



La crisis financiera de 2002 obligó a los argentinos a vivir del trueque.

Punto final a las crisis autoprovocadas

Los países deudores podrían evitar la pérdida de confianza que suele precipitar una crisis

Daniel Cohen

LAS CRISIS financieras, como los virus, parecen mutar a la par de los remedios creados para resolverlas. Aquí se analiza la evolución de las crisis desde comienzos de los años noventa y se sugiere la necesidad de enfoques innovadores para superarlas, tales como hacer del FMI un prestamista de *primera* instancia.

En los años setenta se consideraba que los déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo eran fenómenos de “equilibrio” que les permitían absorber suavemente las perturbaciones agregadas. Por lo tanto, no generaban mayor desvelo. Desde esta óptica, la balanza de pagos de un país representa el flujo de caja de una entidad que con el paso del tiempo debe vivir de acuerdo con sus medios. O sea, un país pide prestado cuando su ingreso es bajo (respecto de cierto nivel) y reembolsa o ahorra cuando su ingreso es alto. Por eso se pensaba que el exceso de ahorro mundial generado por las alzas de los precios del petróleo de los años setenta se reciclaba de manera eficiente hacia los países en desarrollo.

Pero en los años ochenta, la deuda externa fue una amarga realidad para los países en desarrollo. Las tasas de interés mundiales se dispararon y los acreedores acortaron los plazos de reembolso; a diferencia de los años setenta, la deuda empezó a parecer insostenible. La mayoría de los países deudores de ingreso mediano tuvieron que reprogramar sus deudas con una frecuencia proporcional al tamaño de las mismas: si la deuda alcanzaba el 200% de las exportaciones, tenían el 60% de probabilidad de verse forzados a reprogramarla en un año dado; si se elevaba al 250%, la probabilidad llegaba al 69%; y si trepaba al 300%, la probabilidad se disparaba al 93%. Ante estadísticas así, no quedaban dudas de que tarde o temprano habría que amortizar la deuda (Cohen, 1991 y 2001). Por qué llevó casi una década llegar a esa conclusión es una de las interrogantes más preocupantes del período (véase una alerta anticipada en Kenen, 1983).

Nueva década, nuevo tipo de crisis

El bajo nivel de los diferenciales de las tasas de interés de los años ochenta reflejaba la

subestimación del riesgo por parte de los bancos, que eran entonces los principales acreedores internacionales. Hasta 1982, cuando México suspendió el pago de la deuda, los diferenciales raramente superaban los 200–250 puntos básicos sobre la tasa LIBOR pues los banqueros no esperaban que los países cayeran en mora. Aunque los diferenciales de México y Brasil se elevaron en los meses previos a las moratorias de la deuda, los préstamos concedidos por los consorcios bancarios en los años setenta (cuando los diferenciales eran bajos y la tasa de interés real promedio de la deuda soberana era negativa) y principios de los ochenta no reflejaban ningún recuerdo de las moras masivas de los años treinta. Los prestamistas sencillamente no anticiparon la crisis de la deuda de los años ochenta.

Pero en los años noventa desapareció el exceso de confianza en el reembolso de las deudas internacionales. El mercado se complicó: los prestatarios empresariales y los deudores soberanos se unieron, y los tenedores de bonos reemplazaron a los consorcios bancarios. Algunas de las crisis fueron previstas y otras no, frecuentemente por razones valederas.

Según se ve en el recuadro, en 1997–98 la mayoría de los países de Asia tenían buenos fundamentos económicos y diferenciales bajos (crisis tipo 1). Por lo tanto, las crisis, impulsadas por la pérdida de confianza y no por fundamentos inadecuados, fueron

sorpresivas. Las crisis tipo 2 eran lo opuesto: eran esperadas —según lo mostraban los diferenciales elevados— y estaban asociadas a un endeudamiento abultado. En los años noventa casi todos los países latinoamericanos entraron en esta categoría. Rusia (1998) tuvo una crisis tipo 3: su deuda era nominalmente baja pero los inversionistas detectaron una inestabilidad política y económica a la que cargaron un alto precio. Pero la gran novedad de los noventa fue que la combinación de deuda elevada y bajos diferenciales, característica de las crisis latinoamericanas de la década anterior, no tuvo lugar (rectángulo superior izquierdo del recuadro). Los grandes desequilibrios ya no pasaron desapercibidos para los mercados, y por ello las deudas soberanas debieron soportar diferenciales más elevados, encareciendo la deuda.

Cómo evitar crisis autoprovocadas

En un estudio que realizamos con Richard Portes en 2003, exploramos cómo el interés pagado sobre la deuda, el crecimiento de las economías y los superávits primarios determinan la dinámica de endeudamiento de varios países: muy frecuentemente está significativamente teñida —pero no totalmente justificada— por la falta de confianza en un país, como en el caso de Brasil en 1999 y Turquía en 2000. Se ha indicado, por ejemplo, que las dificultades financieras de Brasil fueron autoprovocadas. Si Brasil hubiera tenido acceso a una tasa que reflejara la ausencia de riesgo, su dinámica de endeudamiento habría sido favorable y Brasil habría sido una inversión segura para los acreedores. Pero con el diferencial ajustado según el riesgo, Brasil se volvió muy riesgoso.

La lógica intuitiva de una crisis de deuda autoprovocada es bastante simple: la impresión de que un país tiene un alto riesgo eleva los diferenciales lo cual, a su vez, aumenta la carga del servicio de la deuda, generándose un efecto de “bola de nieve” que culmina en una crisis. Si la cesación de pagos y la consiguiente turbulencia financiera reducen la capacidad de reembolso del país, entonces los acreedores que no esperan recuperar nada generarán su propia crisis y, en efecto, no recibirán nada. Las crisis son autoprovocadas porque la reacción del inversionista ante la impresión de riesgo hace disminuir la capacidad de reembolso de un país. Esto no es tan probable en el caso de la deuda empresarial, en donde el costo de la cesación de pagos se limita simplemente, digamos, a sustituir la gerencia de una empresa, en lugar de un costoso proceso de angustias económicas.

A partir de esta analogía se puede demostrar que un mecanismo eficiente de resolución de la deuda elimina el riesgo de una crisis autoprovocada (Cohen, 2003). La base intuitiva de esta proposición es sencilla. Habrá una crisis autoprovocada si una cesación de pagos total erosiona las variables económicas fundamentales que sustentan la capacidad de reembolso; si, por el contrario, se implementa una renegociación eficaz de la deuda, las variables fundamentales se mantienen intactas y el riesgo de una crisis autoprovocada desaparece. En teoría

esto demuestra los méritos de un mecanismo eficaz de resolución de la deuda. No solo reduce el costo de las crisis mismas sino que también puede prevenir el surgimiento de una crisis de confianza. Esto era lo medular de un acalorado debate, iniciado a mediados de los años noventa, sobre un tribunal de quiebras y la necesidad de cláusulas de acción colectiva (véase un detalle sobre la evolución de esta idea en Rogoff y Zettelmeyer, 2003).

Las crisis de la deuda de los años noventa

A diferencia de los años ochenta, ninguna crisis de deuda de los años noventa combinó deuda elevada y diferenciales bajos.

	Deuda elevada	Deuda pequeña
Diferencial bajo	Ninguna	Tipo 1: Economías de Asia
Diferencial alto	Tipo 2: América Latina, años noventa	Tipo 3: Rusia

Fuente: Cohen y Portes (2003).

¿Prestamista de primera instancia?

Cuando los acreedores dudan de que se encuentre una solución eficiente, ¿cómo puede escapar un país de la trampa de una crisis autoprovocada? Brasil está tratando de dar el ejemplo. Al demostrar su voluntad de saldar la deuda a pesar de los diferenciales elevados, Brasil espera convencer a sus acreedores de que pueden apostar con tranquilidad. Este comportamiento fue racionalizado por Cole y Kehoe (2000). Un país puede, en contra de las expectativas de los acreedores, querer reducir su deuda para salir de la “zona peligrosa” en la que puede ocurrir una crisis autoprovocada. Sería lamentable que la mera falta de tiempo arruinara este intento. Es este comportamiento el que nos ha llevado a apoyar, en nuestro trabajo con Portes, la existencia de un prestamista de primera instancia.

Esto es lo que implica. Un país miembro del FMI debería poder adoptar, de antemano, un “régimen de solvencia” (similar a un régimen de tipo de cambio fijo) que le permitiría impedir que su deuda alcanzara niveles insostenibles. Este régimen le brindaría los medios para actuar antes de que se

produzca el efecto de bola de nieve, ya que el mecanismo de acumulación de la deuda toma su tiempo, y por tanto da tiempo antes que la situación se vuelva realmente explosiva.

En aras de la simplicidad, supongamos que un país se compromete a tomar empréstitos cuyos diferenciales no superen los 300–400 puntos básicos (aunque la referencia podría ser el promedio para los mercados emergentes). El país dará todos los pasos necesarios para evitar que su deuda supere un nivel compatible con el de las tasas de interés. Con la debida antelación podría suscribir un programa con el FMI —mientras todavía tiene acceso a los mercados financieros mundiales— y el FMI podría prestarle al país los recursos que este necesita mientras se está implementando el programa. Si el régimen es creíble —o sea, si los inversionistas están convencidos de que

las tasas nunca superarán dicho nivel— se imposibilita una crisis autoprovocada, puesto que el mecanismo “coordina” las expectativas a un nivel bajo. Lo más importante quizá sea que este régimen obliga al país a una estrategia prudente. El país evita la tentación tan común de permitir la acumulación de problemas antes de abordarlos y, por consiguiente, evita el riesgo de una crisis de confianza que podría volverse insoluble.

Conclusión

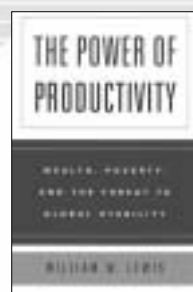
El camino para resolver una crisis de deuda se puede resumir de la siguiente manera. Si la deuda es muy abultada y se debe amortizar, es necesario un recorte del principal que se pagará a los acreedores. Los recortes eran inevitables en los años ochenta y fueron incorporados al Plan Brady (aunque se tardó demasiado en reconocer este hecho) y normalmente están asociados a un régimen de quiebra. Actualmente, las deudas soberanas no tienen acceso a dicho régimen. Si únicamente una operación de rescate masiva puede proteger a un país de una pérdida de confianza, como en el caso de México en 1995 y los países asiáticos en 1997, se hace necesario un rescate grande. Los rescates grandes requieren un prestamista de última instancia, pero parece no haber apoyo suficiente para que el FMI lo sea.

Si un país quiere tomar medidas para restaurar la confianza, aun cuando todavía tiene cierto acceso a los mercados financieros, el FMI podría ayudarlo a ganar tiempo brindándole liquidez y un programa, o sea, podría servir como prestamista de primera instancia. A diferencia de los dos casos anteriores, creemos que esta tarea encuadra en la misión del FMI. ■

Este artículo está basado en un trabajo realizado con Richard Portes (Cohen y Portes, 2003) y finalizado en el Departamento de Estudios del FMI.

Daniel Cohen es profesor de la École normale supérieure y director de Cepremap (Centre d'études prospectives d'économie mathématique appliquée à la planification). También es asesor científico en el Centro de Desarrollo de la OCDE e investigador en el Centro de Investigación de Política Económica.

INTERNATIONAL ECONOMICS



The Power of Productivity *Wealth, Poverty, and the Threat to Global Stability* William W. Lewis

“Bill Lewis has produced one of the best books I have ever read on the most important subject in economics: the forces behind and barriers to long-term economic growth.

Uncovering many surprising facts

and undermining much of conventional wisdom on economic growth, *The Power of Productivity* contains powerfully argued policy recommendations and is written with exemplary clarity and in an engaging style. It should therefore be read by professional economists and policymakers but also by the general public.”—Leszek Balcerowicz, President, National Bank of Poland

Cloth \$28.00

The Rules of the Global Game

A New Look at US International Economic Policymaking

Kenneth W. Dam

“This is three books in one: one on political economy, one on the fundamentals of international economics, and one on the nature of international economic agreements. The three books are linked, of course, but each makes for rewarding reading on its own. As an eminent scholar and a distinguished policymaker, Kenneth Dam is uniquely placed to comment on how domestic politics causes international economic policy to diverge from what it should be. . . . The book could well have been titled, ‘A primer for international policymakers.’ It lays out an astonishing range of economic reasoning to guide decision making.”—Ashoka Mody, *Finance and Development*

Paper \$19.00



The University of Chicago Press

www.press.uchicago.edu

Referencias

- Calvo, Guillermo, 1988, “Servicing the Public Debt: the Role of Expectations”, *American Economic Review*, vol. 78 (septiembre), págs. 647–61.
- Cohen, Daniel, 1991, *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2001, “The HIPC Initiative: True and False Promises”, *International Finance*, vol. 4 (primer trimestre), págs. 363–80.
- , 2003, “How to Avoid Self-fulfilling Debt Crises” (inédito; París: École normale supérieure).
- , y R. Portes, 2003, *Crise souveraine: entre prévention et résolution, Conseil d'Analyse Economique, Rapport 43* (París: Documentation Française).
- Cole, Harold, y Timothy Kehoe, 2000, “Self-fulfilling Debt Crises”, *Review of Economic Studies*, vol. 67 (enero), págs. 91–116.
- Fischer, Stanley, 1999, “Reforming the International Financial System”, *Economic Journal*, vol. 109 (noviembre), págs. 557–76.
- Kenen, Peter B., 1983, “Third World Debt: Sharing the Burden”, *New York Times*, 6 de marzo de 1983.
- Rogoff, Kenneth, y Jeromin Zettelmeyer, 2003, “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001”, *IMF Staff Papers*, vol. 49 (septiembre), págs. 470–507.