woods, la difundida utilización de controles de capital, la fragmentación del marco reglamentario y el margen de flexibilidad implícito en la vinculación multilateral ajustable de las monedas, contribuyeron a que la función de prestamista de última instancia se mantuviera dentro de las fronteras nacionales. El texto del Artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI, que nunca ha sido enmendado, indica claramente que los arquitectos del orden monetario internacional de posguerra procuraron conscientemente evitar que el FMI asumiera esa responsabilidad. Pero ahora, dados la movilidad casi completa del capital, el clima intensamente competitivo del sistema financiero internacional y el hecho de que muchos países de mercados emergentes aún utilizan vínculos móviles o incluso cajas de conversión como “ancla” de su política económica, se ha tornado inevitable decidir qué se puede hacer para cumplir la función de prestamista de última instancia. Al abordar este tema, sin embargo, es preciso recordar que el entorno internacional difiere de los entornos nacionales por lo menos en tres aspectos.

En primer lugar, generalmente los organismos internacio-

nales gozan de mucha menos autonomía técnica que las instituciones nacionales comparables, dado que los gobiernos nacionales, en particular los más fuertes, no están dispuestos a desprenderse de sus atribuciones para enfrentar emergencias —puesto que las ventajas y el costo de los recursos alternativos son difíciles de predecir— y prefieren reaccionar en formas que consideran más acordes con sus intereses nacionales. El hecho de que durante sus primeros 50 años el FMI haya gozado de considerable autonomía se debe en gran medida a la sabiduría de sus fundadores, que redujeron las tareas previstas para la institución, sin incluir las de prestamista de última instancia. En segundo lugar, los organismos internacionales tratan con autoridades nacionales, que están sujetas a limitaciones de política interna, y son en gran medida responsables de la información sobre la que se basa cualquier evaluación “objetiva” de la necesidad y la conveniencia de la intervención de un prestamista de última instancia. En tales condiciones, es conveniente mantener limitada dicha intervención, incluso en períodos de crisis, y mantener la condicionalidad como elemento importante en los programas del FMI. Por último, quizá más importante, los organismos internacionales que procuran evitar el riesgo moral en el terreno de los acreedores no pueden contar con la aplicación de normas informales de comportamiento ni —a falta de un régimen internacional sobre quiebras— con atribuciones formales para imponer sanciones. Como resultado, el control que pueden ejercer el FMI y el Banco Mundial sobre los inversionistas depende en gran medida de la cooperación de las autoridades nacionales, a las que, sin embargo, puede resultarles difícil coordinar sus acciones por la diversidad de intereses nacionales. En consecuencia, al distribuir el costo de sus préstamos de emergencia, los organismos internacionales tienden a asignar una mayor proporción a los países deudores que a sus acreedores.

Cambios marginales

En las circunstancias actuales, cualquier intento de crear una función de prestamista internacional de última instancia debe considerarse con cautela. Si se desea mejorar el sistema internacional para enfrentar las crisis, los cambios deben ser más bien de carácter marginal.

Un primer mejoramiento marginal sería satisfacer la demanda de un ancla externa por parte de los países con mercados emergentes recurriendo lo menos posible al tipo de cambio fijo. Lo que más necesitan estos países no es dinero, puesto que algunos de ellos tienen una alta tasa de ahorro y otros pueden, en circunstancias apropiadas, recurrir a los mercados financieros internacionales si desean respaldar el crecimiento. Lo que necesitan, en primer lugar, es credibilidad. Durante algún tiempo, la vinculación cambiaría de una u otra índole pareció dar resultado, pero se sabe que el costo de dicha vinculación puede fácilmente ser mayor que los beneficios si la economía, el sistema financiero y las instituciones nacionales de un país no se ajustan con la suficiente rapidez. En consecuencia, no hay razón para que un país dependa de un vínculo si dispone de otros medios para imponer disciplina en sus políticas. Debemos agregar que en este campo, el FMI ya está haciendo su parte. Si bien pocos fuera del FMI lo han observado, en los últimos años, la vinculación

cambiaría constituye un componente cada vez menos frecuente de los programas del FMI. Además, si bien la proporción de países miembros que aplican programas respaldados por el FMI nunca ha sido tan grande, en la actualidad es muy limitada la dependencia de estos países con respecto a los recursos del FMI, aun considerando los planes de emergencia de los últimos años. En términos generales, el FMI parece estar transformándose, de un prestamista para países que carecen de fácil acceso a los mercados financieros mundiales, en un mecanismo que permite incrementar la credibilidad de los países que desean recurrir al financiamiento externo privado; en pocas palabras, está asumiendo el papel de catalizador de los recursos de otros. En el proceso, la fijación del tipo de cambio está pasando a ser menos importante, y por una simple razón: cuanto mejores sean los servicios de estímulo de la credibilidad que ofrece el FMI, menor será el número de países miembros que deban recurrir a instrumentos muy visibles pero a veces problemáticos —como la vinculación del tipo de cambio— para imponer disciplina en la política interna.

En consecuencia, no hay necesidad de una revolución en este campo. Sólo deben apreciarse más plenamente el alcance y las implicaciones de las tendencias que ya se observan. La reciente decisión del FMI de crear una línea de crédito contingente en el marco del servicio de complementación de reservas podría constituir un paso en la dirección correcta, en la medida en que esto haga más atractivos los programas del FMI como mecanismos precautorios que tienen por objeto prevenir —en lugar de aliviar— las crisis económicas y financieras. Una mejora adicional sería la adopción explícita dentro de los programas del FMI —cuando ello sea posible— de marcos monetarios basados en objetivos de inflación y no en rígidos regímenes de activos internos netos.

El personal del FMI se ha resistido durante mucho tiempo a este cambio de énfasis, temiendo, por una parte, que se pierda la noción de necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, consagrada en el Convenio Constitutivo, y por otra parte, que se cree una demanda excesiva —desde el punto de vista institucional— para muchos países de mercados emergentes. Pero la noción de necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, como se la define tradicionalmente, ya se ha vuelto obsoleta por las mismas razones por las que el Artículo VI está desactualizado, y es poco lo que puede hacerse al respecto. Al mismo tiempo, sin embargo, es preciso ser consciente de que la adopción de objetivos de inflación significa mucho más que fijar una meta baja para el índice de precios al consumidor. Se requieren cambios institucionales generalizados para que esa estrategia resulte efectiva y creíble como marco monetario. Es por ello que no debemos esperar que el enfoque sea aplicable a todos los países de mercados emergentes, pero los de mayor tamaño y con instituciones sólidas parecen preparados para hacer frente a estos desafíos. En este sentido, es preciso seguir con gran atención el experimento que se lleva a cabo en Brasil, donde después de la crisis reciente, la fijación de objetivos de inflación ha remplazado, con la venia del FMI, el vínculo móvil anterior. En los países de mercados emergentes, cuanto menos rígido sea el marco monetario, menos necesidad habrá —siempre que se mantenga la credibilidad de las autoridades de alguna otra forma— de grandes planes de rescate como los

que se han mencionado en forma prominente durante los dos últimos años. La función de prestamista internacional de última instancia, en consecuencia, pasará nuevamente a un plano secundario, como le corresponde, según muchos sostienen.

Un segundo mejoramiento marginal sería lograr que los acreedores estén más atentos a los riesgos que asumen. Éste es un aspecto que se presenta más confuso. En los últimos años, se ha hecho hincapié en la participación del sector privado, una distribución más equitativa de la carga y otras soluciones de este tipo. Pero la realidad es mucho más simple. Por las características del entorno internacional, los planes de rescate organizados para detener la salida de capitales tienden a sobreproteger a los acreedores. Esto no sería un problema si se hiciera pagar a los deudores por la seguridad que obtienen contra el riesgo de una crisis cambiaria, y si este pago se incluyera plenamente en la formulación de la política interna. Desafortunadamente, las cosas no funcionan de esta manera. Dado que en los países en desarrollo con frecuencia las instituciones no son muy sólidas, en muchos casos la política interna tiende a ser miope. Además, cuando estalla una crisis, a la comunidad internacional le conviene evitar la intranquilidad social puesto que los países —como los grandes intermediarios financieros— tienen un valor “de empresa viable” que es positivo incluso cuando su valor “de mercado” es nulo. En consecuencia, no puede controlarse eficazmente el riesgo moral únicamente a través de los deudores, y la falta de control de los acreedores internacionales representa un considerable defecto institucional; mientras no se resuelva este problema, la arquitectura financiera internacional descansará en una base débil.

Sin embargo, en este terreno tampoco tenemos que empezar desde cero. En el curso de la crisis asiática, especialmente en Corea, se han adoptado algunos enfoques del problema de manera experimental. Al mismo tiempo, sin mucha publicidad, el FMI ha desarrollado un importante instrumento, en forma de préstamos condicionales a los países miembros que tienen atrasos ante acreedores del sector privado, con el fin de alentar a los acreedores recalcitrantes a que negocien reestructuraciones de deuda. En los últimos meses, esta práctica se ha ampliado y perfeccionado mediante la inclusión de metas de reservas en los programas del FMI, lo que en la práctica implica un incumplimiento parcial de las obligaciones externas pendientes de un país. Pero no puede esperarse que el tipo de presión moral como la que se ejerció en Corea dé resultados en todas las circunstancias, como lo recuerda la reciente experiencia brasileña. En cuanto a los préstamos a los países con atrasos y otras prácticas similares, hasta ahora sólo se ha recurrido a ellos en situaciones más bien favorables, es decir, en situaciones en las que los préstamos bancarios representan la mayor parte de la deuda externa de un país o en las que los tenedores de bonos son relativamente cooperadores y no demasiado numerosos. Evidentemente, queda mucho por hacer en este campo.

De cara al futuro

Como lo demuestra la experiencia en lo que respecta a prestamistas de última instancia en determinados países, lo que se necesita, creo, es una combinación de incentivos y coerción. En este contexto, el incentivo es esencialmente la inclusión, entre las condiciones de acceso a los recursos del FMI, de

líneas de crédito contingentes con el sector privado, como en las que se han establecido en Argentina y México, y el cumplimiento de las normas sobre transparencia y supervisión acordadas internacionalmente. Esto por sí solo no resolverá el problema; los inversionistas extranjeros pueden cubrirse durante las crisis, sin afectar el financiamiento global de que dispone el país deudor. Una adecuada supervisión, por sí sola, tampoco eliminará el riesgo de inestabilidad. Aquí es donde interviene la coerción. Los inversionistas deben verse confrontados con una amenaza creíble de que se les haga pagar por sus opciones en los mercados externos cuando éstas han sido erradas. Dado que en un futuro previsible es imposible imaginar un régimen internacional coherente en materia de quiebras, ese fin puede lograrse de dos maneras: ex ante, mediante una mejor reglamentación mundial, que permita promover una evaluación más adecuada de los riesgos por parte de los prestamistas, o ex post, incorporando cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos, como se ha sugerido en varios informes oficiales, y ampliando los préstamos a los países con atrasos y el alcance del Artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI, haciendo más aceptable para los países de mercados emergentes (y menos perjudicial para el FMI) el declarar moratorias sobre la deuda externa y quizá proceder a negociar reestructuraciones.

Ambas opciones han llegado a formar parte de los planes de las autoridades, como lo ilustra, por ejemplo, su inclusión en la declaración emitida por el Grupo de los Siete al término de la reunión cumbre de Colonia celebrada en junio de 1999. Sin embargo, al crearse, en marzo pasado, el Foro sobre Estabilidad Financiera, la comunidad internacional ha enviado al mercado una clara señal de que en la estrategia global se otorgará la máxima prioridad a la opción reglamentaria. Quizás



Curzio Giannini,
Subjefe de Relaciones
Internacionales en
el Banco de Italia.

haya influido en esta decisión la preocupación de que al facilitarse la declaración de moratorias se inclinara demasiado la balanza de poder en favor de los deudores. Pero, cualquiera que sea su motivación, la creación del foro constituye un paso importante. La internalización, a través de la regulación, de las consecuencias de una asignación desacertada de capital al nivel mundial implica hacer extensiva la influencia de las autoridades reguladoras a los sistemas bancarios de los países de mercados emergentes, a todas las instituciones financieras no bancarias y a los centros financieros extraterritoriales. En último término, significa reducir el grado de competencia en los mercados financieros, aún más si los acreedores pasan a estar “involucrados” en el manejo de las crisis. También significa coordinar las prácticas de protección social en los distintos países, para evitar distorsiones competitivas.

Se trata sin duda de una enorme tarea. ¿Estarán las autoridades del mundo a la altura de las normas que ellas mismas han establecido? Esperemos que sí, ya que la experiencia histórica demuestra que la inestabilidad financiera, si persiste y no se controla, tiende a alimentar presiones proteccionistas y políticas autárquicas, que no generan riqueza en el largo plazo. Mientras tanto, el FMI debería afinar su papel de proveedor de credibilidad, insistir en la necesidad de facilitar los procedimientos de reestructuración y evitar el verse a sí mismo como un nuevo banco central mundial, ya que el mundo definitivamente no está preparado para ello, como lo demuestra la experiencia de los últimos años. **F&D**

Sugerencia bibliográfica:

Giannini, Curzio, 1999, “Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function”, documento de trabajo del FMI WP/99/10 (Washington).

El programa de gestión de deuda más avanzado y fácil de usar del mundo

ANALISTA DE ESTRATEGIAS DE DEUDA

Se emplea para realizar análisis de sostenibilidad de la deuda.

- Opciones de reprogramación de la deuda
- Nuevas opciones de financiamiento
- Financiamiento del déficit del presupuesto público
- Financiamiento de la balanza de pagos
- Base de datos incorporada del Club de París
- Cálculos automáticos de TMA



1999 VERSIÓN
AHORA
DISPONIBLE

EXPERTO EN DATOS DE DEUDA

Se emplea para preparar datos para análisis de sostenibilidad de la deuda.

- Proyecciones de stock y servicio de la deuda
- Flexibilidad en los datos y en los resultados
- El programa funciona con la información específica de cada préstamo

EN INGLÉS, FRANCÉS,
ESPAÑOL, Y PORTUGUÉS

Para obtener más información o para hacer un pedido, sírvase llamar o escribir a:

INTERNATIONAL DEBT MANAGEMENT • 12521 Palatine Court, Potomac, MD 20854, EE. UU.
Teléfono: 1 (301) 299-4885 • Telefax: 1 (301) 983-4851 • Correo electrónico: info@idm-debtpro.com •
Internet: www.idm-debtpro.com