

## financiamiento del desarrollo

# **L**a crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado

José Luis Machinea



NACIONES UNIDAS



Unidad de Estudios Especiales

Secretaría Ejecutiva

Santiago de Chile, marzo de 2002

Este documento fue preparado por José Luis Machinea, consultor del proyecto conjunto CEPAL/BID “Estudio sobre aspectos regionales del financiamiento del desarrollo en América Latina y el Caribe”, convenio ATN/SF/7110-RG BID/00059. El autor agradece la colaboración del Sr. Rodrigo Pena en la Introducción del documento.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1713-P

ISBN: 92-1-322002-2

ISSN: 1564-4197

Copyright © Naciones Unidas, marzo de 2002. Todos los derechos reservados

N° de venta: S.02.II.G.23

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>I. Introducción</b> .....	7
<b>II. Riesgo moral y riesgo sistémico</b> .....	13
A. Las crisis de los sistemas financieros nacionales .....	13
B. Las crisis financieras internacionales .....	17
<b>III. La restricción presupuestaria</b> .....	23
<b>IV. La experiencia histórica; similitudes y diferencias</b> ..	27
A. Principales rasgos.....	28
B. Algunas lecciones .....	29
<b>V. La propuesta oficial y la del sector privado</b> .....	31
A. La doctrina oficial.....	31
B. La posición del sector privado .....	32
C. Algunas lecciones .....	34
<b>VI. Características e instrumentos de la participación del sector privado</b> .....	37
A. Los mecanismos de mercado .....	37
B. ¿Qué sectores están involucrados en una reestructuración de la deuda?.....	39
C. El impacto sobre los sistemas financieros .....	41
D. ¿Cómo facilitar la participación del sector privado en situaciones de crisis? .....	42
E. La magnitud del aporte privado .....	51
<b>VII. La experiencia de participación voluntaria y compulsiva desde la crisis mexicana</b> .....	55
<b>VIII. Consideraciones finales</b> .....	73
<b>IX. Conclusiones</b> .....	79
<b>Bibliografía</b> .....	81

<b>Anexos</b>	85
Anexo 1 Cláusulas de acción colectiva	87
Anexo 2 Cláusulas de salida	88
Anexo 3 Experiencias recientes de reestructuración de bonos soberanos	89
Anexo 4 Experiencias recientes de refinanciamiento voluntario de líneas de crédito interbancarias	92
Anexo 5 Composición del blindaje financiero	94
<b>Serie Financiamiento del desarrollo: números publicados</b>	99

## Índice de cuadros

Cuadro 1 Experiencias de reestructuración de deuda	56
Cuadro 2 Evolución de la deuda pública consolidada de Argentina	61
Cuadro 3 Indicadores de deuda externa - comparación entre países	62
Cuadro 4 Blindaje financiero	63
Cuadro 5 Megacanje de deuda	66

## Índice de gráficos

Gráfico 1 Evolución del riesgo país	58
Gráfico 2 Argentina: riesgo país	63
Gráfico 3 Licitación de <i>letes</i> a 90 días	64
Gráfico 4 Evolución de los depósitos totales	65
Gráfico 5 Evolución del índice de confianza del consumidor	65

---

## Resumen

---

Avanzar en los mecanismos de prevención de crisis es la manera más eficiente de reducir eventuales problemas de liquidez y solvencia, y por ello, evitar situaciones traumáticas en el futuro. Sin embargo, es indispensable contrastar el efecto de estos mecanismos sobre el impacto en el crecimiento económico. Más allá de lo que pueda hacerse para prevenir las crisis, la experiencia nos ha mostrado cuán difícil es, sino imposible, evitarlas.

Este documento considera distintos aspectos de la posible intervención del sector privado en situaciones de crisis: las razones de esa intervención; cómo debiera darse, y sus consecuencias para los países emergentes.

Luego de la introducción, el capítulo II expone los problemas de liquidez y solvencia y su vinculación con el riesgo moral y sistémico. El capítulo III destaca las restricciones presupuestarias de los organismos internacionales de crédito y sus implicancias para la asistencia externa encaminada a enfrentar crisis. El capítulo IV analiza la última experiencia de reestructuración de deuda en el nivel internacional que tuvo lugar en los años ochenta. El capítulo V pasa revista a algunos aspectos relevantes de las propuestas provenientes de organismos multilaterales, gobiernos y entidades privadas, respecto a la forma que debería tener la participación privada cuando existen dificultades en hacer frente a las obligaciones externas. El capítulo VI analiza la relevancia de éstas y otras propuestas respecto de la participación privada y discute los mecanismos facilitadores de renegociación de deuda y el impacto de este proceso en el sistema

financiero. El capítulo VII evalúa experiencias en la región y en particular, brinda un detallado análisis de la experiencia argentina reciente. El último capítulo resume los distintos temas tratados en el documento y avanza en los lineamientos de una propuesta integral para evaluar una eventual participación del sector privado en los casos de dificultades para hacer frente al pago de la deuda por los países emergentes.

## I. Introducción

---

La mayor movilidad de capitales privados durante la década de los noventa ha dado lugar a una extensa discusión respecto de sus efectos sobre los países emergentes. Por un lado, es evidente que un mayor ingreso de capitales debería potenciar el crecimiento económico de los países de menor desarrollo relativo. Por el otro, la volatilidad que caracteriza a ese flujo de capitales incrementa las posibilidades de que se desencadenen crisis. Por lo tanto, el desafío es aprovechar el flujo de capitales al mismo tiempo que reducir los impactos negativos de su volatilidad.

La discusión se ha centrado en el conjunto de políticas que tendrían ese efecto. Las mismas podrían agruparse de la siguiente manera:

a) Restricciones a la entrada de capitales de corto plazo por parte de los países emergentes. Se han discutido distintos mecanismos para evitar la volatilidad de los capitales de corto plazo, tales como la imposición de impuestos inversamente proporcionales al plazo de permanencia de estos capitales en los países emergentes. El tema es especialmente relevante para aquellas economías con sistemas financieros relativamente débiles y que no han avanzado demasiado en la liberación del movimiento de bienes. Ejemplos exitosos durante un cierto período de tiempo serían los de Chile, Colombia y algunos países del sudeste de Asia.<sup>1</sup> La duda que se plantea en la actualidad es respecto de la verdadera eficiencia de estos instrumentos a medida que la globalización —y con ello la sofisticación— de los mercados de capitales avanza.

---

<sup>1</sup> Véase por ejemplo: M. R. Agosin (1998); M. R. Agosin y R. Ffrench-Davis (1996); F. Barrera y M. Cárdenas (1997); S. Griffith-Jones (1998), y J. A. Ocampo y Tovar (1998).

b) Mejorar las regulaciones financieras en los países desarrollados, en especial respecto a la magnitud del apalancamiento del capital y a la evaluación del riesgo. Estas recomendaciones fueron el resultado del efecto que la crisis rusa tuvo sobre las instituciones financieras de los países desarrollados con alto nivel de exposición.

c) Aumentar la transparencia de las cuentas públicas, las cuentas externas y del sistema financiero de los países emergentes, con el objeto de evitar situaciones como las de México y parte del sudeste de Asia, donde el sector privado no contaba con información adecuada. Estándares, códigos y mejores prácticas son los términos más utilizados en esta discusión. En este campo los avances de los últimos años han sido especialmente importantes.<sup>2</sup>

d) Sostenibilidad de la situación macroeconómica. Países con elevados desequilibrios fiscales, altos déficit en cuenta corriente y elevados vencimientos de corto plazo de sus obligaciones externas o fiscales están usualmente más expuestos a la volatilidad de los mercados de capitales. Las recomendaciones en estos casos son obvias, aunque los instrumentos, en especial con relación al sistema financiero, pueden variar en cuanto a su complejidad y sofisticación.

e) Fortalecimiento de los sistemas financieros. La experiencia muestra que las crisis se potencian cuando los sistemas financieros son débiles en términos de liquidez y solvencia. Las recomendaciones son aumentar los requerimientos de capital y de liquidez, a la vez que se penaliza o directamente se prohíbe excesivos desfases temporales entre activos y pasivos de las entidades financieras.<sup>3</sup> En este tema la discusión más relevante es hasta donde se avanza con las regulaciones prudenciales, de manera de evitar que un sistema excesivamente sólido y líquido no sea a su vez excesivamente costoso y por lo tanto poco funcional para el financiamiento del proceso de desarrollo.

En algunos de estos aspectos se ha progresado considerablemente aunque todavía es mucho lo que queda por hacer. Avanzar en los mecanismos de prevención es la manera más eficiente de reducir eventuales problemas de liquidez y solvencia y por ello de evitar situaciones traumáticas. También es cierto que esos mecanismos de prevención deben ser contrastados con su impacto sobre el crecimiento económico. Por ejemplo, el mantenimiento de superávit importantes en el sector público o excesivos requerimientos de capital y liquidez en el sistema financiero pueden reducir las posibilidades de crisis pero, al mismo tiempo, conspirar contra el crecimiento.

Sin embargo, más allá de todo lo que pueda hacerse para prevenir las crisis, la experiencia muestra que es muy difícil —sino imposible— evitarlas.<sup>4</sup> Por lo tanto, es necesario, además de avanzar en su prevención, discutir cuál es la mejor manera de enfrentarlas en caso de que las mismas ocurran.

De hecho, durante los últimos años, y en particular desde la crisis asociada con la devaluación del peso mexicano, se ha comenzado a discutir intensamente en distintos foros respecto de la necesidad de participación del sector privado en los casos en que un determinado país muestre dificultades para hacer frente a las obligaciones emergentes del pago de su deuda. El tema no es por cierto nuevo, ya que el sector privado “ha participado” en numerosas oportunidades a lo largo de la historia financiera del mundo en procesos de reestructuración de la deuda. El caso

---

<sup>2</sup> El gobierno americano y el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través del “Sistema general de disseminación de datos” han puesto especial énfasis en estos temas desde 1998. Véase por ejemplo, International Monetary Fund (IMF) (2000a y 1999a), y R. Rubin (1999).

<sup>3</sup> Véanse las recomendaciones del Banco de Pagos Internacionales (1997 y 1998), y Folkers-Landau y Lindgren (1998). Para una visión crítica véase, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) (1998) y J. A. Ocampo (2000). Para un análisis del impacto del Nuevo Acuerdo de Basilea en los países en desarrollo, véase S. Griffith-Jones y S. Spratt (2001).

<sup>4</sup> Además de la experiencia, la imposibilidad de prevenir todas las crisis ha sido discutida extensivamente en la literatura desde un punto de vista conceptual, especialmente a partir de la noción de incertidumbre; C. Kindleberger (1978) sigue siendo un clásico en la materia. Véase para un análisis más actual sobre los temas de información, expectativas y opinión y su relación con el ciclo económico a: S. Griffith-Jones (1998); L. Taylor (1998); J. Eatwell y L. Taylor (2000), y J. A. Ocampo (2001).



más cercano y conocido es el de la reestructuración de la deuda en varios países de América Latina durante la década de los ochenta.

Sin embargo, existen varias razones que hacen que el debate tenga características especiales en la actualidad. La más importante de ellas es el notable crecimiento de los mercados de capitales durante la última década. Tal como se explica más extensamente en el capítulo IV, la virtual desaparición de los bancos como financiadores de los países y su remplazo por tenedores de bonos, ya sean fondos de inversión o de pensión, compañías de seguro o inversores particulares, genera una complicación considerable al momento de pensar en procesos de reestructuración de la deuda. Por otra parte, una diferencia relevante respecto de la década los ochenta y las crisis previas, es que hasta mediados de los años noventa no existió una intervención masiva de los organismos internacionales de crédito con el objetivo de evitar una cesación de pagos. En este sentido, es evidente que el salvataje de México en plena “crisis del tequila” inició un nuevo estilo, el de los paquetes “jumbo” de asistencia financiera. Más allá de la importancia estratégica de México para Estados Unidos, hay tres elementos que explican esta nueva etapa. En primer lugar, los movimientos de capitales crecieron mucho más rápidamente que las cuotas de los organismos internacionales de crédito y en particular del Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que provocó que las disponibilidades de financiamiento de estos organismos quedaran desactualizadas y, por ende, hubiera que recurrir a operaciones especiales —en términos de la cuota de los países en dificultades y de la intervención directa de los países desarrollados— para enfrentar situaciones de crisis. En segundo lugar, la experiencia de los años ochenta fue especialmente traumática para América Latina en términos de tasa de crecimiento y una nueva cesación de pagos podría haber iniciado un proceso similar. Finalmente, es probable que la profundización del proceso de globalización de los mercados de capitales hubiera producido un contagio mayor, inclusive fuera de la región. Ello como consecuencia de que, al menos en ese entonces, los acreedores no hacían una diferencia sustancial en cuanto al riesgo de la deuda de los distintos países emergentes.<sup>5</sup>

Más allá de los motivos que dieron lugar a este comportamiento, lo cierto es que el megapréstamo de México no sólo inauguró una etapa, sino también una nueva discusión en el ámbito internacional: el *bail-out* del sector privado y el riesgo moral asociado al mismo. Ese tema y la falta de recursos de los organismos internacionales de crédito para varios eventuales “megapréstamos”, es lo que está detrás de las propuestas que tienden a involucrar al sector privado en la resolución de situaciones de crisis relacionadas con la deuda en los países emergentes.

Esas propuestas van desde una participación relativamente menor del sector privado, hasta casi la eliminación de los préstamos de los organismos internacionales y el tratamiento de situaciones críticas de la deuda soberana de un modo similar a la convocatoria de acreedores de una empresa privada. Aun propuestas que hablan de la necesidad de un prestamista de última instancia, consideran de forma tan limitada su función, que la misma se convierte en prácticamente inexistente, (Meltzer Commission, 2000, y Lerrick-Meltzer, 2001).

Es evidente que estas propuestas, en caso de aplicarse, pueden tener un impacto más que relevante en los flujos de capitales hacia los países emergentes. De hecho, podrían generar situaciones similares a las dificultades que un banco tendría para atraer a los depositantes después de una reestructuración de sus depósitos, o las que posiblemente tendría si otras entidades del sistema lo hicieran.

---

<sup>5</sup> Esta percepción se explica, al menos parcialmente, por un hecho que tiene que ver con la propia existencia de las instituciones financieras. En efecto, éstas surgen no sólo como una manera de diversificar el riesgo, sino también como consecuencia de las ventajas comparativas asociadas al conocimiento del cliente. La ausencia de las instituciones financieras como prestamistas importantes en estas circunstancias reduce la capacidad de evaluación del riesgo y, por lo tanto, aumenta la posibilidad de un comportamiento de “manada”. Este comportamiento fue disminuyendo a través del tiempo como consecuencia de los mayores recursos orientados a evaluar la situación de los países. La cantidad de informes existentes hoy día es una clara prueba de ello.

La ausencia de un prestamista de última instancia o, para decirlo con mayor propiedad, de préstamos excepcionales para determinados países en situaciones de emergencia, y la consiguiente reestructuración de la deuda de esos países, seguramente generaría una reducción adicional en los préstamos privados a los países emergentes en general. Dado el contexto actual de elevadas tasas de interés en América Latina, esa restricción alcanzaría muy especialmente a los países de la región en particular. La situación de los años ochenta es ilustrativa al respecto, ya que la reestructuración de la deuda contribuyó a la desaparición de los grandes bancos comerciales como prestamistas a los gobiernos en la década siguiente.<sup>6</sup>

La consideración de este tema tiene claros puntos de contacto con la discusión respecto de la reforma de los organismos internacionales de crédito, ya que dado un determinado papel de estos organismos en general y del FMI en particular, queda claramente delimitado el papel del sector privado en determinadas circunstancias. En el extremo, la casi eliminación del FMI y de los Bancos de Desarrollo, implícitas o explícitas en algunas propuestas, tiene un corolario evidente respecto de la participación de los agentes privados de financiamiento externo en situaciones de crisis. Sin embargo, ambos temas son claramente diferentes, ya que la reforma de los organismos internacionales necesariamente debe considerar, entre otros, temas tales como la condicionalidad y por ende las autonomías nacionales o los relacionados con el desarrollo económico, que poco tienen que ver con la participación del sector privado en situaciones de emergencia.<sup>7</sup> En todo caso, es evidente que ambos temas forman parte de la agenda más amplia de reforma del sistema financiero internacional, que incluye como uno de los temas dominantes los problemas de solvencia y liquidez de los países en desarrollo.

En este documento, vamos a considerar distintos aspectos de la posible intervención del sector privado en situaciones de crisis. Las razones de esa intervención, como debiera darse y sus consecuencias para los países emergentes.

El documento está organizado de la siguiente manera:

- En el capítulo II se discute los problemas de liquidez y solvencia y su vinculación con el riesgo moral y el riesgo sistémico. Teniendo en cuenta la abundante literatura respecto de estos temas, con relación a las crisis financieras nacionales, analizaremos qué enseñanzas nos deja la teoría y la experiencia en este contexto y en qué medida las mismas resultan aplicables a la situación internacional.
- En el capítulo III se discute las restricciones presupuestarias de los organismos internacionales de crédito que claramente introducen limitaciones a las conclusiones del capítulo previo en cuanto a las posibilidades de organizar paquetes de ayuda.
- En el capítulo IV se analiza la última experiencia de reestructuración de deuda en el nivel internacional que tuvo lugar durante la década del ochenta, con el objeto de extraer enseñanzas —a partir de las similitudes y diferencias— con la situación actual.
- En el capítulo V se pasa revista a algunos aspectos relevantes de las propuestas oficiales y privadas respecto a la forma que debería tener la participación privada cuando existen dificultades en hacer frente a las obligaciones de la deuda.
- La relevancia de éstas y otras propuestas respecto de la participación privada se discuten en detalle en el capítulo VI. Allí se analizan temas centrales a este documento, tales

---

<sup>6</sup> Obviamente éste no fue el único motivo ni, posiblemente, el más importante a la luz del proceso de “securitización” de los mercados de capitales. Sin embargo, no cabe duda respecto al efecto traumático que la crisis de la deuda en América Latina produjo sobre los bancos comerciales.

<sup>7</sup> Para una visión mas general sobre la nueva arquitectura del sistema financiero internacional, véase J. A. Ocampo (2000). B. Eighengreen (1999a) discute temas más específicos relacionados con este documento, aunque también analiza los mecanismos para la prevención de las crisis y el papel del FMI.

como la alternativa de una solución voluntaria a los problemas de la deuda hasta los sectores que en el país deudor estarían involucrados en una situación de ese tipo. Asimismo se discute críticamente los distintos mecanismos que podrían facilitar la renegociación de la deuda y el impacto de este proceso sobre el sistema financiero.

- En el capítulo VII se evalúa la experiencia de varios países durante la última década en la que el sector privado ha estado involucrado, ya sea a través de mecanismos voluntarios o compulsivos. El capítulo termina con un análisis detallado de la experiencia argentina.
- En el capítulo VIII se plantean las consideraciones finales, donde se resumen distintos temas tratados a lo largo del documento y se avanza en ciertos lineamientos respecto de los principales elementos que debería tener una propuesta integral para evaluar la conveniencia y característica de una eventual participación del sector privado en los casos de dificultades para hacer frente al pago de la deuda por parte de los países emergentes.

## **II. Riesgo moral y riesgo sistémico**

---

Los problemas asociados al riesgo moral y al riesgo sistémico han sido dominantes en el análisis de las crisis financieras nacionales durante el último siglo, de la misma manera que hoy día son los ingredientes más relevantes de la discusión de las crisis financieras internacionales. Para entender lo principal de esta discusión, es conveniente comenzar el análisis por los temas asociados a los problemas de liquidez y solvencia, y las consecuentes recomendaciones de política económica ante situaciones de ese tipo. A partir de allí, y en el resto de este capítulo se evalúa la relevancia del riesgo sistémico y riesgo moral, y en qué medida los mismos pueden afectar las decisiones de las autoridades monetarias.<sup>8</sup> Realizado este análisis, se avanza en las similitudes y diferencias con las crisis financieras internacionales y, por ende, en que medida las enseñanzas en el plano nacional se pueden extender al escenario internacional.

### **A. Las crisis de los sistemas financieros nacionales**

#### **1. Liquidez y solvencia**

Se entiende por problemas de liquidez los derivados de la dificultad para hacer frente a ciertos pasivos por un desajuste temporal entre su exigibilidad y la recuperación de los activos.

---

<sup>8</sup> Para un intento de evaluación empírica de un tema que ha sido largamente discutido en la literatura, véase E. Frydl y M. Quintín (2000).

Por su lado, los problemas de solvencia se asocian a una situación en la que los activos no son suficientes para hacer frente a los pasivos. Esta distinción puede no ser del todo clara en la práctica. Un ejemplo puede servir para ilustrar lo que queremos decir: cuando los pasivos son exigibles, por ejemplo en un mes, y los activos son recuperables en varios años y no existe un mercado que permita descontarlos, entre otras cosas por la incertidumbre asociada a un plazo excesivamente prolongado, es obvio que no sólo hay un problema de liquidez sino también uno de solvencia.

En un caso puro de liquidez, como el que puede presentarse en un contexto de pánico, la experiencia y la teoría nos dicen que es conveniente auxiliar a la entidad en dificultades. De no actuar de esa manera pueden generarse posteriores problemas de solvencia, ya sea por una liquidación acelerada de activos a precios inferiores a los reales o por tener que pagar tasas de interés excesivamente elevadas para refinanciar los pasivos. Como consecuencia de ello, la falta de liquidez en el corto plazo puede terminar en un verdadero derroche de recursos.

En los casos donde está afectada la solvencia, la recomendación no es la misma. En principio, si una entidad tiene un serio problema de solvencia no tiene sentido pensar en préstamos que lo único que hacen es prolongar la agonía sin resolver la situación de FMI. Por otra parte, en los casos de serios problemas de solvencia es difícil encontrar correcciones a la política de la entidad que los solucionen en el corto plazo o que, al menos, dejen en claro que las dificultades se pueden superar en un breve período de tiempo. Por lo tanto, la solución más razonable consistiría en no prestar ayuda a la entidad y que la misma quiebre.

## 2. Riesgo sistémico

La interrogante entonces es: ¿por qué éste no ha sido el comportamiento más común en las últimas décadas en el contexto de crisis financieras nacionales? Desde ya que la respuesta podría ser que las políticas de resolución de crisis financieras nacionales han sido equivocadas y de hecho son muchos los que piensan de esa manera. Sin embargo, creemos que la racionalidad de estas políticas tiene que ver con los riesgos de crisis sistémica ante la ausencia de información completa sobre las entidades financieras por parte de los ahorristas.<sup>9</sup> La naturaleza misma de los sistemas financieros hace que éstos tengan ciertas particularidades que pueden explicar las causas de una crisis sistémica, (Machinea, 1996). Entre éstas podemos mencionar:

- (a) la disminución en el valor de los activos de los bancos no se traduce en una reducción en el valor de sus depósitos;
- (b) los depósitos son devueltos sobre la base de que “el primero que llega es el primero en cobrar”;
- (c) el bajo costo de retirar los depósitos en comparación con el riesgo de perder el 100% en caso de no hacerlo;
- (d) las dificultades para reconocer el valor de mercado de la cartera de préstamos del banco, y
- (e) en la razonabilidad de “correr” sobre un banco solvente que puede dejar de serlo si tiene que liquidar una parte significativa de sus activos en un período corto de tiempo, es decir, la solvencia de un banco puede depender del comportamiento de los otros depositantes.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Los temas de información imperfecta se relacionan básicamente con: (a) la calidad de la cartera de las entidades financieras y por el desconocimiento de la solvencia de los deudores de las entidades, y (b) su vulnerabilidad ante situaciones de iliquidez y de su voluntad de pago ante eventuales problemas de liquidez. Teniendo en cuenta que los costos de esta información son elevados, los pequeños ahorristas tienen mayores dificultades en acceder a esta información.

<sup>10</sup> Este argumento es cierto aún en casos de información perfecta. En ese contexto puede ser un comportamiento racional retirar los depósitos de una entidad financiera solvente si se piensa que la misma puede dejar de serlo como consecuencia de que los otros depositantes “corren” sobre los depósitos de esa entidad. En este caso hay expectativas racionales condicionadas al comportamiento de los demás agentes, cuyo nivel de información es desconocido.

En momentos de crisis, los problemas de información se potencian, poniendo de manifiesto la fragilidad de los mercados financieros y provocando que a los ahorristas les resulte complicado discernir la verdadera situación de solvencia de las entidades financieras. Por lo tanto, ante los riesgos de pérdida de sus activos, los inversores pueden decidir “correr” sobre las entidades financieras, sin evaluar las características particulares de cada una de ellas.

Teniendo en cuenta los problemas asociados a una situación de riesgo sistémico, en términos de caída del nivel de actividad económica, desempleo e incorrecta asignación de recursos es que, en muchas oportunidades, las autoridades han decidido mantener una entidad con dificultades de solvencia, ya sea mediante préstamos o mediante su venta, a pesar de que la operación signifique costos al gobierno o al conjunto del sistema financiero.<sup>11</sup>

Una solución parcial al problema planteado es aumentar la cantidad y transparencia de la información respecto del estado de las entidades financieras, y bastante se ha avanzado en este terreno. Asimismo, se han planteado alternativas a las redes de seguridad usuales de los sistemas financieros modernos a partir de la experiencia de los clubes de bancos usuales a comienzos del Siglo XX.<sup>12</sup> De cualquier manera, debe tenerse en cuenta que, en situaciones de crisis financiera, mucha información puede ser contraproducente, dado que ello puede producir una crisis financiera que de otra manera podría haber sido evitada.<sup>13</sup> La necesidad de mayor transparencia como medida prudencial es especialmente relevante en momentos de normalidad del sistema financiero.

Obviamente, las propuestas respecto de la actitud a seguir por parte de las autoridades monetarias se complican cuando los problemas de liquidez y solvencia no pueden distinguirse con claridad y cuando, como sucede habitualmente, es difícil determinar los riesgos sistémicos que la desaparición de una entidad puede producir sobre el resto del sistema.

### 3. Riesgo moral

En el intento de evitar situaciones de riesgo sistémico, la intervención de las autoridades genera problemas de riesgo moral, es decir, la creencia por parte de los ahorristas de que, más allá de la calidad de una determinada institución financiera, las autoridades van a actuar de manera tal que ellos recuperen sus depósitos. Obviamente esta situación genera ineficiencias en la asignación de los recursos, ya que posibilita que se asigne ahorro en actividades no rentables. Éste es el caso donde los ahorristas colocan recursos en un banco que asigna mal sus créditos (por ejemplo, excesiva cantidad de préstamos de alto riesgo) y que ofrece rendimientos superiores al conjunto del sistema.

Excepto en casos “puros” de liquidez, que analizaremos más adelante, es evidente que los préstamos a los bancos crean problemas de riesgo moral, afectando así negativamente la asignación de recursos.<sup>14</sup> Veamos este tema en mayor detalle. El salvataje de bancos crea dos tipos de riesgo moral: el de los ahorristas y el de los bancos. Como mencionamos anteriormente, si los ahorristas se convencen de que sus ahorros no corren peligro, van a estar dispuestos a orientar sus recursos adonde obtengan mayores retornos, independientemente del riesgo —el que por definición no existe. Por su parte, los bancos con proyectos más riesgosos —aún con similares tasas de retorno—

<sup>11</sup> En este último caso a través de aportes de las entidades para un fondo de garantía de depósitos que pueda servir para casos de reestructuración.

<sup>12</sup> Véase, por ejemplo a C. Calomiris (1989) y (1990) para una visión crítica de las redes de seguridad financieras y una evaluación de la experiencia de las redes de seguridad privada, y para una propuesta que incluye señales de mercado para mejorar el funcionamiento de las redes de seguridad véase a C. Calomiris (1997).

<sup>13</sup> Un ejemplo en este sentido es la situación de algunos grandes bancos americanos a comienzos de los años noventa. Si los ahorristas hubiesen tenido un conocimiento detallado de la situación patrimonial de esos bancos posiblemente se hubiese producido una crisis. Sin tener que enfrentar una corrida de depósitos, la crisis fue evitada en los próximos años como consecuencia de la reducción de la tasa de interés, el nivel de actividad económica y los procesos de reestructuración y capitalización de varias entidades.

<sup>14</sup> En el caso de liquidez también puede existir un caso de riesgo moral si la entidad no ha sido cuidadosa con el manejo de la misma, especialmente teniendo en cuenta que la mayor liquidez tiene claramente costos económicos para las entidades financieras.

van a estar dispuestos a pagar más por sus depósitos en la medida en que piensen que, en caso de situaciones adversas, no van a tener que hacer frente al pago de sus pasivos. La ausencia de disciplina de mercado potencia este comportamiento, ya sea en término de la cantidad de entidades financieras que puede intentar adoptar comportamientos similares, como así también respecto a los incentivos que genera para la aparición de negocios directamente fraudulentos. Por lo tanto, es evidente que una garantía total —explícita o implícita— de los depósitos no es en absoluto aconsejable.<sup>15</sup>

El problema de riesgo moral de los ahorristas es de difícil solución. Una estricta disciplina de mercado exigiría que los mismos tengan pérdidas en caso de dificultades de una entidad. Más allá de temas de equidad y de costos de la información que permiten hacer una distinción entre clientes por el monto de sus depósitos, lo relevante es como tratar el caso del riesgo moral de los depositantes y, a su vez, tener en cuenta el riesgo sistémico que puede ocasionar la caída de una entidad. En estos casos, las soluciones extremas (*corner solutions*) no parecen adecuadas. La eliminación absoluta del riesgo moral exige un compromiso de las autoridades de no intervenir en ninguna circunstancia. Teniendo en cuenta las dificultades para definir casos de liquidez puros, este criterio debiera aplicarse aún en casos en que los problemas puedan percibirse como de liquidez. Además, esta solución deja a las autoridades sin instrumentos en caso de que se perciba los riesgos de una crisis sistémica.<sup>16</sup> La experiencia usualmente citada de los Estados Unidos durante el siglo diecinueve y comienzos del veinte, cuando la ausencia de un prestamista de última instancia llevó en muchos casos a que la banca privada tomara ese papel, difícilmente pueda tomarse como un caso a seguir, teniendo en cuenta las veces que el sistema financiero tuvo que cerrar sus puertas por períodos prolongados de tiempo.<sup>17</sup> Por su parte, la protección de los ahorristas en todas las circunstancias soluciona el problema de riesgo sistémico, pero genera problemas de equidad y de incorrecta asignación de los recursos.

La magnitud del problema se reduce sustancialmente si, en el caso de salvataje de los ahorristas, las autoridades monetarias no adoptan un criterio similar respecto de los banqueros. Ello puede lograrse mediante la liquidación del banco o, en el caso que se decida mantenerlo abierto, mediante el desplazamiento de sus directores y la pérdida por parte de los accionistas de todos sus derechos económicos sobre la entidad. Si, además, este comportamiento se refuerza con multas económicas y sanciones penales para los directores, se puede decir que el riesgo moral asociado a actitudes imprudentes de los bancos debiera virtualmente desaparecer. Para ello también es necesario una superintendencia que sea capaz de detectar problemas tempranamente, dado que si existiera riesgo moral de los ahorristas, los bancos podrían asumir conductas imprudentes por un tiempo con la esperanza de revertir la situación, ya que tendrían financiamiento mientras dure la “aventura”.

En todo caso, lo que nos muestra más de un siglo de controversia respecto a la conveniencia de la intervención de las autoridades para salvar a una entidad financiera o, al menos, a los ahorristas de la misma, es que la decisión siempre debe tener en cuenta, además de la cantidad de fondos involucrados, el costo de los mismos y el impacto macroeconómico, los dos riesgos más relevantes: el riesgo moral y el sistémico. Lo complicado de la decisión es que, en muchas ocasiones, privilegiar uno de ellos implica costos en términos del otro. Dado que los ahorristas están tomando decisiones basados en percepciones respecto del futuro, es claro que cualquier apoyo de las autoridades a una o varias entidades influencia esa percepción. Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que estamos en presencia de varias distorsiones en los mercados financieros y, por lo tanto, la política tendiente a eliminar una de las distorsiones, por ejemplo el riesgo moral, no

---

<sup>15</sup> En casos de crisis financieras se ha propuesto implementar una garantía total mientras dura la emergencia. Es claro que ésta no es una solución razonable en el largo plazo, ya que la decisión de las autoridades al repetirse se hace previsible para el mercado. En ese caso la garantía total, supuestamente transitoria, se convierte en permanente en la percepción de los ahorristas.

<sup>16</sup> Argentina experimentó un modelo de este tipo durante el período 1991-1994, período en el cual el Banco Central tenía severamente limitada su capacidad de actuar como prestamista de última instancia, (Machinea, 1996).

<sup>17</sup> Charles Kindleberger (1978), especialmente en los capítulos 8 y 9 hace una somera pero muy interesante revisión de varias de las crisis financieras de los últimos tres siglos.

es siempre la óptima. Es decir, la política económica se mueve, en ésta como en otras áreas, en un mundo donde lo relevante es la teoría del “segundo mejor”.

Una solución intermedia requiere la posibilidad de actuar con cierta discrecionalidad. Ello permite reducir sustancialmente el riesgo moral, porque no hay certezas respecto de cual sería la actitud de las autoridades, a la vez que deja abierta la posibilidad de intervenir cuando se entienda que hay altas probabilidades de riesgo sistémico. A diferencia de ello, la existencia de reglas, ya sea en cuanto al monto a prestar o el plazo del crédito crea una sensación de “cuenta regresiva” que incentiva la corrida.<sup>18</sup>

Nos resta mencionar el caso en que los problemas se presentan como de “liquidez pura”. En esta situación puede argumentarse que la existencia de un prestamista de última instancia llevaría a que aumenten los problemas de liquidez en el sistema, ya que las entidades financieras tendrían, en ese caso, una posición de liquidez inferior a la que adoptarían sino existiera ese prestamista. Esa actitud se explicaría porque una mayor liquidez, al tener costos económicos, reduciría la rentabilidad de las entidades. Sin embargo, esta crítica es válida en cualquier sistema de seguro, ya que su existencia puede hacer que el asegurado adopte una actitud más riesgosa. Además, debe de tenerse en cuenta que las autoridades económicas tienen la posibilidad de imponer reglas prudenciales en cuanto a la liquidez y de aplicar sanciones si las mismas no se cumplen. La alternativa a un préstamo de la autoridad monetaria sería que la entidad financiera demore el pago de sus pasivos hasta que se supere el problema. Esta alternativa supone que no hay incertidumbre ni aversión al riesgo. Dado que éste no es el caso, una “espera” en los pagos puede crear una situación de pánico, que teniendo en cuenta los problemas de falta de información puede convertirse en una crisis sistémica. Por lo tanto, pareciera que de no existir restricciones en cuanto a los recursos o que el incremento del crédito al sistema financiero cree incertidumbre sobre la evolución macroeconómica —temas especialmente relevantes en el caso de los países con esquemas de convertibilidad— la solución de prestamista de última instancia aparece como superior. Más aún, esta política es la óptima en los casos puros de iliquidez, ya que de hecho soluciona las distorsiones que crean las fallas de información características de los mercados financieros.

## **B. Las crisis financieras internacionales**

¿En que medida la experiencia de los sistemas financieros locales es extensible a la arena internacional? Creemos que en muchos sentidos, como así también existen diferencias relevantes.

### **1. Liquidez y solvencia**

Así como muchas veces resulta difícil definir con claridad los casos puros de liquidez en el ámbito de una entidad financiera, también ésa es la situación cuando consideramos a un país. Por otra parte, los indicadores de solvencia de un país dependen de si estamos evaluando la capacidad de pago de la deuda mantenida por no residentes (deuda externa) o si estamos evaluando la capacidad de pago del sector público. En el primer caso, las relaciones de la deuda externa respecto al saldo actual y futuro de la cuenta corriente son los indicadores más relevantes. Si, en cambio, se evalúa la capacidad de pago del sector público, los indicadores relevantes serán aquellos que tengan que ver con el estado de las cuentas públicas.

---

<sup>18</sup> Un ejemplo claro de esta situación es lo que pasó en Argentina durante la crisis financiera de 1995. El Banco Central tenía acotado el monto a prestar (una vez el patrimonio) y el plazo del préstamo (quince días prorrogables por quince días más). Una vez que comenzó la corrida, las especulaciones eran respecto hasta que momento las autoridades monetarias iban a poder —dado las restricciones legales— prestar a las entidades con problemas, lo que incentivó la corrida. Estas restricciones fueron eliminadas de urgencia modificando la Carta Orgánica del Banco Central y la Ley de Entidades Financieras; asimismo se creó un sistema de garantía de depósitos y un fondo de capitalización de entidades (Machinea, 1996).



La situación tiende a complicarse cuando, correctamente, se trata de descontar flujos futuros, ya sea del desequilibrio en la cuenta corriente o de las cuentas públicas. En ese caso no sólo importan las políticas nacionales sino también las perspectivas respecto de las variables externas (términos de intercambio, tasas de interés internacionales y apreciación de la moneda a la que está atada la moneda nacional en el caso de tipo de cambio fijo), que tienen una influencia mayor en países relativamente pequeños.<sup>19</sup>

Por ello no es sorprendente que no existan respuestas precisas a preguntas que intentan averiguar, todavía hoy día, si en los casos de México, Brasil y Corea había un problema de liquidez o de solvencia. Si bien la respuesta no es obvia, en todo caso es evidente que al menos no fueron casos donde la solvencia del sector público estuviera comprometida. En todo caso las dificultades tenían que ver con problemas en la cuenta corriente, asociados a un tipo de cambio sobre evaluado, que de no corregirse afectaban la capacidad de pago externa del país. En los tres casos, la corrección del tipo de cambio y la reducción de la demanda interna atendieron a este problema de solvencia, ayudando a generar un fuerte cambio en las expectativas respecto a los problemas intertemporales de solvencia. En el otro extremo, Ecuador en 1999 aparece, teniendo en cuenta los indicadores más usuales como las relaciones deuda/exportaciones y deuda/producto o los requerimientos presupuestarios para hacer frente a su deuda pública, como un caso claro de insolvencia. Sin embargo, como la experiencia de varios países europeos muestra, ni siquiera estos indicadores son determinantes. El análisis es más preciso si, además de esas relaciones, se toma en cuenta la tasa de interés que debe afrontar el país y su posible sendero en el futuro, como así también la magnitud del desequilibrio fiscal. Si un país con una elevada deuda debe pagar una alta tasa de interés y la situación fiscal está fuera de control la situación es claramente de insolvencia. Además, las expectativas tenderán a mostrar que el país difícilmente pueda disminuir la tasa de interés en el futuro. Esto a su vez limita, obviamente, la tasa de crecimiento del producto, haciendo más perversa la dinámica de la deuda. Ésta era la situación de Ecuador y no, obviamente, la de los países europeos con una alta relación deuda/producto.

En síntesis, si bien en el caso de una entidad financiera es casi imposible resolver en el corto plazo un problema de solvencia, ése no es necesariamente la situación de un país. En este caso, es posible revertir una situación de supuesta insolvencia mediante políticas adecuadas. Por ejemplo, el desequilibrio fiscal actual y futuro puede reducirse con un conjunto determinado de políticas. De la misma manera, una variación del tipo de cambio puede corregir el desequilibrio esperado en la cuenta corriente. Desde ya que hay limitaciones a lo que puede hacerse con la política económica. Por ejemplo, si solucionar el problema de insolvencia del sector público requiere un superávit primario elevado, su obtención puede ser políticamente inviable y, en ciertas circunstancias, económicamente inconveniente. De cualquier manera, es evidente que los casos puros de insolvencia no son tan evidentes en el ámbito de un país como pueden serlo en una entidad financiera, o, por lo menos, debe de tenerse en cuenta que los mismos pueden ser revertidos con decisiones adecuadas de política económica.

## 2. Riesgo sistémico

Ya dijimos que la existencia del riesgo sistémico en los sistemas financieros debe atribuirse a la presencia de fallas de información que se potencian en momentos de crisis y que ponen de manifiesto ciertas fragilidades inherentes a estos mercados, generando así que el deterioro de la confianza de los inversores produzca un efecto contagio sobre el conjunto de las entidades. Estos problemas de información no desaparecen cuando extendemos el análisis al plano internacional. Es más, se podría argumentar que, en la medida que existen costos fijos para la recolección de información, el desplazamiento de los préstamos sindicados por un espectro mucho más atomizado

---

<sup>19</sup> El aumento de la tasa de interés internacional tiene la característica de afectar ambos indicadores de solvencia.

de acreedores puede agudizar estas fallas. Sin embargo, este argumento ha perdido algo de fuerza en los últimos años como consecuencia de la importancia de los inversores institucionales, los cuales han dedicado recursos crecientes a evaluar la situación de los países emergentes. Más aún, dada la creciente importancia de inversores institucionales, se puede afirmar que la información entre los tenedores de bonos es sustancialmente mayor que entre los depositantes en los sistemas financieros. Por lo tanto, los riesgos de contagio asociados a la existencia de información imperfecta son seguramente menores en la actualidad en el nivel internacional que en el nivel nacional.<sup>20</sup>

Es necesario evaluar, entonces, algunos otros argumentos que se relacionen menos con la ausencia de información y más con otros canales a través de los cuales los *shocks* pueden transmitirse. Uno de éstos es el canal comercial. Por ejemplo, cuando un país experimenta una crisis cambiaria marcada por una depreciación significativa de su moneda, otros países pueden sufrir el impacto comercial debido a la mejora competitiva del país en crisis. Si el abandono del tipo de cambio es acompañado, como ocurre generalmente, por una caída del nivel de actividad y una reducción de las importaciones, el efecto ingreso asociado también podría deprimir las exportaciones de los socios comerciales. Los mercados habitualmente adelantan este efecto, por ejemplo a través de ataques especulativos sobre la moneda que ven más endeble como consecuencia del previsible impacto comercial. Este efecto se ve potenciado como consecuencia de que, tal como lo señalan G. Kaminsky y C. Reinhart (1999), los países que tienen un alto nivel de comercio regional, usualmente tienen fuertes conexiones a través de los arreglos financieros que facilitan el comercio. De esa manera, la existencia de acreedores comunes tiende a aumentar el impacto comercial puro, dado que los bancos enfrentados a situaciones de incobrabilidad en sus líneas comerciales tienden a reducir su exposición con otros deudores en otros países.

Sin embargo, este argumento si bien importante para entender, al menos parcialmente, el contagio regional de ciertas crisis (por ejemplo, sudeste asiático), no es suficiente para explicar el alcance de las últimas crisis globales y el contagio de algunos de los países involucrados (por ejemplo, Argentina con México en 1995 ó el impacto en el conjunto de los emergentes de la crisis rusa) Para ello es necesario apelar a argumentos más relacionadas con los vínculos financieros entre países que con los canales comerciales. Hay un primer efecto que tiene que ver con la aversión al riesgo. Ante una situación de crisis en países emergentes, los acreedores comunes, tienden a reducir la exposición en activos de más alto riesgo en términos generales. Este comportamiento se ve potenciado por la utilización de modelos estadísticos de correlación de precios entre activos de riesgo.<sup>21</sup> Un segundo efecto, de importancia para entender el contagio asociado a la crisis rusa, tiene que ver con un excesivo apalancamiento de algunos fondos de inversión, que ante una situación de crisis en una economía emergente, tienden a vender obligaciones de otros países para hacer frente a la disminución de las garantías de los préstamos tomados oportunamente —consecuencia de la caída en el precio del papel dado en garantía (*margin calls*), (G. Calvo, 1998). Usualmente, los activos más afectados por estos manejos de cartera son aquellos que presentan alguna correlación histórica de precios positiva con los del país en crisis y aquellos que tienen una razonable liquidez. Este efecto es mayor cuando menor sea la liquidez de los activos financieros del país en crisis.

De este análisis se desprende que los países que pueden generar una crisis sistémica y, casualmente, también los países que pueden sufrir la misma, son aquellos que tienen una mayor participación en el comercio internacional —o al menos en el comercio de una región determinada— y aquellos que tienen un monto significativo de pasivos financieros comercializados

<sup>20</sup> Éste también era el caso durante la década del ochenta, donde los inversores en países eran los bancos comerciales, que obviamente cuentan con información más calificada que el promedio de los depositantes locales.

<sup>21</sup> La correlación entre el precio de los activos financieros puede haber sido, junto con la percepción de la similitud entre las políticas macroeconómicas de ambos países, la causa del contagio que sufrió la economía argentina como resultado de la crisis mejicana de fines de 1994.

en los mercados internacionales. Este razonamiento muestra que los países que más posibilidades tienen de producir una crisis sistémica, o de padecerla, son los países emergentes medianos y grandes. El argumento lleva a conclusiones similares, aunque por motivos distintos, a las que se conocen en relación con los mercados financieros domésticos. De allí deviene el “demasiado grande para caer”, al cual suele hacerse referencia cuando las autoridades monetarias rescatan a una entidad financiera importante.

### 3. Riesgo moral

Cuando consideramos el caso de riesgo moral, las figuras de los ahorristas y de los bancos son asimilables a los tenedores de bonos (o préstamos) y a los países, respectivamente. En principio, para los tenedores de bonos el tema de riesgo moral es equivalente al de los ahorristas de las entidades financieras. Sin embargo, existe una diferencia que es importante resaltar: los bonos, a diferencia de los depósitos, son instrumentos líquidos. Por lo tanto, mientras los depositantes enfrentan sólo dos alternativas, es decir recuperar el 100% de lo invertido o perder la totalidad del capital, los tenedores de bonos tienen una alternativa adicional, que es la de vender esos activos en cualquier momento, aunque sea con una pérdida patrimonial.<sup>22</sup> Por otra parte, tal como lo demuestra la experiencia histórica, en el caso de los bonos soberanos las expectativas de pérdida son limitadas, lo que le pone un límite a la caída del precio de los activos.<sup>23</sup> Ello implica que en situaciones de riesgo similar en cuanto a insolvencia, es decir similar probabilidad de no hacer frente a los pagos de las obligaciones por parte de un país y de una entidad financiera, el premio en términos de tasas de interés necesaria para atraer a un ahorrista debiera ser mayor en el caso de una entidad financiera que en el caso de un país.<sup>24</sup>

De existir riesgo moral “extremo” en el nivel internacional, es decir si se pensara que siempre va a haber un rescate internacional al menos en el caso de los países relativamente grandes, la tasa de interés de los bonos de esos países no debiera diferir de la de los bonos americanos. Teniendo en cuenta los diferenciales de rendimientos de los bonos éste no es el caso. Por otra parte, en el párrafo precedente decimos que para similares riesgos de incumplimiento por parte de una entidad que de un país, el diferencial de tasas de interés debiera ser mayor para distintas entidades financieras que para distintos bonos; ése tampoco parece ser el caso a la luz del rendimiento de los bonos.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> Se puede pensar que los ahorristas pueden recuperar algo en el caso de la liquidación de un banco, pero ésta aparece como una alternativa lejana y difícilmente valuable. Por otra parte, la liquidación de una entidad implica costos asociados entre otras cosas, al pago del personal, el cobro de los créditos pendientes, etc.; lo que reduce apreciablemente el patrimonio de la entidad durante el proceso de liquidación.

<sup>23</sup> En la actualidad resulta casi imposible pensar que un país no va a pagar nada de su deuda. Ello lo colocaría automáticamente fuera del proceso de globalización —comercial y financiera— con todos los costos que ello implica.

<sup>24</sup> Considerando una determinada deuda (D) y una tasa de interés (r), se puede expresar el cobro de dicha deuda (C) como:

$$C = \min \{D * (1 + r), Y\}, \text{ donde } (Y) \text{ representa el nivel de recursos del país o banco que puede ser utilizado para pagar la deuda.}$$

Suponiendo que hay dos estados posibles en el mundo: (•) uno implica el pago total de lo adeudado y el otro (•) la casación de pagos. En el caso de incumplimiento del deudor se puede esperar que el pago sea igual a Y, que claramente representa un porcentaje de la deuda. Lo que estamos diciendo es que el valor de recuperado es usualmente menor en el caso de un banco. Además, y tal como fue mencionado, un país tiene posibilidades de mejorar su solvencia si toma medidas adecuadas, por lo que mientras se puede esperar que los ingresos disponibles para el pago de la deuda disminuyan en el caso de una entidad financiera (costos y eficiencia en el cobro de la cartera) posiblemente aumenten en el caso de un país en dificultades.

Por lo tanto, si expresamos la esperanza de recuperado en uno y otro caso por:

$$E ( C_c ) = p [ D ( 1 + r_c ) ] + ( 1 - p ) a Y$$

$$E ( C_b ) = p [ D ( 1 + r_b ) ] + ( 1 - p ) d Y$$

donde (p) es la probabilidad de cumplimiento en el pago de las obligaciones y el subíndice (c) y (b) significan países y bancos respectivamente. Si  $a > d$  como se desprende del párrafo previo, dada la misma probabilidad de *default*, la tasa de interés que los ahorristas demandarían a un banco debería ser mayor a la que le pedirían para mantener un bono soberano.

<sup>25</sup> El argumento del texto se desprende que el riesgo moral sería mayor en el caso de los ahorristas de las entidades financieras que en el caso de los bonos soberanos. Sin embargo esa afirmación merece varias calificaciones: (a) por un lado, es imposible saber si los ahorristas prevén similares riesgos de *default* en una entidad financiera como en un país, y (b) por otra parte, si bien es muy difícil encontrar diferenciales de tasas de interés (reales) entre entidades financieras de la magnitud de las que se observan en los mercados

Al comparar a los países en relación con los bancos también encontramos similitudes y diferencias, aunque estas últimas parecen ser más significativas. En el caso de las entidades financieras, es evidente que existe una autoridad que puede establecer ciertas condiciones que, de no cumplirse, pueden llevar a sanciones. Estas sanciones, en una situación extrema, pueden llegar hasta el cierre de la entidad. Obviamente éste no es el caso de un país, donde si bien las condiciones de los organismos internacionales de crédito pueden ser asimilables a las de un regulador del sistema financiero, no existe una capacidad de sanción similar. Siguiendo este argumento, se podría afirmar que el riesgo moral puede ser más importante en el caso de los países que en el de los bancos. Sin embargo, es evidente que en una situación de crisis los gobiernos pagan costos elevados, de manera tal que es improbable que un gobierno decida llevar a un extremo una política económica inviable simplemente porque espera que al final recibirá una ayuda internacional.

Los costos asociados a las condiciones de esos préstamos, los ajustes del sector público y las devaluaciones y caídas del nivel de actividad económica necesarios para corregir los desequilibrios en cuenta corriente en los países que fueron asistidos en operaciones de salvataje, difícilmente puedan ser consideradas como situaciones deseadas por los gobiernos. Esto es especialmente cierto cuando el liderazgo en los paquetes de ayuda es ejercido por el FMI, que usualmente genera reacciones políticas negativas. O sea, resulta difícil pensar que los países estén dispuestos a llegar a situaciones límites simplemente porque existe la posibilidad de una ayuda internacional, aún en el caso de que esa ayuda se realice a tasas de interés inferiores a las del mercado.

Por lo tanto, no creemos que la figura de riesgo moral aplicable bajo ciertas circunstancias a las entidades financieras pueda extenderse a los países. Ello no significa que la posibilidad de un paquete de ayuda internacional no cree cierto riesgo moral, ya que la situación sería considerablemente peor sin dicha ayuda, por más condicionada que la misma sea. Es decir, se podría afirmar que los países serían algo más cuidadosos si esta posibilidad no existiera. Sin embargo, el punto no parece demasiado relevante: (a) primero, porque los costos asociados a la ayuda son elevados; (b) segundo, porque nadie está seguro de que esa asistencia realmente exista y cuál será la magnitud de la misma y, finalmente, (c) porque este argumento podría aplicarse a cualquier tipo de seguro.

En síntesis, se puede afirmar que lo relevante en el nivel internacional es el riesgo moral de los tenedores de deuda y no de los países. Recordemos que ésta también es la conclusión cuando en el rescate de una entidad financiera no se incluye a sus directores y accionistas. Por lo tanto, el intento de reducir el riesgo moral de los tenedores de deuda debe ser contrapuesto con el impacto que puede producir el no actuar en situaciones límite, tanto en término de las ineficiencias en la asignación de recursos como respecto de la tasa de crecimiento de los países en desarrollo. En particular, se debe tener en cuenta que los mercados internacionales de crédito distan de ser perfectos y, por lo tanto, es un error conceptual suponer que la eliminación del riesgo moral nos pueda llevar a una situación óptima. Además, debe considerarse que después de la moratoria de Rusia, el riesgo moral de los tenedores de bonos se ha reducido apreciablemente, por lo que no parece que éste sea un tema especialmente relevante hoy día. Al mismo tiempo, como fue mencionado, el avance en la diseminación de la información hace pensar que el riesgo sistémico es actualmente menos relevante que en el pasado. Hay sin embargo otros motivos de contagio que los que provienen de la falta de información y éstos se explican por razones comerciales y financieras.

---

internacionales para los bonos soberanos, la observación está básicamente limitada a los límites de un país, ya que la comparación en el ámbito internacional entre rendimientos de entidades financieras es bastante más compleja, por lo que en ese caso intervienen variables tales como las expectativas respecto de la variación del tipo de cambio.

#### 4. Políticas de apoyo financiero en el nivel internacional

Para terminar este capítulo y en función de los argumentos expuestos hasta ahora, cabe avanzar en algunas consideraciones respecto a las políticas más adecuadas para enfrentar los distintos casos que pueden presentarse en el nivel internacional.

En lo que respecta a los temas de liquidez y solvencia, creemos que debieran aplicarse criterios similares a los mencionados cuando discutimos los problemas de crisis de los sistemas financieros nacionales. Ello implica que en casos claros de liquidez tiene que haber, en principio, un apoyo sin condiciones. Es decir, cuando exista un problema de liquidez debiera haber una línea que pueda desembolsarse en forma automática, del tipo de la Línea de Crédito Contingente (CCL) del Fondo Monetario Internacional. Esta línea no debiera tener más condicionalidad que el país esté cumpliendo con un programa del FMI o que, sin estar bajo la cobertura de un programa, haya cumplido satisfactoriamente con las revisiones propias del artículo IV del convenio constitutivo del FMI. De cualquier manera, aquí hay una diferencia importante en el nivel internacional que merece una consideración especial. La misma tiene que ver con la ausencia de un organismo supranacional que tenga alguna capacidad de sanción, como ocurre con los sistemas financieros nacionales. Ello lleva a que, a diferencia del ámbito nacional, donde los problemas de liquidez pueden ser acotados con una adecuada regulación, por ejemplo en lo que respecta al descalce de plazos, en el nivel internacional ello sea imposible. Por lo tanto, los temas de liquidez a nivel país pueden ser resultado de la ausencia de una política más prudente desde el punto de vista regulatorio, por ejemplo respecto al endeudamiento de corto plazo. Si ese fuera el caso, se podría argumentar que la asistencia no debiera ser automática, sino en todo caso condicional a la modificación de las regulaciones existentes.

En lo que respecta a los casos donde la solvencia está comprometida, se debiera considerar cuales son las medidas que el gobierno está dispuesto a tomar para mejorar esa situación, teniendo en cuenta que en algunas ocasiones las dificultades de solvencia son, como fuera mencionado, reversibles con políticas adecuadas. De aquí se desprende una propuesta similar en el nivel internacional que la que sugerimos en el ámbito nacional: se debe actuar con discrecionalidad, es decir, sin reglas absolutas con el objeto de reducir el riesgo moral, pero dejando abierta la posibilidad de actuar cuando se crea que existe riesgo de crisis sistémica. Más aún, teniendo en cuenta que en algunos casos los problemas de solvencia de los países son, a diferencia de las entidades financieras, más difíciles de determinar con precisión y reversibles en un plazo relativamente breve, se podría pensar que la discrecionalidad podría ser aún mayor y claramente atada a las medidas a implementar.

Tal como se menciona en el apartado anterior, es evidente que todo tipo de intervención puede crear algún nivel de riesgo moral. Sin embargo, un trabajo de Lane y Philips (2000) muestra que no hay evidencia empírica de que las intervenciones del FMI durante las crisis de los últimos años hayan producido un aumento del riesgo moral.<sup>26</sup> Por otra parte, como ya fue comentado, ese riesgo moral deberá ser evaluado con relación a los costos de no actuar, en términos de la tasa de crecimiento futuro del país involucrado y de todos aquellos que pueden verse afectados por una cesación de pagos.

---

<sup>26</sup> Si los paquetes de ayuda a países emergentes en dificultades y las decisiones de aumentar los recursos del FMI aumentan el riesgo moral de los tenedores de bonos, ello debiera verse reflejado en el precio de la deuda de los países emergentes. Los autores revisan todos y cada uno de los hechos que podrían haber generado este convencimiento en los tenedores de deuda y no encuentran ningún impacto relevante en el rendimiento de los bonos. Si bien la evidencia empírica parece ser conclusiva, el trabajo puede ser cuestionado desde dos ángulos: (a) por un lado, es difícil establecer con certeza el momento en que el mercado “conoció” ciertos hechos, tales como el aumento del capital del FMI o el auxilio a un país, y (b) por el otro, es necesario tener en cuenta que el rendimiento de los bonos depende no sólo del riesgo moral sino también de otras variables tales como la probabilidad de no pago. Si en el contexto de un paquete de ayuda no disminuye el rendimiento de los bonos, ello puede ser consecuencia de que la medida no afectó de forma importante el riesgo moral, o que el aumento del riesgo moral, que tiende a disminuir el rendimiento de los bonos, compensó el aumento del riesgo de no pago —asociado a la crisis— por parte de los países emergentes en general. Por lo tanto, se requiere algún trabajo empírico adicional para confirmar los resultados de los autores.

### **III. La restricción presupuestaria**

---

Hasta aquí hemos discutido respecto de la razonabilidad de la ayuda internacional para países que presentan dificultades para hacer frente a las obligaciones provenientes de sus deudas, evaluando los argumentos respecto del riesgo moral en relación con los de riesgo sistémico. Por lo tanto, hasta aquí se ha trabajado con el supuesto de que no existen “restricciones presupuestarias”. La verdad es que éste no es el caso. Los recursos de los organismos internacionales de crédito son considerablemente menores que los necesarios para hacer frente a varias operaciones de rescate. En este sentido, cabe mencionar que las necesidades financieras de los países con dificultades en su balanza de pagos son hoy sustancialmente mayores que durante las décadas posteriores a la segunda guerra mundial.

En efecto, en ese momento las necesidades de recursos no superaban al déficit en cuenta corriente, el que a su vez, salvo situaciones excepcionales, no excedía el 4% del PBI. Ahora, con el aumento en los movimientos de capitales, las necesidades son sustancialmente mayores al déficit en cuenta corriente, ya que incluyen todos los vencimientos de capital. Esta cifra excede el 30% del PBI para el promedio de los países emergentes (IMF, 2001b).

Ante esta situación, si bien las cuotas de los países miembros en el FMI se han incrementado, lo han hecho a un ritmo que no es suficiente para permitir una intervención masiva del organismo. Desde 1970, mientras las cuotas se incrementaron un 170% en dólares reales, las economías de los países emergentes crecieron un 250%, el comercio mundial un 440% y los movimientos de capitales privados un 850%.

Aún más relevante es el hecho de que el FMI tenía, a fines del 2000, \$US 200 billones disponibles para préstamos, lo que representa menos del 10% de la deuda externa de los países de ingreso bajo y medio.

En este contexto de escasez de recursos, el FMI tiene claras dificultades para actuar como prestamista de última instancia al estilo de los bancos centrales. Además, debe tenerse en cuenta que el FMI no tiene la capacidad, en principio, para imprimir dinero como pueden hacerlo los bancos centrales para pagarle a los ahorristas de un banco en problemas.<sup>27</sup> Decimos en principio porque podría hacerlo bajo la forma de Derechos Especiales de Giro ante situaciones de iliquidez internacional. Sobre este tema volveremos más adelante.

Los comentarios sobre el FMI son también aplicables a los Bancos de Desarrollo Multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en lo que respecta a América Latina) Aquí se aplica no solo el tema de la restricción presupuestaria, sino también otros relacionados con la manera en que estos bancos prestan a los países de menor desarrollo relativo. En particular es preocupante que muchos entiendan que prestar para el desarrollo o la pobreza es financiar proyectos específicos, en lugar de aplicar parte de los recursos para contribuir activamente a resolver una crisis con sus implicancias en términos económicos y sociales. El tema de los Bancos de Desarrollo Multilaterales excede el objetivo de este documento y por ende debe ser analizado en un contexto más amplio referido a la nueva arquitectura financiera internacional.

Antes de discutir que es lo que implica la existencia de restricciones presupuestarias en cuanto a la necesidad de involucrar al sector privado en casos donde existan dificultades para hacer frente a las obligaciones de la deuda, permítasenos hacer un último comentario respecto de la conveniencia de utilizar recursos de los organismos internacionales de crédito para realizar operaciones de rescate.

Teniendo en cuenta que los recursos de los organismos internacionales de crédito provienen básicamente de los países desarrollados, se ha argumentado que los contribuyentes de esos países no tienen por qué pagar por estas operaciones de salvataje. Sin entrar a discutir respecto de la equidad de tales planteos, sería conveniente evaluar cuales son los beneficios económicos para los contribuyentes de los países desarrollados de los paquetes de rescate.<sup>28</sup> Esa evaluación debiera tomar en cuenta no sólo quienes son los tenedores de los bonos sino también, y muy especialmente, cuál es su impacto sobre el nivel de actividad económica internacional y, por lo tanto, sobre los países desarrollados.<sup>29</sup> Más allá de ello, queda por evaluar cuál ha sido el aporte directo de los contribuyentes de los países desarrollados. Al respecto, la primera consideración es que el nivel de mora de los préstamos de organismos internacionales es cercano a cero, por lo que es difícil argumentar que los mismos han generado un costo para los países desarrollados. Tampoco este costo aparece cuando se considera la tasa de interés de los mismos, ya que ella es algo mayor a la tasa de endeudamiento del mundo desarrollado.

Por su parte, las consideraciones respecto al subsidio implícito en una tasa que generalmente es bastante inferior a la de mercado para los países que reciben la ayuda, tampoco parecen relevantes, ya que los préstamos de los organismos internacionales de crédito tienen la condición de crédito privilegiado y, por ende, su tasa de interés no es comparable con otras obligaciones que

---

<sup>27</sup> Excepto cuando los países tienen un sistema de convertibilidad o están dolarizados. Aún en este caso existe la posibilidad de cobrar un impuesto a las entidades del sistema. Además, si estos recursos están bajo la forma institucional de un sistema de garantía de depósitos, el fondo de garantía puede tomar prestado en un caso de emergencia.

<sup>28</sup> No parece correcto hablar de equidad focalizando la misma solamente en estos casos. En todo caso debiera considerársela en un contexto más amplio donde, entre otras cosas, sería interesante discutir respecto de la equidad de las políticas agrícolas de los países desarrollados.

<sup>29</sup> Si estos paquetes de ayuda mejoraron la situación de Brasil, México y el sudeste asiático, es evidente que ello repercutió en mayores exportaciones hacia esos países y en mayores beneficios de las empresas de capital extranjero, básicamente originarias del mundo desarrollado.

no gozan de esa preferencia. Por lo tanto, el argumento de que el costo lo pagan los contribuyentes de los países desarrollados es más que cuestionable.<sup>30</sup>

Por otro lado, algunos han llegado a sostener que el verdadero problema de estos paquetes de ayuda es que el costo lo pagan los países endeudados y, teniendo en cuenta la estructura tributaria regresiva que caracteriza a la mayoría de estos países, en particular los sectores de menores ingresos (entre otros, Meltzer Commission, 2000 y el Informe UNCTAD, 2001). Este argumento es, al menos, debatible. El sostener que los paquetes de ayuda de los organismos internacionales sin una participación activa del sector privado afectan negativamente a los países receptores tiene implícito un supuesto discutible, como es que el nivel de actividad económica de los próximos años sería al menos igual en el caso de una reestructuración de la deuda que en el caso de un paquete de ayuda internacional sin participación compulsiva del sector privado. Ese sería el caso si no existen costos asociados a una reestructuración de la deuda, pero la experiencia internacional no muestra que ese sea el caso. Por lo tanto los costos de la reestructuración deben de ser evaluados respecto de los costos de no tener una quita en la deuda. La conclusión de este análisis dependerá sin duda de cual sea la posición inicial. Desde ya que los casos extremos aparecen, como siempre, más fáciles de analizar.

En una situación donde el país tiene claros problemas de solvencia que no pueden ser solucionados sin una quita de la deuda, es claro que demorar esta solución tendrá efectos negativos sobre la tasa de crecimiento del país en cuestión. En el otro extremo, si lo que enfrentamos es una situación pura de iliquidez, es evidente que el paquete de ayuda es claramente más eficiente. Teniendo en cuenta que la mayoría de las veces es difícil definir si estamos frente a un problema de liquidez o solvencia y, lo más probable, es que estemos en presencia de un caso donde ambos elementos estén presentes, el tema merece ser debatido “caso a caso”, para evaluar si los países involucrados hubiesen estado mejor reestructurando o sin reestructurar su deuda. Por ejemplo, en los casos de México, Brasil y Corea, ¿estos países estarían hoy mejor si en el momento de la crisis hubiesen recibido un paquete de ayuda menor y por ende hubiesen reestructurado la deuda? Nos parece que, al menos en estos países donde el paquete de ayuda fue exitoso, la respuesta es que no. Por otra parte, la evaluación desde el punto de vista del bienestar internacional, debería también considerar el efecto que una reestructuración compulsiva de la deuda puede tener, por “efecto contagio”, sobre otros países deudores.

De cualquier manera, la existencia de “restricciones presupuestarias” en los organismos internacionales de crédito agrega un elemento indispensable a la discusión. Si más allá de la razonabilidad de ciertos paquetes de ayuda, no existen recursos disponibles ni la voluntad de los países desarrollados de aportarlos, las propuestas deben incorporar esta restricción. La racionalidad debe dar lugar a la necesidad y, por lo tanto, la participación del sector privado puede ser requerida en más ocasiones que lo que puede preverse de la discusión previa. O sea, esta participación además de ser conveniente en ciertos casos donde esté afectada la solvencia, puede ser necesaria en otras circunstancias como consecuencia de la escasez de recursos.

Sea cuál sea el motivo, es evidente que es necesario avanzar en propuestas que, evaluando la experiencia histórica y las particularidades de la realidad actual, permitan de una manera lo menos traumática posible la participación del sector privado en caso de crisis.

---

<sup>30</sup> Ésta es otra diferencia importante entre los paquetes de ayuda en el ámbito nacional y los préstamos internacionales. Efectivamente, muchas veces en el ámbito nacional y con el objeto de evitar una crisis sistémica se puede estar dispuesto a pagar ciertos costos económicos que deben ser afrontados por los contribuyentes. Éste no ha sido el caso de los paquetes de ayuda en el ámbito internacional.



## IV. La experiencia histórica: similitudes y diferencias

---

Las crisis financieras internacionales y los procesos de reestructuración de deuda han sido bastante comunes durante los últimos siglos (C. Kindleberger, 1989, C. Suter 1992).<sup>31</sup> En este documento nos centraremos en la crisis de los años ochenta, que es el último episodio internacional de reestructuración de la deuda soberana, en el que, además, estuvo involucrada una parte sustancial de la deuda de los países emergentes. La cesación de pagos comenzó con México en 1982 y en los doce meses subsiguientes doce países de la región entraron en acuerdos de reprogramación con sus bancos acreedores. Lo que resulta sorprendente de ese período es que, con el desencadenamiento de la peor crisis financiera internacional desde 1930, no proliferaron los atrasos en los intereses. Ello se debió a un papel muy activo de las autoridades de los países centrales que lograron que los bancos comerciales fueran reprogramando la deuda sin que aparecieran inicialmente importantes atrasos en los pagos.

Sin embargo, a partir de 1984 cada vez menos países participaron de las reprogramaciones, por lo que el monto de atrasos comenzó a aumentar sensiblemente.<sup>32</sup> Durante todo este período se sucedieron moratorias formales con otras de hecho, donde si bien eran conocidos por todos los problemas en los pagos de los países de la región, los bancos comerciales mantuvieron, durante un tiempo

---

<sup>31</sup> Para la cesación de pagos en América Latina en la crisis de los años treinta, véase Economic Commission for Latin America and Caribbean (1965), en particular el capítulo 2.

<sup>32</sup> Para una discusión detallada de la moratoria de la deuda de América Latina, véase O. Altimir y R. Devlin (1994).

considerable, la ficción de “normalidad” en los pagos. Ello fue crucial para evitar pérdidas contables que hubieran sido difíciles de manejar. Tal como señalan Altimir y Devlin (1994) recién en 1987, la acumulación de atrasos y la moratoria formal de Brasil llevó a los bancos a aumentar sensiblemente sus reservas.

Citicorp encabezó la tendencia y en mayo de 1997 anunció que aumentaría esas reservas en un 150%. Los bancos americanos agregaron, en el segundo trimestre de 1997 \$US 21 000 millones a las reservas para pérdidas por préstamos correspondientes a la deuda de los países en desarrollo. Como consecuencia de ello en ese trimestre registraron una pérdida de \$US 11 000 millones.

## A. Principales rasgos

En lo que sigue se pasa revista a las características más importantes de esa experiencia:

1. La cesación de pagos incluyó a muchos países de forma casi simultánea.

2. Como consecuencia de malas políticas macroeconómicas y de inadecuadas políticas de crédito de los grandes bancos comerciales que fueron potenciadas por el fuerte aumento de las tasas de interés en Estados Unidos a comienzos de los años ochenta, los países involucrados enfrentaban problemas de solvencia que se reflejaban en fuertes desequilibrios en el balance de pagos y en las cuentas públicas. Los problemas en las cuentas públicas fueron, en la mayoría de los casos, el resultado de grandes devaluaciones que llevaron al sector público a hacerse cargo, de una u otra manera, del endeudamiento en dólares del sector privado.

3. Al inicio de la crisis muchos bancos importantes del mundo desarrollado, y en particular de los Estados Unidos, tenían seriamente comprometido su patrimonio con los préstamos a países con problemas.<sup>33</sup>

4. Hubo intervenciones coordinadas del FMI y de las principales autoridades económicas de los países desarrollados y en particular del Gobierno de los Estados Unidos de América (Departamento del Tesoro y Reserva Federal).

5. La resolución definitiva de la crisis demoró alrededor de ocho años (1982-1990)

6. Durante el período de la negociación, los países involucrados tuvieron una muy baja tasa de crecimiento.

En síntesis, se puede afirmar que esta cesación de pagos alcanzó a varios países y comprometió seriamente el patrimonio de varios bancos internacionales. La posibilidad de una crisis financiera en Estados Unidos incentivó la participación de importantes figuras del gobierno americano. Sin embargo, la solución llegó con bastante demora y ello tuvo un efecto devastador sobre las economías de la región. Quizás la mejor síntesis de ese período es que mientras la negociación fue vista como un éxito por los líderes de los países desarrollados, y en particular por los de Estados Unidos, ya que evitó una crisis financiera en esos países, un sentimiento bastante distinto es el prevaleciente en América Latina como consecuencia de la baja tasa de crecimiento de la década.

Más allá de lo que puede aprenderse de esa experiencia, el contexto actual muestra diferencias importantes con ese período. Algunas de estas diferencias son las siguientes:

---

<sup>33</sup> Para una interesante evaluación de las razones que llevaron a los bancos acreedores a esta situación, como así también a su papel durante el proceso de negociación, véase R. Devlin (1989).

1. Los bancos comerciales siguen siendo importantes prestamistas para los mercados emergentes, pero la mayoría de sus préstamos está orientado al sector privado y sólo una parte menor corresponde a préstamos a los gobiernos.

2. La mayoría de la deuda soberana es comercializada en los mercados de capitales y no por los bancos comerciales. Por otra parte, la deuda soberana constituye una mínima fracción del total de activos de los principales poseedores de la misma. Ello es el producto de cambios en la tecnología y en la organización de los mercados, pero particularmente de la mejora en la diseminación de la información, que durante los últimos años ha reducido considerablemente la tradicional ventaja de los bancos con relación a este tema. Como consecuencia de ello, los interlocutores son menos identificables, su patrimonio no depende crucialmente de la suerte de un país determinado y no es relevante mantener una relación de largo plazo con los países, como puede ser el caso de los bancos.

3. Como consecuencia del aumento de los movimientos de capitales privados, en la actualidad la deuda soberana es mucho menos importante que en el pasado. Es decir, hoy día el sector privado de los países emergentes tiene una participación sustancialmente mayor que en el pasado en el flujo de capitales privados.

4. En los últimos años ha habido una participación masiva de los organismos internacionales de crédito con el objetivo de evitar una cesación de pagos en varios países.

5. Se han desarrollado relaciones complejas entre los actores de los mercados internacionales y entre aquellos operando en los mercados domésticos. Estas conexiones reflejan la globalización de los mercados internacionales y pueden ser determinantes para medir las reacciones de los mismos. En particular, en un mundo más interdependiente, las situaciones de incertidumbre se propagan más rápidamente y por distintos canales.

## B. Algunas lecciones

De los puntos precedentes se desprende lo siguiente:

1. Una renegociación de la deuda no produciría una crisis financiera en el mundo desarrollado como hubiese sido el caso en la década del ochenta. De allí surgen dos consecuencias. La positiva es que ello permitiría una negociación más acelerada que en los años ochenta, ya que una quita no resultaría en problemas de solvencia, tanto en el sistema bancario como en los distintos fondos que mantienen una parte importante de los bonos de los países emergentes. La consecuencia negativa consiste en que las autoridades de los países desarrollados no están tan involucradas en una eventual renegociación como lo estuvieron en la década del ochenta. Una excepción es la ayuda especial a Turquía en junio del 2001, que parece haber estado influida por el efecto que una eventual cesación de pagos tendría sobre los bancos europeos, en especial los alemanes, y por la posición geopolítica de este país.

2. La renegociación aparece como más compleja teniendo en cuenta la menor capacidad de persuasión moral de las autoridades de los países desarrollados sobre los acreedores de la deuda soberana.<sup>34</sup> Ello es resultado que la capacidad de persuasión es mayor sobre las entidades financieras que sobre los distintos fondos que mantienen deuda de los países emergentes o sobre los inversores privados.

---

<sup>34</sup> La persuasión moral sobre los acreedores no es nueva. Ya en 1890, en la crisis de Baring, el gobernador del Banco de Inglaterra ejercía una fuerte dosis de persuasión moral que llegó a la amenaza de cerrar un banco que cortó las líneas de crédito comerciales a otros países de América (B. Eighengreen y P. Temin 1997).

3. También deben tenerse en cuenta las dificultades adicionales que genera la mayor atomización de los acreedores para coordinar una renegociación. Más allá de las cláusulas específicas de los instrumentos de deuda, que serán discutidos más adelante, la existencia de relativamente pocos acreedores aumenta sustancialmente las posibilidades de acuerdos. De cualquier manera, si bien ésta parece una complicación seria, no debiera ser vista como insoluble. En primer lugar, no es tan cierto que la negociación de la deuda en la década del ochenta fuera sencilla; de hecho existían cientos de bancos, muchos préstamos sindicados con distintas características y además hubo varias demandas judiciales. En segundo lugar, la experiencia de los últimos años ha mostrado que es posible reestructurar la deuda en bonos de varios países, aunque al mismo tiempo se debe reconocer que los países involucrados son relativamente pequeños y por lo tanto el monto de la deuda reestructurada también lo era. En otras palabras, las actuales características de los mercados de capitales generan dificultades sustanciales para una discusión ordenada con los acreedores, aunque esas dificultades no aparecen como insalvables.

4. Las complejas interacciones de los mercados de capital en la actualidad aumentan las posibilidades de contagio, ya sea a otros deudores dentro del país con dificultades, como a otros países. Ello, como consecuencia de que la ausencia de instituciones financieras como prestamistas importantes reduce la capacidad de evaluación del riesgo y, por lo tanto, aumenta la posibilidad de comportamientos tipo manada.

En particular, una cesación de pagos relacionada con la deuda soberana afectaría el financiamiento del sector privado en los países emergentes y, por lo tanto, involucraría a sus acreedores, entre ellos al sector financiero de los países desarrollados. Se podría pensar que ello mejoraría el proceso de coordinación, dado que los acreedores serían en ese caso los bancos. Sin embargo, ello no es así porque no existe la posibilidad, y tampoco es conveniente, de una negociación conjunta del sector privado del país emergente. Es decir, salvo coordinar con los bancos un período de espera en el pago de la deuda privada —a través del control de cambios o mecanismos similares— es imposible pensar a las distintas empresas del sector privado con problemáticas y solvencia bastante diferente como un todo homogéneo. La excepción es, como se discute más abajo, la probable necesidad del gobierno de coordinar los problemas de liquidez.

## V. La propuesta oficial y la del sector privado

---

### A. La doctrina oficial

De la mano de la crisis de la deuda del sudeste asiático y luego de la crisis rusa, la necesidad de una participación activa del sector privado en la resolución de los problemas de la deuda ocupa un lugar destacado de las discusiones de los países desarrollados y especialmente del gobierno americano. El Grupo de los Siete (G-7) considera por primera vez el tema en su reunión de junio de 1999 en Alemania.<sup>35</sup> Allí se establecen cinco principios que pueden ser resumidos de la siguiente forma:

1. La resolución de las crisis no debe ser vista como un menor compromiso de los países para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma.
2. Los acreedores no deben creer que la ayuda oficial los protegerá de situaciones adversas (riesgo moral)
3. La participación del sector privado puede servir para reducir la cantidad de financiamiento requerida al sector oficial. Esta participación debe, sin embargo, ser evaluada teniendo en cuenta su efecto sobre la capacidad del país de atraer nuevas inversiones y el efecto que ello pudiera tener sobre otros países.

---

<sup>35</sup> Véase el documento final de la reunión Report of G-7 Finance Ministers to the Koln Economic Summit (1999).

4. Ninguna categoría de deuda privada debe tener privilegio sobre otras.

5. En la medida de lo posible, sería conveniente que la participación del sector privado se obtenga mediante un esquema voluntario acordado entre el país deudor y sus acreedores.

En las consideraciones posteriores se enfatiza que lo que se establece es un marco general que debiera servir para esas negociaciones, pero que la aproximación al problema debe de tomar en cuenta las particularidades de cada caso. Es decir, se establece que el criterio a seguir debiera ser el de analizar “caso a caso” a diferencia de establecer una regla general. Sin embargo, la excesiva discrecionalidad ha sido discutida recientemente por el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra, quienes sostienen que es necesario establecer reglas más estrictas en cuanto al monto del acceso a los recursos del FMI que las que se han observado en los últimos paquetes de ayuda.<sup>36</sup>

Respecto de las herramientas a utilizar para llegar a soluciones razonables, se enfatiza que la ayuda oficial debe de estar relacionada a los esfuerzos que realice el país para conseguir la participación del sector privado. Se establece también que, en circunstancias excepcionales, puede ser apropiado que el FMI preste a un país con atrasos en sus pagos si el país está trabajando en buscar una solución cooperativa con sus acreedores. Asimismo, se autoriza al país en dificultades a imponer controles de cambios como parte de la suspensión de pagos. El mencionado documento del Banco de Canadá y del Banco de Inglaterra enfatiza la conveniencia en ciertos casos de usar un periodo de espera en los pagos para evitar comportamientos “oportunistas” de los acreedores privados. Por último, es importante señalar que el G-7 delega la profundización y operatividad del esquema en el FMI.

Poco es lo que han agregado las reuniones posteriores del G-7 en los aspectos sustanciales de esta problemática. Hay un intento liderado por el FMI, que recibe la aprobación del G-7, por establecer algunos criterios tendientes a reducir la discrecionalidad asociada a la idea de “caso a caso”. En este sentido se establece que la acción, en cada situación particular, estará relacionada con la evaluación del FMI respecto a la capacidad de pago futura y las perspectivas de acceso a los mercados y se establecen criterios para facilitar esta evaluación.

Además de ello, el FMI ha estado trabajando en algunos mecanismos para facilitar la renegociación de la deuda con el sector privado.<sup>37</sup> Antes de evaluar estos mecanismos, veamos brevemente la posición del sector privado respecto de este tema.

## **B. La posición del sector privado**

El avance del sector oficial de los países desarrollados respecto de la necesidad de involucrar al sector privado en situaciones de crisis de la deuda ha llevado a los bancos y a los inversores institucionales en países emergentes a discutir el tema. Si bien no existe un organismo oficial del sector privado que claramente represente los intereses del mismo, ha habido documentos, seminarios y conversaciones informales donde los distintos actores han hecho escuchar su posición.

La misma puede expresarse en algunos principios como los siguientes:

### *1. Organización de acreedores*

Cuando un gobierno se enfrenta con dificultades financieras que pueden concluir en la cesación de pagos debe iniciar un proceso de diálogo con los acreedores afectados. Los acreedores

---

<sup>36</sup> Véase el documento del Banco de Canadá y del Banco de Inglaterra (2001).

<sup>37</sup> Para un informe más amplio de la posición oficial véase IMF (2001b).

privados más relevantes deben conformar un comité (Steering Comitee) que represente a todos los principales grupos de acreedores. Dentro de ese comité, el resto de los acreedores pueden conformar subcomités, a través de los cuales pueden participar en las posturas que llevará adelante el comité en la mesa de negociación con el gobierno (Council on Foreign Relations Working Group (CFR)), (IMF, 2001a). El Institute for International Finance (IIF), (IIF, 2001), pone más énfasis en canjes voluntarios pero acepta la posibilidad de que puedan formarse comités de acreedores.

## 2. *Cooperación del gobierno*

El gobierno debe cooperar con el Comité brindando toda la información relacionada con la situación financiera del gobierno y las alternativas de resolución de la crisis, (CFR e IIF).

## 3. *Asesoramiento profesional*

El Comité y los subcomités pueden concurrir con asesores legales y financieros a las discusiones pertinentes con el gobierno. Los gobiernos deben abonar las remuneraciones de estos asesores, (CFR).

## 4. *Coordinación con el Club de París*

El Club de París y el Comité deben realizar consultas mutuas, que pueden incluir el intercambio de informes sobre la situación económica y financiera del deudor, como así también la discusión sobre cuál puede ser la contribución de los acreedores para la resolución de la crisis, (CFR e IIF). El IIF incorpora también al FMI, el que debe realizar consultas previas con el sector privado antes de actuar.

## 5. *Intercambio de información*

El gobierno debe compartir toda la información disponible con la comunidad inversora, incluso previamente a la conformación del Comité. Si es necesario proteger información confidencial, el gobierno deberá como mínimo suministrar esa información a los asesores profesionales, quienes deberán firmar los acuerdos de confidencialidad pertinentes que le prohíben retransmitir esa información a sus clientes, (CFR e IIF).

## 6. *Participantes de la reestructuración*

Toda deuda con inversores privados y con el Club de París debe estar incluida en la reestructuración, (CFR e IIF).

## 7. *Condicionalidades del FMI y del Club de París*

Los deudores deben determinar, por sí solos, el monto y la forma de la participación del sector privado. Las acciones que puedan ejercer el FMI y el Club de París, influenciando a los deudores a adoptar criterios que le permitan un flujo inmediato de financiamiento, pueden desplazar la implementación de otras alternativas más efectivas que facilitarían el acceso a fondos privados en el corto y mediano plazo, (IIF).

## 8. *Apoyo del FMI a los períodos de espera*

Deben priorizarse los acuerdos voluntarios de espera. En circunstancias extremas, en las que los países pueden verse obligados a imponer unilateralmente períodos de espera, es importante que la sanción no sea impuesta ni apoyada por los organismos oficiales. La aprobación oficial puede tener consecuencias negativas para los mercados emergentes en general, (IIF).

### 9. *Flexibilidad de la ayuda oficial*

El monto necesario de financiamiento oficial no puede determinarse antes de que ocurra la crisis. Por lo tanto, las políticas de préstamo de las instituciones oficiales deben ser formuladas de manera tal de permitir cierta flexibilidad de acuerdo a las circunstancias particulares de cada caso. La importancia sistémica del país involucrado debe ser tenida en cuenta, (IIF).

### 10. *Préstamos en una situación de atrasos en los pagos*

La política del FMI de “prestar en atrasos” puede retardar el retorno a los mercados de capitales y complicar la resolución de la crisis, mientras no sea apoyado por un espectro significativo de acreedores privados del país en cuestión, (IIF).

### 11. *Espera voluntaria para la acción legal*

Los acreedores deben abstenerse de iniciar acciones legales durante el proceso de la renegociación, (CFR).

### 12. *Modificaciones en las cláusulas de los bonos*

En los bonos deben incluirse cláusulas que faciliten la implementación de estos principios, como por ejemplo cláusulas de acción colectiva (requiriendo mayorías del 90%) y enmiendas que permitan la conformación de *trustees* previos a los comités, preferentemente antes de la cesación de pagos, (CFR e IIF).

Si bien no está establecido explícitamente en los principios, existe un consenso general de que el Comité puede facilitar la provisión de nuevo financiamiento si se asegura que el mismo queda excluido del proceso de renegociación. Además, estos principios no priorizan ningún método por el cual la deuda deba ser reestructurada. Por ejemplo, aún en el caso en que los acreedores negocien con el deudor por intermedio del Comité, la reestructuración final puede ser lograda tanto por una oferta voluntaria de canje como por una modificación en los términos originales de los instrumentos de deuda.

## **C. Algunas lecciones**

De estas propuestas se desprende que:

1. Es necesario acordar con los acreedores todos los pasos a dar; en particular se debe consultar desde la cesación de pagos hasta la manera y el monto de la intervención de los organismos internacionales de crédito. Estas propuestas no parecen realistas, en particular el intento de llegar a una solución consensuada respecto del momento y las características de la cesación de pagos, ya que ello podría acelerar la huida de capitales. Sin embargo, parece evidente que ésta es una posición de máxima y lo que se intenta es establecer una mesa de diálogo.

2. El IIF tiene una fuerte aprehensión a la intervención del FMI durante el proceso. La misma se manifiesta en varios aspectos, tales como no apoyar, y mucho menos sancionar legalmente, una cesación de pagos, no condicionar la ayuda oficial a la participación del sector privado y no prestar al país deudor cuando éste haya incurrido en atrasos en los pagos de la deuda. Todas estas posiciones tienden a disminuir la capacidad de negociación del deudor. Es difícil de creer que esta postura del FMI pueda incentivar a un país a entrar en moratoria de la deuda.

3. Hay un cierto consenso en el sector privado respecto a la introducción de cláusulas de acción colectiva. Esta propuesta puede parecer contrapuesta con la oposición a que el FMI tome una posición más activa, por ejemplo prestando en una situación de atrasos en los pagos, ya que en



principio ambas acciones tienden a una negociación más ordenada. La diferencia está en la previsibilidad, un concepto que ha sido enfatizado en todas las discusiones por el sector privado. Desde ese punto de vista —si bien es cierto que estas cláusulas eventualmente aumentan el poder de negociación del deudor al impedir las acciones legales— se puede afirmar que las cláusulas de acción colectiva —que son discutidas en detalle más adelante— aumentan la previsibilidad respecto a los derechos de las partes, al tiempo que permiten a los acreedores sentarse en una mesa para discutir los términos de la reestructuración, evitando de esa manera propuestas unilaterales. A diferencia de ello, el prestar en situaciones de atraso, si bien permite una negociación más ordenada, básicamente fortalece la posición del deudor, hasta un punto poco previsible de determinar de antemano.

4. La opinión de que deben cesar todas las acciones legales en caso de que se haya constituido un comité de los acreedores intenta evitar el problema de los *free riders* y, por lo tanto, es bienvenida. Sin embargo, parece de difícil implementación teniendo en cuenta la cantidad de acreedores.

Hasta ahora, los gobiernos que han debido reestructurar su deuda adoptaron una estrategia diferente a la contemplada por los principios establecidos por el sector privado. En particular, los gobiernos han intentado mantener la iniciativa evitando las negociaciones con grupos organizados de acreedores y, en algunos casos, limitando la disponibilidad de la información. Según los acreedores, ello debiera limitar la posibilidad de los deudores de volver a acceder a los mercados de crédito. Dado que ha pasado poco tiempo desde las reestructuraciones de la deuda, todavía no se ha podido determinar el impacto de estas decisiones en la posibilidad de retorno a los mercados de capitales.

## **VI. Características e instrumentos de la participación del sector privado**

---

En este capítulo se analizan las características que debería adoptar un proceso de reestructuración de la deuda, como así también los mecanismos que podrían facilitar ese proceso. Antes de ello se evalúa las posibilidades y limitaciones de utilizar mecanismos de mercado con ese objetivo.

### **A. Los mecanismos de mercado**

Si el problema que enfrenta el país es de liquidez, es posible pensar en un canje de deuda, donde se ofrezcan papeles de mas largo plazo con el objetivo de recuperar los que vencen en el corto plazo. Este mecanismo permite evitar las dificultades asociadas a una reestructuración compulsiva de deuda, cuando el país no tiene problemas de solvencia. Sin embargo, el canje de deuda en estas circunstancias tiene varias dificultades. La más importante de las cuales es que, dado que el resultado del canje no está asegurado, es bastante probable que las altas tasas de la coyuntura se conviertan en tasas casi permanentes. De esta manera los problemas de liquidez corren el riesgo de convertirse en problemas de solvencia, al tener que asegurar tasas elevados por un largo periodo de tiempo. Un ejemplo obvio es el megacanje argentino de junio del corriente año, el que será analizado en detalle en el próximo capítulo.

Dado esta dificultad, una alternativa puede ser utilizar papeles de la deuda con nuevas características que los hagan más atractivos. El caso más obvio es la posibilidad de canjear papeles sin garantías por nuevos instrumentos que tengan garantías especiales de los países deudores o de los organismos internacionales de crédito. La garantía especial de los países consiste en priorizar el destino de los recursos tributarios o aduaneros al pago de la deuda. Un fondo fiduciario donde estos recursos son depositados antes que ingresen al tesoro nacional puede ser el mecanismo adecuado. El verdadero valor que los acreedores asignan a esta modalidad es algo que todavía no es evidente.

Estas garantías se pueden utilizar para el capital, los intereses o para parte de ellos (garantía rotativa sobre los intereses).<sup>38</sup> El ejemplo evidente es el de los Bonos Brady, que garantizan el capital mediante la compra de un bono americano y parcialmente los intereses.

Una solución de este tipo enfrenta dos problemas centrales:

(i) En primer lugar, los recursos necesarios para las garantías o para recomprar directamente la deuda. Los escasos recursos que los países tienen en un momento de dificultad, o los que consiguen de los organismos internacionales de crédito, son utilizados como financiamiento de corto plazo y difícilmente puedan ser desviados para la consecución de otros objetivos.

(ii) En segundo lugar, la mayoría de los bonos en circulación tienen una cláusula especial (*negative pledge*) por la que se prohíbe que el país otorgue un *status* especial a futuros bonos.<sup>39</sup> Sin embargo, existen algunos resquicios en esos contratos. Por ejemplo, es posible pensar en instrumentar la operación como un préstamo, que no está sujeto a esta prohibición.

Alternativamente, es posible crear un fondo para “propósitos específicos” (*special purpose vehicles*), cuyo activo tenga la forma de préstamos garantizados, y que emita distintos instrumentos que se pueden negociar en los mercados internacionales, convirtiéndose de esa manera en bonos. Estas alternativas legales son el resultado de imperfecciones (*loopholes*) en los contratos de bonos que, en principio, parecen estar disponibles, aunque las mismas imponen algunas restricciones para la operatoria, en especial en relación con el monto de la operación.

Más adecuado que otorgar garantías especiales para los nuevos instrumentos de deuda, es el implementar una operación de recompra. Ésta aparece como la alternativa más directa que no tiene dificultades legales de ningún tipo.<sup>40</sup>

Cualquiera de estas alternativas genera un incentivo para que muchos intenten adoptar una posición de *free rider*, ya que lo mejor que podría pasar es que el costo de la deuda disminuya por un canje exitoso, porque en ese caso aumenta la posibilidad de cobrar las acreencias originales con una mayor tasa de retorno. La manera de reducir el incentivo a comportarse como un *free rider* es lograr que una parte importante de la deuda tenga un *status* especial, de manera tal que los riesgos asociados a mantener obligaciones sin preferencias aumentan considerablemente, ya que las mismas comienzan a tener características de deuda subordinada.

En este sentido, es importante que en caso de utilizarse alguna de las alternativas anunciadas, las mismas puedan ser complementadas con otros canjes de deuda, de manera de reducir

---

<sup>38</sup> Desde ya la disminución de la deuda dependerá de la cobertura de la garantía. Por ejemplo, la garantía rotativa sobre los intereses de la deuda otorgada por el Banco Mundial a Argentina y Colombia tiene un efecto menor sobre la tasa de interés, ya que el capital y gran parte de los intereses no están cubiertos. Es interesante observar que el rendimiento de estos papeles es superior al promedio ponderado de los dos riesgos, es decir, en este caso, el Banco Mundial y el país. Esto estaría mostrando que el mercado para este tipo de operaciones es limitado.

<sup>39</sup> Ésta es una de las tantas diferencias que la deuda de los países tiene respecto de las de las corporaciones. Aquí no hay acreedores con garantías preferidas, con excepción de los organismos internacionales de crédito.

<sup>40</sup> Para que la misma sea efectiva, es imprescindible que la posibilidad esté vigente por un período limitado de tiempo. En otro caso, los tenedores de bonos no venderían porque tienen asegurado un precio mínimo y por lo tanto no tienen riesgo de pérdida, o el mismo se reduce solamente a la tasa de interés. La recompra puede ser instrumentada por el país o por los mismos organismos internacionales de crédito, los que en ese caso podrían revender los bonos al país endeudado facilitándole los recursos para ello.

sensiblemente el monto de las obligaciones reestructuradas y con ello el incentivo de los *free riders*. Una alternativa que puede ser evaluada es una reestructuración semivoluntaria de la deuda mantenida por residentes. La manera de hacerlo es a través de mecanismos regulatorios. Por ejemplo, los entes reguladores de fondos de pensión, bancos y compañías de seguro podrían imponer inversiones o encajes obligatorios en determinados instrumentos cuyo rendimiento esté por debajo de las tasas de mercado. Esta alternativa tiene el problema de que seguramente va a ser evaluada como equivalente a no pagar las obligaciones, por lo que de hacerse en forma aislada tendría la desventaja de bajar la calificación de toda la deuda. Por otra parte, si no incluye otras obligaciones puede darse el caso de que los residentes, que ya sufren el costo de la situación interna, tengan una pérdida patrimonial sin que ello sea suficiente para cambiar las expectativas y con ello mejorar la situación macroeconómica. Sin embargo, si esta operatoria formara parte de un paquete que incluyera garantías nacionales e internacionales y por lo tanto abarcara una parte significativa de las acreencias, la baja de calificación podría verse compensada por la ventaja para el futuro crecimiento del país y, por lo tanto, de su solvencia, de reducir sensiblemente las tasas de interés de la deuda.

En síntesis, existe la posibilidad de que se pueda reestructurar la deuda a través de mecanismos voluntarios y semivoluntarios —en este caso en el mercado local— pero para ello se requiere el otorgamiento de nuevos préstamos o de garantías especiales sobre la nueva deuda. Su principal problema son los recursos necesarios para esa operación, lo que nos lleva nuevamente al tema de las restricciones presupuestarias de los organismos internacionales de crédito.

En la medida en que esos recursos no estén disponibles puede ser necesario recurrir a mecanismos “no voluntarios”. En los siguientes apartados analizaremos en detalle los sectores involucrados en una reestructuración compulsiva de la deuda y cuales son los mecanismos que pueden facilitar la negociación.

## **B. ¿Qué sectores están involucrados en una reestructuración de la deuda?**

La interdependencia de los mercados de capitales hace difícil pensar en la posibilidad de reestructuraciones parciales de la deuda. El ejemplo más obvio es el intento de reestructurar sólo algunos de los bonos existentes (Ecuador en 1999). En ese caso, más allá de violarse ciertos principios de equidad, las cláusulas de los bonos vigentes producirían una “cesación de pagos cruzada” y una “aceleración en los pagos”, es decir, no pagar ciertos bonos llevaría a que los otros bonos o préstamos se entiendan como no pagados y una cantidad mínima de acreedores podría pedir en todos los bonos (y préstamos) el pago inmediato de la totalidad del capital. Por lo tanto, resulta imposible pensar en reestructuraciones parciales de los bonos soberanos.

La afirmación del párrafo precedente debe de ser calificada en lo que se relaciona con los bonos locales. En efecto, en muchos casos los bonos colocados solamente en el mercado doméstico no tienen cláusulas de cesación de pagos cruzada o de aceleración.<sup>41</sup>

Una consideración especial que merece evaluación es la necesidad o no de hacer una distinción entre los bonos en moneda nacional y los bonos en moneda extranjera, o entre residentes y no residentes. Con relación a los bonos en moneda nacional, ha sido argumentado que sus tenedores seguramente tendrán una quita como consecuencia de la probable modificación

---

<sup>41</sup> En el caso argentino existen bonos colocados en el mercado local sin esas cláusulas (*bocones*, bonos, pagarés, *letes*), como así también otros, como los *bontes*, que si se dejan de pagar permite la aceleración de los pagos por parte de los tenedores de bonos internacionales. Sin embargo, lo inverso no es cierto, es decir si se deja de pagar un bono internacional los tenedores de *bontes* no pueden acelerar su pago.

cambiaría que acompañaría la renegociación de la deuda (Roubini, 2000). Por lo tanto, sería aconsejable que la quita asociada a una reestructuración sea inferior para los tenedores en moneda nacional. El argumento tiene una clara debilidad: los bonos en moneda doméstica pagan una tasa de interés alta que supuestamente toma en cuenta el riesgo de devaluación, por lo que las pérdidas asociadas a una modificación cambiaria están, al menos parcialmente, cubiertas. Desde un punto de vista no estrictamente económico, el dar una consideración especial a los bonos en moneda nacional, que usualmente están en poder de los residentes, crearía malestar entre los tenedores extranjeros que dificultaría la negociación.

En lo que respecta a la distinción entre tenedores residentes y no residentes, se ha señalado que los primeros tendrían un “doble ajuste”, ya que a la quita sobre sus tenencias de bonos es necesario agregarle los costos que deberán pagar por el ajuste interno. Si bien ello puede ser cierto, creemos que hacer una distinción en este caso, no sólo generaría malestar entre los no residentes sino que además sería inmanejable en la práctica, dando lugar a todo tipo de operaciones fraudulentas y atentando contra la imprescindible transparencia de la negociación. La única excepción posible son aquellos bonos locales que, como se comentó precedentemente, suelen tener distintas cláusulas legales. En ese caso podría hacerse una distinción que no produciría operaciones fraudulentas. Sin embargo, mas allá de todos los problemas que ello produciría en una mesa de negociación, la distinción implicaría hacer una diferencia entre los residentes dependiendo de que tipo de bonos tienen, lo que no aparece como muy aceptable desde el punto de vista de la equidad. Lo que en todo caso debe evitarse es la tentación de hacer recaer el ajuste entre los residentes, a través de mecanismos de persuasión moral o vía el cambio en las regulaciones en el caso de los tenedores institucionales.<sup>42</sup>

Debe tenerse especialmente en cuenta el efecto que un proceso de reestructuración puede tener sobre el sistema financiero, un tema que, extrañamente, no ha sido considerado en la literatura. Sobre el mismo volveremos en el próximo apartado.

Por otra parte, teniendo en cuenta la importancia de los flujos de capitales privados a países emergentes, resulta difícil pensar en una moratoria sobre la deuda pública sin incluir alguna forma de protección al sector privado del país deudor. Imaginémosnos cuál sería el impacto sobre el financiamiento al sector privado si un país decide interrumpir el pago de su deuda pública. En ese contexto, es difícil pensar, más allá de la solvencia de una empresa en particular, que se renueven los créditos, ya que esa situación es posible que termine en limitaciones al movimiento de capitales y, más aún, en un control de cambios más estricto sobre la cuenta corriente, impidiendo así que una empresa solvente pueda hacer frente a sus obligaciones externas. Alternativamente, una modificación cambiaria tendría un efecto negativo sobre la solvencia de las empresas.<sup>43</sup>

Por lo tanto, una estrategia tendiente a lograr la participación compulsiva del sector privado en la reestructuración —plazo o tasas— de la deuda pública, posiblemente deba ser extendida— en forma parcial —al sector privado.<sup>44</sup> Ello no es lo mismo que decir que las condiciones de ambas reestructuraciones deben de ser equivalentes, ya que un estado de insolvencia del sector público no implica necesariamente una situación similar en el sector privado. Más aún, teniendo en cuenta que la participación compulsiva de los acreedores privados en la negociación de la deuda pública seguramente produciría un problema de liquidez que afectaría al sector privado del país en cuestión, lo que se requiere son soluciones que básicamente tengan que ver con esas dificultades.

---

<sup>42</sup> Argentina a fines de septiembre de 2001 anunció un canje de deuda sólo con residentes, que podría tener este efecto.

<sup>43</sup> La alternativa de liberar el tipo de cambio en una situación de gran incertidumbre produciría una devaluación sustancialmente mayor que la de “equilibrio”, produciendo todo tipo de problemas, por ejemplo, una quiebra bastante generalizada del sector privado endeudado en dólares.

<sup>44</sup> Decimos posiblemente y no necesariamente porque ello dependería de la situación en que se llegara a la moratoria. Si la misma ha sido prevista con suficiente anticipación, es probable que los montos de los préstamos al sector privado sean poco significativos, en cuyo caso, puede no ser necesario introducir un período de espera en las obligaciones del sector privado.

Es decir, el sector público —en negociaciones con el sector privado local— lo único que debería proponer es un tiempo de espera en los pagos, o sea considerar el eventual problema de liquidez. En ningún caso corresponde que el sector público se involucre en discusiones relativas a la solvencia, tema que claramente corresponde a la órbita de negociación del sector privado.

Un tema que requiere de una consideración particular es el origen de las empresas receptoras de los créditos en los países emergentes, ya que la mayoría de ellas posiblemente sea de origen extranjero. Ello implica que, en la mayoría de los casos, sus relaciones con los acreedores exceden los límites nacionales. Por lo tanto, los mecanismos que se utilicen para atender los problemas de liquidez del sector privado en una situación de “pánico” básicamente se aplicarían, al menos de hecho, a empresas de capital nacional. Las empresas extranjeras difícilmente pueden utilizar la no disponibilidad de divisas como un argumento para demorar el pago a sus acreedores.

### C. El impacto sobre los sistemas financieros

Tal como fue mencionado, en la literatura no ha sido considerado el impacto que una reestructuración puede tener sobre el sistema financiero. El interrogante es si es posible mantener la estabilidad del sistema durante el proceso de negociación. El tema es especialmente relevante cuando los títulos públicos son importantes en los activos de los bancos locales y en las operaciones financieras.<sup>45</sup> El impacto patrimonial sobre el sistema financiero, y la consecuente incertidumbre, se vería potenciado por los efectos que la reestructuración seguramente tendrá sobre el nivel de actividad económica y, por lo tanto, sobre la calidad de la cartera de los bancos. La cuestión se complica para aquellos países que han pasado por procesos de reestructuración compulsiva de los pasivos del sistema financiero (por ejemplo, Argentina y Brasil), en los cuales la sensibilidad de los ahorristas es mucho mayor. Por otra parte, la incertidumbre se potencia por la imprevisibilidad de la actitud que adoptará el gobierno en una situación de emergencia, en particular la tentación de lograr financiamiento compulsivo a través del sistema financiero.

De no poderse hacer una distinción entre los bonos mantenidos en el sistema financiero y otro tipo de obligaciones, algo que consideramos inconveniente en el apartado anterior, el interrogante es si es posible pensar en un proceso de reestructuración —plazos o tasas— de los pasivos del sector público sin hacer algo similar con los pasivos del sistema financiero. Al respecto, la experiencia de los años ochenta es que ello fue posible en todos los países de la región, aunque debe tenerse en cuenta que los bonos públicos en la cartera de los bancos privados no eran especialmente relevantes en ese momento.<sup>46</sup> En cualquier caso, creemos que ello debe evitarse por todos los medios, porque una reestructuración conjunta de los pasivos de la deuda pública (y posiblemente un período de espera en la deuda externa privada) y de los del sector financiero, podría producir un efecto deletéreo sobre las expectativas y, por ende, sobre las posibilidades de recuperación futura.

Teniendo en cuenta que muchos bonos están contabilizados a su valor técnico —por lo general superior al de mercado— no es irrelevante si en el caso de que haya una quita, la misma se produce sobre el capital o mediante una tasa de interés por debajo de la de mercado. Si bien el valor actual de la quita es similar, en el primer caso la pérdida patrimonial aparece directamente reflejada en los libros. En el segundo, la misma se produce a través del tiempo y por lo tanto puede ser compensada si la reestructuración mejora las perspectivas de crecimiento futuro.

<sup>45</sup> En el caso argentino, el conjunto del sistema financiero tiene una exposición con el sector público del orden del 18% de los activos totales. Por otra parte, estos pasivos son equivalentes a alrededor de 2.5 veces el patrimonio de los grandes bancos locales.

<sup>46</sup> En el caso argentino los únicos bonos existentes en ese momento (bonos externos) no fueron sujetos a reestructuración. Esos bonos eran garantía de un conjunto de operaciones financieras en el mercado local.

En síntesis, la salud del sistema financiero es un elemento a ser cuidadosamente evaluado en una experiencia de este tipo. Más aún, además de ser computado como uno de los posibles costos de una reestructuración de la deuda, deben preverse mecanismos que ayuden al sistema financiero durante la transición. En otras palabras, teniendo en cuenta que no debiera afectarse a los ahorristas, puede ser imprescindible —dependiendo de la tenencia de bonos públicos en la cartera de los bancos— poner en marcha un mecanismo de subsidio que compense parcialmente el impacto patrimonial y evite una crisis financiera.<sup>47</sup> Además, con el objeto de atender los problemas de liquidez que una situación de incertidumbre puede generar en el sistema financiero, sería importante negociar una ayuda internacional dirigida a ese objetivo. Esta línea debería formar parte de la red de seguridad internacional para casos de reestructuración de la deuda.

## **D. ¿Cómo facilitar la participación del sector privado en situaciones de crisis?**

Más allá de la evaluación que se haga de la conveniencia o no de una renegociación de la deuda, lo cierto es que, una vez adoptada la decisión, es necesario analizar qué mecanismos pueden ser utilizados para hacer esa negociación menos traumática, tanto para el país deudor como para el conjunto de la comunidad internacional. Teniendo en cuenta la diversidad y cantidad de acreedores, hoy es más importante que en el pasado contar con instituciones adecuadas para que la reestructuración de la deuda sea lo menos traumática posible para los distintos actores y en particular para los países deudores. Al respecto, es bastante lo que se ha discutido entre los países desarrollados y, en particular, por mandato de los mismos, en el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, es evidente que ha existido una actitud dual. Por un lado, el G-7 y el FMI han enfatizado la necesidad de facilitar la reestructuración de la deuda y han avanzado en propuestas tales como la necesidad de modificar las cláusulas de los bonos, la creación de un comité de acreedores, el permitir al FMI prestar en situaciones de atrasos en los pagos o hasta la posibilidad de modificar la cláusula constitutiva del FMI de manera de autorizarlo a declarar una “espera” en los pagos de la deuda. Por el otro, la realidad muestra que poco es lo que se ha avanzado en este terreno. En particular, es sorprendente que después de distintos trabajos no se hayan introducido regulaciones en los países desarrollados o incentivos por parte del FMI para facilitar la introducción de nuevas cláusulas en los bonos que faciliten su renegociación.

A pesar de esa posición dual, es evidente que la mayoría de los países desarrollados considera que la reestructuración de la deuda puede ser un instrumento adecuado en ciertas circunstancias. Por lo tanto, es importante que los países que entren en un proceso de reestructuración mantengan informados a los países desarrollados y a los organismos internacionales de crédito, en especial al FMI. La razón es obvia, el apoyo de estos actores puede ser crucial al momento de comenzar las negociaciones con el sector privado.

En lo que sigue se pasará revista a distintas propuestas que han surgido para facilitar la participación del sector privado en un proceso de reestructuración de deuda. Al hacerlo, trataremos de contestar la pregunta de en que medida la creación de instituciones que favorezcan la renegociación de la deuda, y por lo tanto reduzcan los efectos traumáticos sobre el nivel de actividad económica del país deudor y sobre otros países sujetos a contagio, puede afectar el costo del endeudamiento de los países emergentes.

---

<sup>47</sup> La manera de conseguir los recursos para esta operación sería a través de una quita mayor que la necesaria que deje margen para instrumentar el necesario auxilio para el sistema financiero.

## 1. Cláusulas de acción colectiva<sup>48</sup>

Como se mencionara previamente, el anonimato de los acreedores y las dificultades para aplicar métodos de persuasión moral, hacen hoy más necesario que nunca analizar en detalle los aspectos legales de los instrumentos existentes para evaluar en qué medida los mismos dificultan una reestructuración ordenada de la deuda. En este sentido, debe tenerse en cuenta que una parte importante de los bonos emitidos por los países emergentes no tienen cláusulas que permitan la representación de los acreedores con mayorías especiales, sino que en muchos casos se requiere el acuerdo del 100% de los mismos para reestructurar una determinada obligación. A su vez, esos bonos tienen cláusulas de “cesación de pagos cruzada” y de “aceleración” que hacen casi imposible evitar las acciones legales, las que pueden generalizar el incumplimiento a otras obligaciones y requerir el pago del total de la deuda. Asimismo la ausencia de cláusulas de reparto, presente en los préstamos sindicados, incentiva esas acciones legales. De todo ello se desprende que las cláusulas existentes debilitan la posibilidad de establecer acuerdos entre el deudor y los acreedores.

Como consecuencia de los comentarios previos, sería importante poder introducir en los bonos las llamadas “cláusulas de acción colectiva”, que permitirían la posibilidad de representación de los acreedores mediante mayorías especiales, eliminarían las ventajas de acciones legales bajo el principio de que lo ganado en una corte debe de ser distribuido entre la totalidad de los acreedores (cláusulas de reparto) y evitarían la posibilidad de demandar al país por el valor total del bono (cláusulas de no aceleración) Asimismo, siguiendo los consejos del G-10 se debería introducir cláusulas que impidan las acciones legales si no se cuenta con la aprobación de una determinada cantidad de acreedores.

Un problema adicional, es la falta de homogeneidad de las cláusulas incluidas en los distintos bonos que son comercializados en los mercados internacionales. Ello se debe básicamente a las prácticas prevalecientes en la jurisdicción de la ley que rige el mercado en el que los bonos son emitidos. En líneas generales, las cláusulas de representación colectiva no están contenidas en los bonos regidos por la ley del Reino Unido ni en los bonos regidos por la ley de Nueva York. Por su parte, las cláusulas de acción mayoritaria son más comunes en los bonos sujetos a la ley inglesa que en los sujetos a la ley de Nueva York. De manera similar, los bonos regidos por las leyes alemanas y japonesas no contienen generalmente cláusulas de acción mayoritaria, por lo que un cambio en los términos de los pagos requiere una decisión unánime de los acreedores. Las “cláusulas de reparto” son frecuentes en los préstamos sindicados de bancos, pero difíciles de encontrar en las emisiones públicas de bonos (ver anexo<sup>o</sup>1).

Se estima que alrededor de la mitad de la deuda en bonos soberanos, incluida la de los países industrializados, no incluye cláusulas de acción colectiva, y que esta proporción es mayor para los bonos de los mercados emergentes. En el caso Argentino los bonos con estas cláusulas no representan más del 15% del total de bonos en circulación.

El escaso progreso en la introducción más acelerada de estas cláusulas por parte de los países emergentes se explica, al menos parcialmente, por lo que podríamos denominar un problema de coordinación. En efecto, más allá de las bondades de las nuevas cláusulas, es evidente que el primer país que intente introducirlas en todas sus nuevas emisiones, deberá enfrentar algunas dificultades por el hecho de que puede ser visto por los mercados como una preparación de ese país para una futura negociación con los acreedores. Las consecuencias en término de aumento de la tasa de interés son más que obvias. Con el objeto de evitar que un determinado país sea visto como avanzando en forma unilateral en el tema, se requiere una tarea de coordinación que elimine esta percepción. Una manera de hacerlo es mediante regulaciones en los países desarrollados que prohíban la comercialización de nuevos bonos sin estas cláusulas. Asimismo, y relacionado con

<sup>48</sup> Véase anexo 1 para la descripción de las principales cláusulas, e IMF (1999b) para ver la posición oficial al respecto.



esas regulaciones, sería conveniente que los países desarrollados emitan bonos con estas cláusulas, de manera tal que no sean solo los países emergentes quienes lo hagan. Si bien esta posibilidad ha sido sugerida por los países desarrollados, sólo Canadá y el Reino Unido han comenzado a incluirlas en las nuevas emisiones de bonos. En forma complementaria, el FMI podría introducir esta condicionalidad en sus operaciones de préstamo, de manera tal que todos los países en esa condición estén obligados a emitir bonos con estas características. En ese contexto, los países emergentes podrían argumentar que es una condición que les ha sido impuesta.

Una complicación adicional es que esas cláusulas pueden aplicarse a los nuevos bonos pero no a los existentes. Por lo tanto, el cambio en las cláusulas contractuales puede demorar hasta 30 años —plazo de muchos bonos— haciendo que este mecanismo resulte de poca utilidad. Una posibilidad es intentar un canje de los bonos existentes por nuevos bonos con estas características. Teniendo en cuenta la magnitud de la operación sería difícil pensar que la misma puede llevarse a la práctica en un período reducido de tiempo. Sin embargo, éste es el único mecanismo posible si se quiere avanzar con esta propuesta en un período relativamente breve —de cualquier manera medido seguramente en años.

El otro tema relevante es el relacionado con el costo de la deuda con estas nuevas cláusulas. O sea, aún superado el problema de coordinación, sería razonable suponer que la nueva deuda tendría un costo mayor, ya que, al facilitar su renegociación, disminuiría los costos del incumplimiento contractual para los deudores. En la actualidad, existen algunos estudios empíricos que dan una idea de lo que podría pasar en una situación de ese tipo. Barry Eichengreen ha realizado varios trabajos empíricos mostrando el efecto que tendría sobre el riesgo país la introducción de estas nuevas cláusulas (Eichengreen, 1999, y Eichengreen-Mody, 2000). Sus conclusiones son que éstas aumentarían la tasa de interés para países con un costo inicial alto de su deuda, mientras que lo bajaría para aquellos con mejor acceso a los mercados. La explicación que da el autor de este resultado es la siguiente: para los países con riesgo elevado la introducción de estas cláusulas eleva el riesgo aún más, porque se las visualiza como facilitando una reestructuración de la deuda que, según la opinión de los mercados, ya es probable. El efecto inverso se da en el caso de los países con bajo riesgo —aunque el coeficiente tiene un test de aceptación algo menor— porque, en ese caso, las posibilidades de incumplimiento son escasas y lo que las nuevas cláusulas vendrían a asegurar es que, en una situación imprevista, existen mejores condiciones para una conversación ordenada con los acreedores.

Los resultados muestran que para los países con más alto riesgo el encarecimiento sería muy significativo (150 puntos básicos), en especial si se los compara con la reducción de la tasa de interés de los países de menor riesgo (53 puntos básicos).<sup>49</sup> Los resultados parecen razonables en el caso del aumento de la tasa de interés para los países con dificultades, aunque, si la diferencia es de esa magnitud, resulta extraño que los países con algunos de estos bonos en el mercado no traten de cambiarlos, a través de esquemas voluntarios, por otros de menor costo. Por su parte, la reducción de la tasa de interés para los países menos riesgosos es más dudosa, ya que salvo que la cláusula estuviera incluida en todos los bonos del país emisor es difícil pensar que ello permitiría una negociación más ordenada. Es decir, si éstos bonos representan, por ejemplo, menos del 50% de la deuda sujeta a reestructuración, no es evidente porque ello habría de facilitar una reestructuración de la deuda, en particular teniendo en cuenta la existencia de cláusulas de “cesación de pagos cruzada”. Sin embargo, a favor de esa explicación debe tenerse en cuenta que en la actualidad una parte importante de los acreedores privados favorece la introducción de estas cláusulas en las nuevas obligaciones de los países emergentes.

De cualquier manera, estas conclusiones muestran que, en principio, más allá de las dificultades prácticas, la introducción de las nuevas cláusulas deteriora sustancialmente la posición

---

<sup>49</sup> Cuando se considera sólo el caso de la deuda soberana, el efecto es similar (+130 y -53).

de las economías con dificultades, lo que es una explicación adicional de por qué los países no han tomado una acción más activa en este campo.

Si bien puede resultar razonable que los países paguen algo más por la posibilidad de tener una eventual reestructuración más ordenada de su deuda —sería como un “seguro” especial para el caso de reestructuración— el costo aparece como elevado. En el caso de la Argentina, que ha sido el principal emisor de bonos en los mercados internacionales durante los últimos cinco años, ello implicaría alrededor de \$US 1 500 millones por año, o sea alrededor de 0.5% del PBI. Por lo tanto, es improbable que los países estén dispuestos a incurrir en estos costos si no existe una presión internacional que coordine estas acciones.

El otro tema relevante es el tiempo que requeriría una renegociación de la deuda. Por lo tanto, el interrogante es en qué medida la introducción de cláusulas de acción colectiva afecta el tiempo de la negociación. La creación de un comité de acreedores mediante el voto de la mayoría nos remite a la experiencia de los años ochenta, en la que la negociación fue muy prolongada. Sin embargo, tal como mencionáramos en el capítulo IV, esa experiencia no es directamente extrapolable, ya que en ese entonces una solución rápida podría haber afectado la solvencia de varias instituciones financieras del mundo desarrollado que no tenían las provisiones adecuadas. A diferencia de ese entonces, los grandes fondos que mantienen papeles de los países emergentes ya tienen contabilizada una parte importante de las pérdidas como consecuencia de la caída en el precio de los bonos, y ninguno de ellos vería fuertemente afectada su solvencia por la reestructuración de la deuda de un país emergente. Sin embargo, esta afirmación debe ser ponderada por el efecto que una determinada negociación puede tener sobre el precio de los papeles de otros países. En particular los tenedores de bonos se pueden enfrentar al siguiente dilema: si bien una negociación rápida permite terminar con el problema del país en cuestión y los consecuentes “ruidos” que ello ocasiona en el mercado, en la medida en que la misma sea relativamente beneficiosa para el deudor ello puede disminuir el “disciplinamiento” para los otros países; en especial el tema del tiempo es crucial para cualquier deudor, ya que durante la negociación los mercados permanecerán cerrados y el sistema financiero se verá afectado, con el consecuente impacto sobre el nivel de actividad económica. Es decir, a pesar de que los temas patrimoniales no son tan complicados como lo fueron en los años ochenta, puede haber distintas opiniones entre los acreedores que, entre otras cosas, dependerán de la importancia del país deudor en el total de su cartera. A su vez, debe tenerse en cuenta que la existencia de muchos más acreedores que en la década del ochenta puede hacer más difícil el acuerdo entre ellos.

En síntesis, si bien la experiencia de los años ochenta con los comités de acreedores no es extrapolable y todo hace pensar en una negociación bastante rápida, deben considerarse los problemas asociados a la mayor cantidad de inversores y sus distintas percepciones del impacto de esa negociación sobre el resto de los países emergentes. Para reducir el impacto de una negociación prolongada, J. A. Ocampo (2001) sugiere que la misma debe darse en un periodo acotado de tiempo, después del cual un panel independiente o una autoridad internacional debe determinar las características de la reestructuración. Esta alternativa es razonable desde un punto de vista conceptual, pero se asemeja a los problemas asociados a la creación de una corte internacional. Tal como señala Eichengreen (1999) parece imposible que los países que no se han puesto de acuerdo para dotar al FMI del poder de declarar un periodo de espera en los pagos, estén dispuestos a aceptar los designios de un tribunal internacional que decidiría sobre la suerte de los acreedores y que, además, no tiene poder para embargar los bienes del país deudor.

Con respecto a la evidencia reciente, resulta difícil evaluar cuáles fueron las consecuencias directas de la presencia o no de cláusulas de acción colectiva. En efecto, parecería que el éxito de las reestructuraciones estuvo mucho más vinculado con las condiciones financieras favorables de las ofertas de canje que con la posibilidad de utilizar estas cláusulas. Además, en la mayoría de los

casos, los países involucrados en procesos de reestructuración tenían sus pasivos en manos de unos pocos acreedores muy expuestos y, por lo tanto, con voluntad de negociación. De hecho, los bonos de Pakistán que fueron reestructurados poseían cláusulas de acción colectiva, pero las autoridades de ese país no tuvieron la necesidad de utilizarlas; mientras que, en el caso de Ucrania, podría decirse que estas cláusulas se invocaron sólo por una cuestión de mera formalidad, ya que el gobierno había llegado a un acuerdo con la gran mayoría de los acreedores previamente a la convocatoria formal con la totalidad de los mismos. Sin embargo, no puede descartarse que las mismas hayan servido para obtener una mejor respuesta de los inversores a las propuestas del gobierno.

De todo lo dicho precedentemente, se puede concluir que la introducción de cláusulas de acciones colectivas mejora las condiciones de renegociación de la deuda para el país deudor. Sin embargo hay ciertos costos que es necesario evaluar. Entre ellos, el más importante es el eventual costo financiero para los países en mayores dificultades. Esto hace difícil que los países emergentes lleven adelante una acción muy agresiva en este campo, al menos que la misma sea impuesta por los países desarrollados y el FMI. Esta eventual imposición, al coordinar acciones y evitar por lo tanto las “sospechas” sobre los países que avancen decididamente en este campo, tiene la ventaja de que puede reducir el impacto sobre los costos financieros de la inclusión de las cláusulas mencionadas.

De cualquier manera, el limitante más importante para que estas cláusulas se conviertan en usuales en el total de bonos emitidos por los países emergentes, y por lo tanto relevantes para cualquier reestructuración, es el plazo promedio de la deuda actual. Por más que a partir de ahora todas las nuevas emisiones de los países emergentes las incluyen y que se piense en avanzar a través de canjes voluntarios para rescatar deudas emitidas en el pasado sin esas cláusulas, deberán pasar algunos años para que sean un instrumento de utilidad en la reestructuración de deuda de los países medianos y grandes. En ese contexto, cobra especial relevancia la experiencia de Ecuador con la utilización de “cláusulas de salida” (véase anexo 2), en la negociación de su deuda. Este procedimiento puede en principio utilizarse en las reestructuraciones de los bonos regidos por la jurisdicción de Nueva York, ya que las cortes en Estados Unidos han permitido su utilización en litigios que involucraron a bonos del sector privado. Por lo tanto, es probable que en futuras reestructuraciones de deuda los países pueden utilizar una combinación de instrumentos, o sea “cláusulas de salida” en bonos regidos por la jurisdicción de Nueva York, “cláusulas de acción colectiva” en otros bonos que las incluyan y la jurisdicción nacional para bonos emitidos básicamente para residentes. Por último, vale la pena resaltar que si bien la experiencia muestra que, hasta el momento, lo relevante es la característica de los bonos ofrecidos en canje, es necesario un marco legal adecuado para que el país deudor tenga capacidad de negociación.

## **2. Cláusulas de renovación automática de los préstamos**

Se ha sugerido que los problemas de liquidez pueden ser abordados con la introducción de una cláusula en todas las obligaciones, privadas y públicas, de corto y largo plazo, denominadas en moneda extranjera (Buitter y Sibert, 1999), que establece que todas las obligaciones podrían ser automáticamente renovadas por un determinado plazo. Para reducir los problemas de riesgo moral, la tasa de la renovación debiera tener una penalización y la renovación debiera ser por una sola vez. No es evidente que el aumento de la tasa de interés sea efectivo para reducir el riesgo moral de un país, aunque sí lo sería el que la renovación sea por un período limitado y breve de tiempo. Por otra parte, pueden aparecer problemas de selección adversa, ya que el prestamista pensaría que sólo aquellos con un alto riesgo estarían dispuestos a pagar la tasa con penalidad, lo que reduciría la oferta de fondos, ya que no habría tasa de interés que compensara el riesgo a tomar. Para ello se sugiere que esta cláusula sea obligatoria en todo instrumento de deuda externa.

Obviamente esta cláusula no tiene por qué ser sustituta de las de acción colectiva. En todo caso, aparece claramente como complementaria de las mismas.

Teóricamente, esta medida es óptima para una situación “pura” de iliquidez. Pasado el tiempo de la renovación, el país debería estar en condiciones de hacer frente a sus obligaciones, para lo cual no debiera haber dificultades por definición. Sin embargo, en el caso de problemas de solvencia, lo que se estaría incentivando es el mantenimiento de políticas inadecuadas, de la misma manera que cuando las autoridades monetarias le prestan a una entidad con problemas de solvencia. En especial, debe tenerse en cuenta que, en este caso, no hay condiciones de ningún tipo, por lo que no es evidente que ante una situación en que esté afectada la solvencia se tomarán medidas para solucionarla, como sería el caso —al menos teóricamente— cuando hay un programa con el FMI.

El problema derivado de la ausencia de medidas de ajuste podría resolverse si la renovación de los créditos es resuelta por el FMI en el contexto de un programa con el país. Esta solución tiene la complicación, como se discute en el siguiente apartado y más allá de los juicios que puedan hacerse sobre la calidad de la decisión del FMI, de que la misma podría producir una situación de corrida sobre el país que comienza negociaciones con ese organismo.

Sin embargo el principal inconveniente de esta medida es la dificultad de definir cuál es una situación de iliquidez y cuál una de insolvencia. Tal como fue discutido en el capítulo II, en la mayoría de los casos es difícil hacer una distinción precisa por los problemas de información. Como consecuencia de ello, sumado a la existencia de aversión al riesgo, es razonable que cuando termine el período de renovación automática haya un fuerte sesgo a retirar el financiamiento del país en cuestión. Quizás aún más grave, la imposición de estas cláusulas en todos los contratos puede producir una parálisis en el financiamiento internacional que claramente afectará en mayor medida a aquellos países que son percibidos como más riesgosos.

En síntesis, si bien la propuesta es ingeniosa, entendemos que puede traer mayores problemas que soluciones y, probablemente, genere una situación de fuerte iliquidez para los países más frágiles. Además, tiene el inconveniente de toda regla en el plano financiero: puede incentivar una corrida al menor indicio de dificultades.

### 3. Período de espera (*standstill*)<sup>50</sup>

El establecer un período de espera en los pagos tiene la ventaja de reducir la salida de capitales en el corto plazo y, por lo tanto, el drenaje de divisas ante una situación traumática en el sector externo de la economía. Sin embargo, las características de este período de espera pueden ser bastantes diferentes de acuerdo a que el mismo sea consensuado con los acreedores o establecido unilateralmente por el país deudor. Asimismo, está la posibilidad de que el mismo sea sancionado por la comunidad financiera internacional, generando un mecanismo de protección desde el punto de vista legal para el país en dificultades.

Por otra parte, el período de espera puede significar una suspensión de pagos del sector público o un control de cambios para evitar la pérdida de reservas en el caso de extrema iliquidez en el sector externo. Vale la pena enfatizar que el control de cambios puede referirse a cuestiones muy diferentes. Por ejemplo, en el caso de Malasia el control de cambios no incluyó a los pagos de la deuda preexistente y, por lo tanto, no fue de ninguna manera un período de espera en el pago de la deuda, sino el intento de evitar demandas “no documentadas” sobre las reservas del Banco Central. En este subcapítulo entenderemos como período de espera a la suspensión de pagos de la deuda pública o privada o de ambas.<sup>51</sup>

<sup>50</sup> Véase IMF (2000b) para la posición oficial respecto a los períodos de espera.

<sup>51</sup> La aclaración tiene sentido porque hay distintas acepciones de lo que debe entenderse como períodos de espera. Al respecto, véase el documento del International Monetary Fund (IMF 2001b) que tiene una interpretación más amplia de este concepto, incluyendo por ejemplo, dentro del mismo, las prórrogas de las líneas de crédito de los bancos comerciales en el caso de Corea y Brasil.

Desde un punto de vista conceptual, se podría argumentar que en un período de aguda iliquidez se podría plantear la imposición de un período de espera en los pagos de la deuda. Una vez superada la falta de liquidez se retomarían los pagos si la solvencia es adecuada. El que ésta sea una solución óptima requiere que exista información perfecta y ausencia de aversión al riesgo. Como éste no es el caso, la suspensión de pagos de un país —al igual que la de una entidad financiera— genera problemas de reputación y seguramente de corrida una vez que la suspensión es levantada. Por lo tanto, no creemos que ésta sea una solución adecuada para resolver los problemas de liquidez, de la misma manera que tampoco lo es, como fue discutido en el apartado anterior, la introducción de cláusulas de renovación automática de los préstamos. Como ya fue mencionado, la existencia de un prestamista de última instancia o una figura similar es claramente una solución más eficiente.

Por su parte, pensar en una suspensión temporaria de pagos en forma consensuada no parece una posibilidad muy realista. Lo sería si los acreedores son pocos y fácilmente identificables, pero éste no es caso para el conjunto de países emergentes. En el contexto actual, el inicio de negociaciones sobre esta materia seguramente acelerará la salida de capitales, de la misma manera que una amenaza de suspensión de pagos de los depósitos generará una corrida sobre los mismos.

Si no parece realista plantear un período de espera en los pagos de la deuda de forma consensuada, la única alternativa es una suspensión de pagos de manera unilateral. Esto plantea un problema de economía política: ¿cuál es el momento de plantear la suspensión de los pagos? Si bien es aconsejable hacerlo antes de que el país pierda la casi totalidad de sus reservas, las autoridades económicas de cualquier país seguramente tienen un sesgo a esperar hasta último momento, dado que, por lo general, pensarán que es posible evitar una situación tan traumática. Por lo tanto, la sugerencia de que el período de espera debe ponerse en marcha con una adecuada anticipación, evitando llegar a situaciones que dificulten la negociación posterior, es difícil de llevar a la práctica.

Una alternativa bastante diferente es contar con una protección internacional, como sería el caso si la suspensión de pagos es “ordenada” por una institución internacional, como el FMI. Esa alternativa, permitiría decir que existe un “consenso” internacional respecto a la conveniencia de esa solución, lo que reduce la posibilidad de interpretarla como una acción derivada de falta de voluntad de pago del país deudor. Además, tendría la ventaja de evitar que la suspensión de pagos genere demandas legales, que son un problema relevante en cualquier proceso de renegociación de la deuda.

Para llevar adelante una acción de este tipo, puede ser útil el Artículo VIII, sección 2(b) del acuerdo constitutivo del FMI, el que ya autoriza a aplicar control de cambios en una situación de dificultades de balanza de pagos sin violar las obligaciones de los países con el organismo. Sin embargo, las interpretaciones de las cortes en Estados Unidos e Inglaterra han limitado la posibilidad de que este artículo pueda ser utilizado para evitar acciones legales en el caso de suspensión de pagos. Por lo tanto, para que el artículo fuera realmente efectivo sería necesario modificarlo, algo que hasta el momento no tiene consenso entre los accionistas del FMI.<sup>52</sup> La razón que se esgrime es que esta modificación, al hacer menos traumática la cesación de pagos, debilitaría la disciplina de los deudores.

Al igual que en las cláusulas de acción colectiva, cabe preguntarse cuál sería el impacto sobre el costo de la deuda de que el FMI pueda sancionar un “período de espera” en el pago de las obligaciones de un país determinado. Aquí surgen argumentos similares a los comentados en ocasión de discutir la introducción de cláusulas de acción colectiva. Por un lado, la existencia de instituciones que posibiliten una renegociación más ordenada de la deuda debiera contar con el

---

<sup>52</sup> Para la modificación del convenio constitutivo del FMI se requiere una mayoría del 80% de los votos de los accionistas.

beneficio de los acreedores; por el otro, disminuye los costos asociados con una reestructuración de la deuda y, por ende, se incentiva este tipo de comportamiento. Teniendo en cuenta que el sector privado ha mostrado su oposición a esta alternativa y ha enfatizado que, en caso de ser necesario, el período de espera debiera ser consensuado con los acreedores, es evidente que la creación de una institución de este tipo debiera, al menos inicialmente, tender a aumentar los costos de la deuda para los países emergentes.<sup>53</sup>

Sin embargo, el funcionamiento del sistema es el que finalmente determinará en qué medida este aumento de costos se mantiene en el largo plazo. Si la sanción de los “períodos de espera” se da en situaciones muy especiales y una vez agotadas todas las instancias, es posible que se reconozcan las bondades del instrumento. Si a diferencia de ello, la sanción de “período de espera” se maneja con cierta laxitud y ello tiende a incrementar sustancialmente los procesos de reestructuración de deuda, es evidente que habrá un costo significativamente más alto para la deuda de los países emergentes y, en particular, para aquellos que atraviesen períodos de dificultades.

En síntesis, resulta difícil pensar el por qué una suspensión de pagos temporaria no habría de tener los efectos negativos similares a un incumplimiento liso y llano en los pagos de la deuda. Eso no significa que la suspensión de pagos no pueda y no deba ser usada en circunstancias especiales, por ejemplo, en relación con un cierto tipo de deuda cuando haya pocos acreedores con los que acordar. Asimismo, sería importante avanzar en establecer un marco legal que reduzca las posibilidades de demandas judiciales cuando la suspensión de pagos sea inevitable. Para ello, una decisión internacional aparece como indispensable. Ello permitiría una negociación más ordenada y, por lo tanto, reduciría los costos asociados a la misma. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la existencia de este instrumento puede producir un efecto perverso en el corto plazo, ya que es probable que cuando un país recurra pidiendo asistencia al FMI se especule que la misma va a estar acompañada de la sanción de un período de espera, con los efectos negativos que ello puede tener sobre la oferta de crédito. De cualquier manera, creemos que este es un costo que eventualmente habrá que pagar para tener instituciones más razonables que las actuales.

#### 4. Comité de acreedores

El G-7 y el FMI se han expresado a favor de la conformación de Comités de Acreedores, (IMF, 1999b), previamente a la aparición de problemas en el pago de la deuda. Estos comités tendrían la ventaja de que establecerían un contacto permanente con los países deudores.<sup>54</sup> Ese contacto permitiría intercambiar información y supuestamente discutir las dificultades que pueden eventualmente surgir con los pagos de las obligaciones. Además, evitaría situaciones traumáticas como las de la última semana de 1997, en las que varios banqueros alrededor del mundo tuvieron que ser ubicados durante la Navidad para que prestaran el acuerdo para mantener las líneas comerciales de crédito para Corea.

Si bien hace más de un siglo estos comités de crédito fueron formados en principio en forma *ad-hoc* y luego de una manera más permanente<sup>55</sup> para hacer frente a sucesivas situaciones de cesación de pagos, a comienzos del Siglo XXI el avance de las comunicaciones y, por ende, la posibilidad de establecer contacto rápidamente, hace que éste no sea un tema tan relevante. Pero mucho más importante, resulta difícil pensar cuanta más información que la que está disponible habitualmente los países deudores podrían dar o estarían dispuestos a dar. En particular, no parece que los países deudores que estén pensando en declarar una cesación de pagos, si no consiguen

<sup>53</sup> Véase al respecto, los Principios elaborados por el sector privado.

<sup>54</sup> En el año 2000 fue creada una organización de acreedores (Emerging Markets Creditor Association) compuesta por un grupo relativamente reducido de grandes fondos dedicados a países emergentes. Esta organización pretende tener un papel más activo que el actual, tanto en la prevención como en la solución de las crisis.

<sup>55</sup> Véase al respecto, Eichengreen (1996) y la bibliografía allí mencionada.

revertir las expectativas de los mercados, estén dispuestos a revelar sus intenciones ante un comité de acreedores. Además, los contactos con los acreedores son casi permanentes.

Por otro lado, está la relación que habitualmente mantienen los países deudores con el FMI, que es el que finalmente decide la aprobación de un determinado paquete de ayuda. En el contexto de negociaciones con este organismo no se entiende qué es lo que los deudores deberían discutir simultáneamente con los acreedores y resulta difícil pensar —más allá de las lógicas consultas o la diseminación de la información— que es lo que se podría ganar de discusiones entre las tres partes ante dificultades del país deudor. El símil con una entidad financiera, sus ahorristas y el Banco Central es ilustrativo para evaluar el escaso sentido de la propuesta. Imaginémos un comité de ahorristas de los bancos comerciales y un banco comercial discutiendo entre sí la asistencia financiera solicitada al Banco Central, o al Banco Central negociando con el comité de ahorristas la asistencia al banco comercial, bajo qué circunstancias y el monto del préstamo.

En síntesis, los comités de acreedores son de máxima importancia una vez que el país ha declarado sus dificultades para hacer frente a los pagos de la deuda. Antes de ello, su formación parece poco relevante y, en la medida que pretendan tener injerencia en las decisiones de política económica y en la magnitud y características de la ayuda oficial, posiblemente aumentarían la confusión, afectando negativamente cualquier negociación internacional. Sin embargo, es conveniente enfatizar que el intercambio de información con los acreedores es de máxima relevancia y en la medida en que los objetivos de estos comités sean mas limitados que lo que pretende el sector privado pueden ayudar a la diseminación de la información.

## **5. Asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) en una situación de atrasos en los pagos**

Prestar, en una situación de atrasos en los pagos de la deuda, fue la actitud del FMI durante la renegociación de los años ochenta y es la posición actual. Durante el período de renegociación, en el que la incertidumbre es muy grande y tiene claros efectos negativos sobre el nivel de actividad económica, la asistencia del FMI es muy importante. En la medida en que el país con atrasos en sus pagos no tenga una ayuda financiera para hacer frente a sus necesidades más inmediatas, es probable que la situación económica y política se convierta en caótica. En ese contexto, hay dos consecuencias negativas: (a) el gobierno no tendría legitimidad política para una negociación tan importante, y (b) el gobierno tendría escaso poder de negociación con los acreedores. Por lo tanto, se corre el riesgo de que el acuerdo sea malo —cerrar sin importar el costo para disminuir la incertidumbre— y que además, en parte por ello, no sea aceptado políticamente.

El argumento de una parte del sector privado es que esta actitud del FMI genera un incentivo para que los gobiernos incurran en atrasos en los pagos. El argumento es similar al mencionado cuando discutimos la propuesta del período de espera impuesto por un organismo internacional. Sin embargo hay una diferencia muy importante y es que, en este caso, de ninguna manera puede pensarse que hay una situación de riesgo moral por parte del país, es decir, no tiene sentido pensar que un gobierno puede incurrir en atrasos en los pagos porque el FMI puede dar asistencia durante ese período. Mucho menos si se tiene en cuenta que los préstamos del FMI en estas circunstancias están sujetos a fuertes condiciones, como por ejemplo que se estén haciendo progresos en la negociación con los acreedores. Por lo tanto, es imposible pensar que un gobierno esté dispuesto a pasar por un período de fuerte caída del producto y del salario real, junto con un aumento del desempleo, simplemente porque obtiene préstamos del FMI. De la misma manera, y más allá de las condiciones del organismo, la experiencia muestra que la asistencia del FMI no es suficiente para obtener el financiamiento necesario, aún en el contexto de una fuerte contracción del nivel de actividad económica. Por lo tanto la negociación con los acreedores es imprescindible.

En síntesis, otorgar asistencia financiera y técnica durante este proceso parece fundamental para llegar a un arreglo razonable. Sin esa asistencia, el país estaría fuertemente presionado para llevar adelante un acuerdo rápido, sin darle demasiada importancia a su impacto sobre el crecimiento futuro.

## E. La magnitud del aporte privado

Más allá de cómo facilitar la negociación con el sector privado, un tema de especial relevancia es cómo determinar la magnitud de su eventual aporte. Desde un punto de vista conceptual, hay tres maneras de satisfacer las necesidades de liquidez, atender los problemas de solvencia o una combinación de ambos: (i) ayuda internacional; (ii) ajuste interno, y (iii) participación del sector privado. Por ajuste interno entendemos no sólo medidas para reducir en el corto plazo el desequilibrio fiscal o la demanda interna y, por lo tanto, disminuir el financiamiento de la balanza de pagos, sino también medidas que tiendan a atender a uno o ambos desequilibrios en el mediano plazo, teniendo en cuenta que lo relevante es el valor actual esperado de los flujos futuros.

En casos de netos de liquidez, poco es lo que puede hacerse en el corto plazo mediante el ajuste interno, al menos en relación con los montos involucrados; por lo tanto, ayuda internacional y período de espera por parte de los acreedores son los dos instrumentos más relevantes.<sup>56</sup> Tal como fue mencionado previamente, teniendo en cuenta la existencia de información imperfecta y aversión al riesgo, el enfoque correcto —sin tomar en consideración los problemas de restricción presupuestaria— es el de asistencia internacional. Por su parte, casos puros de solvencia requieren básicamente de ajuste interno y participación del sector privado reduciendo el monto de la deuda —al menos en términos de su valor actual. Dado que, tal como fuera mencionado, los problemas en general son una mezcla de iliquidez y de solvencia, los tres instrumentos pueden ser utilizados en la mayoría de los casos.

Una manera de plantear el problema, que se desprende de los escritos del FMI, (IMF, 2001b), es la siguiente: dado unas ciertas necesidades de financiamiento, hay que ver, en primer lugar, cuanto del mismo se obtiene por el ajuste de las cuentas públicas y externas; luego, dado ese monto, es necesario saber cuánto será la ayuda oficial y, a partir de allí, la participación del sector privado se obtiene por diferencia. Este razonamiento tiene la dificultad de que tanto el monto del ajuste interno como la ayuda oficial son, en principio, indeterminados. Se puede decir que siempre es posible un ajuste mayor dentro del país y, por lo general, la discusión entre el FMI y las autoridades nacionales es básicamente sobre este tema. Al respecto, se puede argumentar —y habitualmente se lo hace— que, más allá de cierto límite, más ajuste puede ser contraproducente por sus efectos económicos y sociales y por la resistencia política que el mismo genera.<sup>57</sup> De cualquier manera, es evidente que en este punto no es mucho lo que se puede decir para obtener un número con precisión. En lo que respecta al aporte de los organismos internacionales de crédito, tampoco se puede precisar un monto con certeza. Se suele mencionar, en el caso del FMI, que debiera establecerse un monto máximo del orden del 300% de la cuota, pero la experiencia muestra que el mismo ha sido superado en varias oportunidades. Por otra parte, la imposición de un límite máximo a los préstamos del FMI tiene el inconveniente de que eliminaría la posibilidad de prestar asistencia adicional en casos excepcionales, en especial cuando se entienda que la caída de un país puede producir riesgos sistémicos.

<sup>56</sup> Si bien un problema puro de liquidez de corto plazo no puede ser resuelto por un ajuste doméstico, es imposible pensar en cualquiera de los otros dos instrumentos, sin mostrar la voluntad del país de contribuir con medidas correctivas internas.

<sup>57</sup> Más allá de las consideraciones políticas, desde un punto de vista económico, en muchos casos los programas del FMI al reducir el nivel de demanda global tienden a “resolver” las dificultades de cuenta corriente pero a costa de agravar el desequilibrio del sector público producido por la recesión.



De todos modos este enfoque permite, al menos, estimar un rango de posibilidades y, por ende, obtener conclusiones aproximadas en casos extremos. Éste es el caso en el que, como consecuencia de estas estimaciones, las necesidades de financiamiento a cubrir por el sector privado son relativamente pequeñas o en el que esas necesidades aparecen como exageradamente elevadas. Dejando de lado estos casos extremos, es evidente que existe incertidumbre con respecto a una eventual participación del sector privado y que esa incertidumbre es imposible que desaparezca. Por lo tanto, parece exagerado el reclamo del sector privado acerca de la ausencia de información respecto al monto de su participación; sobretodo considerando que, en un contexto de transparencia de la información, el sector privado cuenta con equipos especializados para hacer una razonable evaluación de la situación. En consecuencia, tal como se mencionara en el capítulo II no existe otra solución mas que mantener una “ambigüedad constructiva”.

Se puede argumentar que las propuestas deberían ser *corner solutions*, al menos cuando se discute entre ayuda oficial y participación del sector privado. Un poco de participación privada puede ser tener un efecto similar a mucha participación; de la misma manera que un poco de contribución de los ahorristas tendría el mismo efecto que mucha contribución en el caso de una entidad financiera. En ambos casos, ante la percepción de una quita, puede haber corridas, independientemente de la magnitud del requerimiento. Por lo tanto, el argumento es que si se va a pedir participación del sector privado, con todos los costos que ello implica, lo razonable es pedirla por la totalidad del problema. Asimismo, si se quiere evitar los problemas asociados a dicha participación, deberíamos utilizar sólo ayuda oficial. Esta conclusión es igual a la de una operación de rescate en el sistema financiero: si el Banco Central está dispuesto a prestar ante una situación de iliquidez de una entidad financiera, lo conveniente es que lo haga por un monto que no deje dudas respecto al pago de los pasivos.

El argumento es aparentemente sólido. Sin embargo la experiencia nos muestra que la mayoría de los rescates de los últimos años tuvieron algo de participación del sector privado. Además, lo interesante es que la mayoría de estos paquetes fue exitoso.

- **¿Cuál es la explicación de esta situación? Hay tres explicaciones posibles:**

1. En primer lugar, se puede decir que, al menos en los casos de participación voluntaria, la contribución del sector privado ha sido poco relevante, y quizás hasta formal. Por lo tanto, en ese caso estaríamos de hecho ante una solución de *corner*. Éste parece ser el caso de México y, en menor medida, de Brasil, en el que hubo participación de los bancos comerciales mediante la renovación de sus líneas de crédito, aunque el cumplimiento de este compromiso no fue estricto.<sup>58</sup> Corea es claramente diferente, porque la participación del sector privado fue más compulsiva, al menos la “persuasión moral” de las autoridades de regulación de los países centrales fue considerable, y no sólo a través de un pedido inicial sino básicamente a través de un seguimiento diario de las posiciones de los bancos comerciales involucrados. Por lo tanto, no puede afirmarse que en los paquetes de ayuda con participación privada la misma haya sido sólo formal o “disfrazada” con el único objetivo de esconder una solución de *corner*. Con la excepción de México, donde éste parece haber sido el caso, en los otros países hubo una participación efectiva del sector privado, en especial en la experiencia de Corea.

2. La segunda explicación respecto al éxito de los paquetes de ayuda mixta —con participación del sector oficial, del sector privado y de mecanismos de ajuste— es que la participación del sector privado ha estado acotada a cierto tipo de deuda donde han funcionado incentivos o presiones particulares. Esto significa que no hubo, por lo general, una sensación de que la participación privada podría extenderse a otros instrumentos de deuda, por lo que la

---

<sup>58</sup> Teniendo en cuenta que la economía brasileña se recuperó al poco tiempo, los bancos comerciales volvieron a ver como buen negocio prestarle a Brasil, por lo que es difícil evaluar si los compromisos informales de los bancos se hubiesen mantenido en otro contexto.

incertidumbre fue limitada. Tanto en Brasil como Corea, la participación del sector privado estuvo acotada a un tipo de operaciones en particular —la renovación de las líneas de crédito comerciales— y, salvo períodos muy breves, no se pensó que algo similar pudiera solicitarse a otros tenedores de deuda. Por otra parte, para el tipo de deuda que requirió asistencia del sector privado, el pedido incluyó básicamente al 100% de las obligaciones. Se podría pensar entonces que, en estas experiencias, hubo un caso particular de solución de *corner*, una que incluyó una parte específica de la deuda. Algo similar podría decirse de Argentina, donde la participación voluntaria del sector privado alcanzó a un tipo particular de deuda o de inversores: los vencimientos de la deuda de corto plazo, acordada con los organizadores del mercado, y la inversión de los fondos de pensión locales.

3. La tercera explicación, claramente complementaria de la anterior, es que las expectativas respecto de la cantidad de financiamiento requerida dependen de las características del paquete de ayuda y en especial de las decisiones de política económica adoptadas (Roubini, 2000). En un mundo de múltiples equilibrios, el hecho de que la economía termine en el “mal” o en el “buen” equilibrio depende crucialmente de las expectativas de los agentes económicos involucrados. Por lo tanto, un sólido paquete de política interna puede cambiar esas expectativas, de la misma manera que, al reducir las necesidades de financiamiento, la magnitud del apoyo oficial también contribuye en ese sentido. En ese contexto, una relativa pequeña dosis de aporte privado, ya sea de renovación de un tipo particular de deuda o un canje de deuda, puede ser suficiente para cambiar las expectativas. Aquí aparece como crucial que no toda la deuda esté incluida, sino, tal como mencionamos en el párrafo precedente, un tipo particular de la misma donde se puede tener “incentivos” particulares.

Por lo tanto, más allá de que los componentes del paquete no sean suficientes para satisfacer todas las necesidades financieras, las expectativas respecto a la oferta de financiamiento pueden ser función de las características del mismo programa. A su vez, la propuesta de ajuste y reforma estructural tiene mayor capacidad de ser aceptada políticamente si los recursos oficiales y privados son mayores, porque existe un escenario donde es más probable que se retome el crecimiento. Este ambiente más favorable para las reformas internas es crucial para el éxito de cualquier paquete de ayuda. Creemos que efectivamente ello es lo que ocurre y, por lo tanto, hay argumentos teóricos para sostener que la ayuda internacional —junto con el ajuste interno— es crucial para el éxito del programa. En ese contexto es que “algo” de participación privada puede ser importante. Es lo que se ha dado en llamar “el rol catalítico de la ayuda oficial”.

En síntesis, creemos que hay razones teóricas a favor de que, en caso de ser necesario, el paquete tenga los tres componentes. Por otra parte, en el caso de participación voluntaria del sector privado, lo que la experiencia muestra es que es conveniente que la misma incluya básicamente a un tipo determinado de obligaciones, básicamente a aquellos acreedores sobre los cuales se puede ejercer una presión particular u otorgar un incentivo especial. Por último, teniendo en cuenta que el impacto sobre las expectativas de los agentes respecto de las necesidades financieras futuras depende crucialmente de las características del programa, es evidente la necesidad de que el paquete de ayuda esté sujeto a ciertas condiciones respecto de las políticas de ajuste interno.

## VII. La experiencia de participación voluntaria y compulsiva desde la crisis mexicana

---

La experiencia de los últimos años muestra que ha habido alguna forma de participación del sector privado en los casos en que los países han tenido dificultades en el pago de la deuda. Sin embargo, esta participación se ha dado de forma muy diferente entre países y puede ser agrupada en dos grandes grupos:<sup>59</sup>

A. En el primero hay una participación compulsiva, asociada a una reestructuración de la deuda, bajo la forma de canje, a tasas de interés sustancialmente menores a las de mercado. Si bien en varios casos hubo, previo al canje, una cesación de pagos de los países deudores, esta característica no es común a todos los países involucrados. En este grupo encontramos a países relativamente chicos —con la excepción de Rusia— y, por lo tanto, con deudas pequeñas, como Pakistán, Ucrania y Ecuador.

B. En el segundo, la participación del sector privado se ha dado de una manera que podría denominarse voluntaria aunque, tal como se desprende de algunos de los casos que se comentan a continuación, la definición de “voluntaria” es, al menos, dudosa y se refiere más bien a la ausencia de un comité de acreedores en el que se haya negociado un canje de deuda en condiciones bastantes diferentes a las del mercado.

---

<sup>59</sup> Eichengreen-Ruhl (2000), Cline (2000) e IMF (2001a) también analizan las experiencias recientes de participación privada en la resolución de crisis.

Los casos que integran este segundo tipo de experiencia son en general países emergentes de tamaño medio o grande. Dentro de ellos se destacan México, Corea, Brasil, Argentina y Turquía.

## 1. Experiencia de países con participación privada compulsiva

El primer hecho destacado que puede observarse es que la mayoría de las economías emergentes que reestructuraron su deuda prefirieron la alternativa de lanzar una “oferta unilateral de canje”, al menos en los casos en que la deuda se encontraba principalmente en la forma de bonos. Pakistán, Ucrania y Ecuador siguieron este camino y en Rusia, las negociaciones fueron más al estilo del “London Club”, debido a que la deuda en cuestión era principalmente con bancos (véanse cuadro 1 y anexo 3).

**Cuadro 1**  
**EXPERIENCIAS DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA**

Pais	Nivel de endeudamiento antes del canje (\$US millones)	Instrumentos canjeados	Millones de dólares	Suba en precios de bonos canjeados (%)	Instrumentos ofrecidos	Quita nominal (%)	Aceptación (%)	Período de negociación	Aporte oficial (millones de dólares)
<b>RUSIA</b>	n/d	Prins lans Past-Due Interest	22 200 6 800 2 800	26.0	Eurobono a: 30 años 10 años \$US 266 millones cash	36	n/d	Ago-1998/ feb-2000 (18 meses)	17 000 en julio-1998 Se desembolsó la mitad
<b>Valor neto total (\$US millones)</b>			31 000		21 000				
<b>PAKISTÁN</b>	4 000 (750 bonos)	Eurobono a: dic-1999 may-2000 feb-2002	150 300 160	3.5	Eurobono a 6 años (3 años de gracia) - 10%	-	95	Nov/dic- 1999 (1 mes)	No hubo participación
<b>Valor neto total (\$US millones)</b>			610		623				
<b>UCRANIA</b>	11 500 (5 300 bonos)	Eurobono: mar-2000 oct-2000 sep-2000 DEMI a feb-2001 Bonos Gazprom 2001	500 74 258 1 500 280 2 612 n/d	20.0	Eurobono a 7 años (6 meses de gracia) - 10% Bono en dólares a 7 años (6 meses de gracia) - 11% \$US 220 millones cash de intereses acumulados	-	95	Feb-2000/ abr-2000 (2 meses)	No hubo participación
<b>Valor neto total (\$US millones)</b>			2 612		2 612				
<b>ECUADOR</b>	13 000 (6 000 Bonos Brady)	Brady Discount Brady Par Brady PDI Brady IE Eurobonos	n/d	20.0	Global 30 años, <i>step-up</i> 4-10% en 2006 Global 12 años, 12% (al 30% de descuento)* \$US 1 000 millones en efectivo de intereses acumulados	40	97	Ago-1999/ jul-2000 (11 meses)	2 000 en abr-2000
<b>Valor neto total (\$US millones)</b>			6 600		3 900 + 1 000 en efectivo				

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional (FMI), 2001.

El carácter unilateral de las propuestas pudo atenuarse ya que, previo a las ofertas de canje, las autoridades de los países involucrados mantuvieron conversaciones (más frecuentes en los casos de Pakistán y Ucrania) con los principales acreedores, lo que les permitió asegurarse un alto nivel de aceptación de la propuesta entre los inversores.

Además, los riesgos asociados con esta falta de consulta (por ejemplo, inicio de acciones legales por parte de los acreedores) fueron reducidos por las condiciones financieras en las cuales éstas ofertas de canje fueron realizadas, las que se vieron reflejadas en el alza en los precios que

registraron los bonos involucrados cuando se anunciaron los términos de la operación. De hecho, el riesgo de litigio fue limitado. Las cláusulas de “aceleración y cesación de pagos cruzada” fueron invocadas en el caso de Ecuador, pero los acreedores no iniciaron acciones legales en reclamo de sus derechos.

La presencia (o ausencia) de cláusulas de acción colectiva no parece haber jugado un papel relevante. En primer lugar, las condiciones de las propuestas habrían sido lo suficientemente generosas como para incentivar a los acreedores a aceptarla y a desechar los potenciales beneficios del litigio. En segundo lugar, si bien la deuda reestructurada se encontraba mayormente en bonos, los acreedores no se encontraban muy atomizados, lo que redujo sustancialmente los problemas de coordinación y la necesidad de contar con cláusulas de acción colectiva. En efecto, los bonos de Pakistán que fueron reestructurados poseían cláusulas de acción colectiva, pero las autoridades de ese país decidieron no utilizarlas; mientras que, en el caso de Ucrania, estas cláusulas se invocaron sólo por una cuestión de mera formalidad, ya que el gobierno había llegado a un acuerdo con la mayoría de los acreedores antes de que se aplicara la cláusula.<sup>60</sup> Una situación particular se dio en el caso de Ecuador. Las autoridades y los principales acreedores resolvieron el problema de coordinación al modificar las cláusulas no financieras de los bonos involucrados en la reestructuración, de forma tal de hacer los bonos originales menos atractivos y de aumentar los incentivos a participar en la reestructuración.

Las diferencias entre clases de inversores pueden haber jugado un papel importante en la reestructuración. Los inversores especulativos, como los *hedge funds* y los *vulture funds*, son más proclives a comprar deuda de alto riesgo a precios muy bajos; mientras que los inversores con horizontes temporales más largos, como los bancos comerciales, los bancos de inversión o los fondos de pensión, prefieren vender los bonos más riesgosos, aunque sea a precios muy bajos.<sup>61</sup> Por lo tanto, es probable que haya agilizado el proceso de reestructuración el hecho de que una gran proporción de los instrumentos involucrados ya hubiera sido vendida a precios extremadamente bajos a los inversores puramente especulativos, que sólo esperaban obtener rápidas y significativas ganancias una vez anunciada la oferta. Sin embargo, este tipo de incentivos parece un tanto perverso, ya que mientras que la presencia de inversores especulativos puede aumentar las posibilidades de éxito de una reestructuración, las pérdidas que deben enfrentar los inversores de más largo plazo puede resultar en una reducción futura en la demanda de esta clase de deuda.<sup>62</sup>

Tal como podía esperarse, el impacto sistémico de estas reestructuraciones estuvo directamente vinculado con el tamaño de las economías en cuestión. Mientras que en los casos de Pakistán, Ucrania y Ecuador, el contagio de las otras economías fue menor, los efectos de la cesación de pagos rusa generó un “salto a la calidad” por parte de los inversores que se hizo inmediatamente visibles en los *spreads* de los bonos de las economías emergentes (véase gráfico 1) Se ha argumentado reiteradamente que la caída de la economía rusa llevó a los inversores internacionales a tomar conciencia de que los organismos oficiales ya no estarían dispuestos a participar en operaciones de salvataje de los países, aún en el caso de que estos pudieran generar un impacto sistémico.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que inicialmente tanto el FMI como las autoridades de las principales economías del mundo se mostraron particularmente preocupados por la situación rusa, lo que llevó, incluso, a que el FMI ofreciera un aporte de \$US 17 mil millones. El hecho de

---

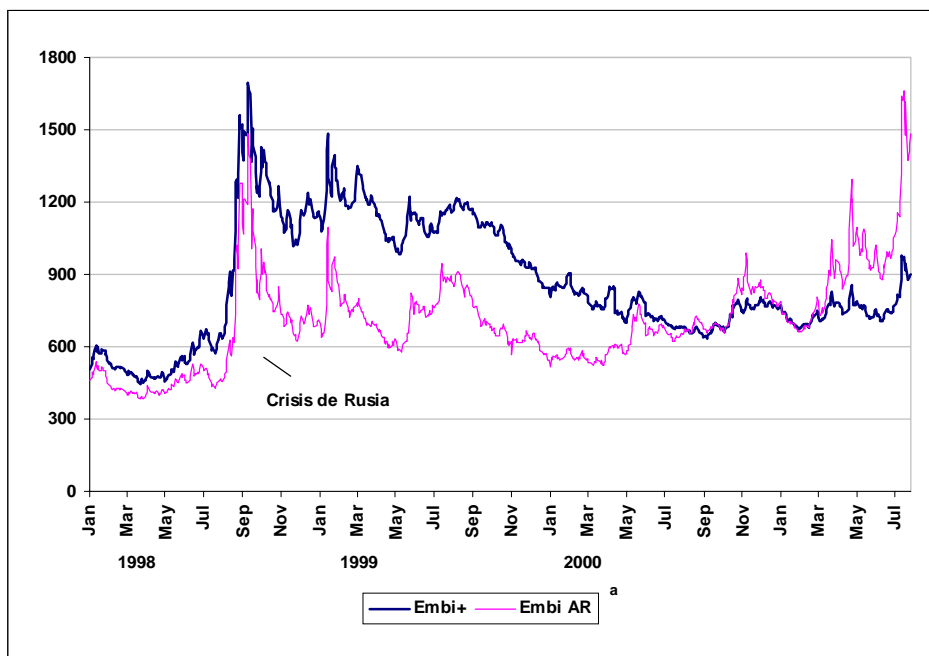
<sup>60</sup> De cualquier manera, debe de tenerse en cuenta que en el caso de Ucrania, la existencia de cláusulas de acción colectiva en tres de los cuatro instrumentos de deuda renegociados puede haber ayudado a predisponer a los deudores a aceptar la propuesta del gobierno.

<sup>61</sup> En muchos casos, los inversores que tienen horizontes temporales de más largo plazo, como los fondos de pensión, se ven forzados por la legislación a vender parte de sus activos cuando se vuelven muy riesgosos, viéndose impedidos entonces de participar de los procesos de reestructuración.

<sup>62</sup> Esta clasificación entre tipos de inversores con diferentes intereses también puede llevar a los comités de acreedores a no funcionar adecuadamente.

que este apoyo no haya podido concretarse se debió más a la aguda crisis política y a las serias dificultades para implementar las reformas estructurales necesarias que a una falta de voluntad de las autoridades oficiales.

**Gráfico 1**  
**EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS**  
(Puntos base)



Fuente: Índice elaborado por J. P. Morgan, 2001.

<sup>a</sup> Emergency Market Bond Index.

Igualmente, en líneas generales, puede decirse que los mercados financieros reconocen actualmente que los organismos internacionales ya no están dispuestos a rescatar sistemáticamente a los países que hayan perdido el acceso espontáneo a los mercados de capitales y, consecuentemente, han dejado de pensar que los bonos soberanos están inmunes a una reestructuración. Esto podría llevar a los acreedores de estos países a participar en mayor medida en acuerdos voluntarios que permitan cubrir las necesidades de financiamiento de los mismos, alejando así la posibilidad de una cesación de pagos.

No puede asegurarse que estos procesos de reestructuración hayan llevado a los países involucrados, en todos los casos, a retomar un sendero de crecimiento viables de mediano plazo. En los casos de Pakistán y Ucrania, en los cuales la carga de la deuda era sostenible y la solvencia no estaba en juego, un alargamiento de los plazos que redujera la concentración de vencimientos en los años próximos a la reestructuración fue suficiente para que se despejaran las dudas sobre el futuro de la economía.

Por su parte, en los casos de Rusia y Ecuador, en los cuales la solvencia sí estaba comprometida, los acreedores aceptaron, además de un alargamiento de los plazos, una quita nominal de la deuda. Pero, a pesar de ello, aún no se han despejado completamente las dudas acerca de que estos países vuelvan a presentar dificultades en el corto plazo. De aquí se desprende que, una vez que la economía ingresa en un proceso traumático de reestructuración de deuda, las proyecciones macroeconómicas que surjan como resultado del mismo deberían dejar en claro que

la deuda ya no será un impedimento serio para retomar el sendero de crecimiento. Para ello, debe mejorar el contexto institucional en que se dan estas reestructuraciones, de manera tal de evitar que los países se vean forzados a cerrar una negociación rápidamente para evitar mayores caídas de producto en el corto plazo.

## 2. Experiencia de países con participación privada voluntaria<sup>63</sup>

En este apartado se considera en términos generales las características más importantes de la participación voluntaria del sector privado en tres casos especialmente relevantes: Brasil, Corea y Argentina. Además, el caso argentino es analizado en detalle en el próximo apartado. La consideración particular de la Argentina se explica básicamente por dos motivos. En primer lugar, el que escribe estas líneas ha sido un partícipe privilegiado del proceso argentino y, en segundo lugar, hay un consenso internacional de que la Argentina podría ser el primer país grande que debe reestructurar la deuda en forma compulsiva. Más allá de que se puede argumentar acerca de si eso realmente ocurrirá o no en el futuro cercano, lo cierto es que es relevante analizar cómo se llegó a esta situación y que puede suceder de aquí en más.

Varios países grandes han pasado por experiencias de participación voluntaria del sector privado ante situaciones de crisis en los pagos de la deuda. En primer lugar, cabe preguntarse como es posible una participación voluntaria del sector privado cuando por lo general no existen incentivos para ello. Es decir, mientras que contribuir a la resolución de las crisis es de interés de los acreedores desde un punto de vista colectivo, cada acreedor individual tiene un incentivo para bloquear un acuerdo si no consigue una ganancia especial. Ésta es la esencia del problema de coordinación de tener que tratar con muchos acreedores en lugar de con uno o unos pocos.

La respuesta a ése interrogante es que la participación privada voluntaria se ha dado cuando hay incentivos particulares para alguna clase de acreedor.

Consideremos la participación privada en Brasil y, dado su relevancia, en mayor medida en Corea. Allí el compromiso del sector privado consistió en la renovación de la deuda bancaria de corto plazo. En ambos casos, pero principalmente en Corea, hubo dos elementos que hicieron esto posible. En primer lugar, un número acotado de bancos con intereses de largo plazo en el país; en segundo lugar, y mucho más relevante, la intervención de los organismos de supervisión de los países desarrollados que presionaron por el compromiso “voluntario” de los bancos. Es decir, hubo dos elementos comunes a la crisis de los años ochenta relativamente pocos acreedores con intereses de largo plazo y una actitud activa de los reguladores de los países centrales, que de hecho “coordinaron” la posición de los bancos. Sin ambos elementos el acuerdo hubiese sido imposible.

Cuando uno observa el acuerdo voluntario del sector privado en la Argentina queda claro que hubo también “incentivos” especiales, aunque distintos de los de Corea y Brasil.

En el caso argentino hubo tres tipos de contribuciones del sector privado: (a) el compromiso de renovar la deuda de corto plazo de los “formadores de mercado”; (b) el canje de deuda para alargar los plazos, y (c) un compromiso de tomar nueva deuda de los inversores institucionales. En el primer caso, los “formadores de mercado” tenían un incentivo económico: su contribución les permitía mantenerse como tales, con lo que ello implica desde el punto de vista de las comisiones y de una presencia activa en el país para llevar adelante eventuales nuevas operaciones. Además, la mayoría de ellos operaban como bancos comerciales en el país, por lo que su compromiso tenía otra contrapartida más directa, ya que su rentabilidad dependía de la suerte del programa. Por su parte, los inversores institucionales eran inversores locales que, por lo tanto, tienen un interés especial en que al país le vaya bien, interés que se potencia al ser sus accionistas especialmente bancos que operan en el mercado doméstico; además están sujetos a alguna presión de las

<sup>63</sup> Para una descripción más detallada de las experiencias de Corea y Brasil, véase anexo 4.

autoridades nacionales. Por último, el canje de deuda es un negocio de los bancos que en ese momento fue acotado en el monto para evitar tasas muy elevadas.

Una diferencia entre los acuerdos de Brasil y Corea respecto de la Argentina, es que los primeros tendían a resolver un problema básicamente de balanza de pagos, mientras que en el caso argentino las dificultades y, por lo tanto el arreglo, tenía que ver con las necesidades de financiamiento del sector público.

Una característica de la alternativa planteada por la Argentina fue que la cantidad de acreedores involucrados fue sustancialmente menor que en el caso de renovación de deuda por parte de los bancos comerciales en Brasil y Corea. Ello hacía que el cumplimiento del acuerdo fuera más controlable, aunque, por otro lado, al no estar comprometidas las autoridades de los países desarrollados, se reducía la presión sobre los acreedores.

Por lo tanto, el patrón de todos los compromisos voluntarios es la existencia de incentivos particulares para algunos acreedores, incentivos que incluyen, por cierto, la presión de las autoridades de los países desarrollados y la de los involucrados como deudores.

La otra característica de estos acuerdos es que los mismos dependen en cierta medida de las condiciones del mercado. Es decir, el compromiso se mantiene en la medida en que los riesgos de pérdida no sean exageradamente grandes. En el caso argentino, ello implicaba que si aumentaba el riesgo de incumplimiento, los bancos formadores de mercado difícilmente estuvieran dispuestos a mantener su compromiso, ya que la esperanza de pérdida comienza a ser mayor que la esperanza de ganancia futura. Además, teniendo en cuenta que la esperanza de ganancia (o de pérdida) futura es mayor para los bancos que operan comercialmente en el país, era razonable suponer que los que habrían de poner mayores problemas —incluyendo el dejar de ser bancos formadores de mercado— eran los bancos sin esos intereses. Ese fue el comportamiento de los bancos cuando el riesgo de incumplimiento comenzó a aumentar en marzo y abril del 2001. O sea, los bancos más predispuestos a dejar el acuerdo fueron aquellos sin intereses comerciales fuertes en la Argentina. Asimismo, el banco más predispuesto a mantener el acuerdo hasta el final fue el único banco de capital nacional y, por lo tanto, con más para perder en una situación de cesación de pagos.

Algo similar es aplicable a los casos de renovación de líneas de crédito de los bancos comerciales. Al ser un compromiso voluntario, la presión que pueden ejercer las autoridades de los países desarrollados o los “compromisos de más largo plazo” con un país determinado, pierden relevancia si el riesgo de cesación de pagos aumenta.

### **3. La experiencia argentina**

#### **a) Los antecedentes**

La economía argentina creció aceleradamente durante los primeros años de la década del noventa como consecuencia de factores internos y externos. Entre los primeros cabe mencionar la desaparición de la inflación, con su impacto positivo sobre las expectativas y sobre el ingreso de los sectores de menores recursos, la reaparición del crédito y un conjunto de políticas de reformas estructurales —privatización, apertura económica y desregulación. Estas políticas, junto con la desaparición de la inflación de la mano del programa de convertibilidad, implicaron un cambio de régimen y convencieron a la mayoría de los argentinos que el país comenzaba una nueva etapa de crecimiento. Esas expectativas determinaron una sobre estimación del ingreso permanente que impactaron positivamente sobre la demanda global y en particular el consumo. Entre los factores externos, lo más relevante fue sin duda las tasas de interés internacionales más bajas de las tres décadas previas, el aumento constante en el ingreso de capitales a países emergentes y, en menor medida a comienzos de los años noventa y con más fuerza en el 1996-1997, la mejora de los precios de exportación.



Este proceso pareció interrumpirse con el *shock* externo asociado a la “crisis del tequila” que produjo, de la mano de una gran crisis financiera, una fuerte caída en el nivel de actividad económica. Sin embargo, en menos de doce meses la economía comenzó a salir de la recesión y volvió a crecer a tasas elevadas hasta mediados de 1998. La recuperación económica fue potenciada por la depreciación del tipo de cambio real, básicamente como resultado de la fuerte apreciación de la moneda brasileña, país que en ese momento se había convertido en el principal socio comercial de la Argentina.

A partir de 1998 comienza una recesión que, al momento de escribir este documento, ya lleva más de tres años de duración. Problemas políticos, dificultades en el manejo macroeconómico, en especial un aumento del gasto público durante los años previos absolutamente incompatible con el régimen de convertibilidad, y la ausencia de reformas estructurales durante la segunda mitad de los años noventa seguramente explican parte de esta situación. Sin embargo, el factor más relevante fue, sin duda, el cambio en el escenario internacional. Fuerte caída de los precios de exportación, elevadas tasas de interés, fuerte apreciación del peso, inicialmente de la mano de la apreciación del dólar y después de la depreciación del real, y la disminución en el flujo de capitales a los países emergentes, fueron elementos que impactaron negativamente en el nivel de actividad económica.

La pérdida de competitividad, difícil de solucionar en el corto plazo en un esquema de convertibilidad, y la consecuente recesión en un mundo donde se redujo sustancialmente el flujo de capitales, tuvieron un impacto negativo en las cuentas públicas.<sup>64</sup> Esto repercutió en la dinámica de la deuda elevando sustancialmente la relación deuda/producto (véase cuadro 2) con su efecto en el riesgo país y el nivel de actividad económica.

**Cuadro 2**  
**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA CONSOLIDADA DE ARGENTINA**  
(En dólares)

Año	PBI nominal	Deuda pública	
		consolidada	versus PBI
1992	209 446	88 000	42.0
1993	236 505	84 732	35.8
1994	257 440	92 676	36.0
1995	258 032	100 392	38.9
1996	272 150	111 556	41.0
1997	292 859	113 979	38.9
1998	298 131	126 053	42.3
1999	283 295	137 114	48.4
2000	284 960	146 000	51.2

**Fuente:** Ministerio de Economía de la República Argentina, 2001.

Con ese trasfondo y en el marco de una crisis política que culminó con la renuncia del vicepresidente de la nación, en octubre y noviembre del año 2000 se produjo un problema básicamente de liquidez del sector público que podría haber terminado con la cesación de pagos de la deuda a comienzo del 2001. Decimos que el problema era básicamente de liquidez, porque los indicadores de deuda pública no daban para pensar que había un problema de solvencia, tal como surge de la comparación internacional (véase cuadro 3), aunque de continuar la dinámica de la relación deuda/producto de los años previos, podía preverse una situación de ese tipo. Por su parte,

<sup>64</sup> El impacto sobre las cuentas públicas fue especialmente relevante por el desequilibrio previo. La falta de previsión en este aspecto durante los “años dorados” de la convertibilidad, habría de resultar un elemento clave para complicar el manejo del *shock* externo negativo, es decir, los “años difíciles” de la convertibilidad.

la “vida promedio” de la deuda era de ocho años, sustancialmente superior a la de la mayoría de los países emergentes, por lo que tampoco podía hablarse de imprudencia en el manejo de la deuda de corto plazo. El problema era que, por la escasa profundidad del mercado de capitales local, una parte importante de esa deuda estaba colocada en los mercados internacionales de crédito. Prueba de ello era que durante los cinco años previos la Argentina había sido primera o segunda entre los países emergentes con más colocaciones en los mercados externos.

**Cuadro 3**  
**INDICADORES DE DEUDA EXTERNA - COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES**  
(En porcentajes)

País	Deuda externa		Intereses de la deuda externa	
	versus PBI	vs. exportaciones <sup>a</sup>	versus PBI	vs. exportaciones <sup>a</sup>
Argentina	52	474.0	3.5	32.2
Brasil	40	366.0	2.5	23.1
Colombia	44	230.0	2.5	13.0
Chile	60	192.3	3.9	12.4
México	27	86.0	2.0	6.4
Perú	53	330.0	3.0	18.7
Venezuela	31	106.0	2.0	6.8
Corea	29	65.0	0.9	2.0
Tailandia	66	114.0	2.6	4.5
Bulgaria	86	148.0	3.7	6.4
República Checa	45	63.5	2.4	3.4

Fuente: Banco Mundial, 2001.

<sup>a</sup> Exportaciones de bienes y servicios.

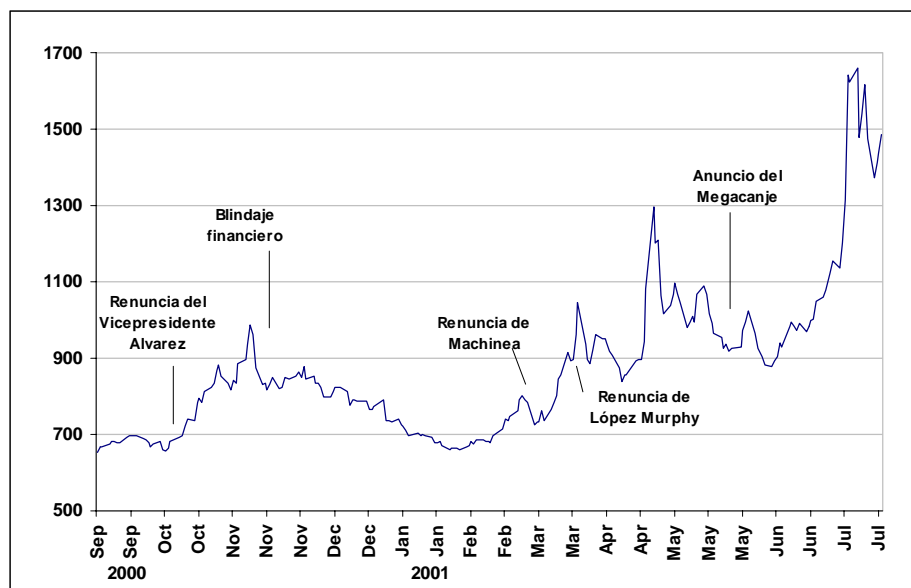
## b) La negociación del blindaje y el posterior megacanje

Más allá de algunos intentos previos, la negociación del blindaje comenzó en forma intensa durante las primeras semanas de octubre con conversaciones con el FMI y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América.<sup>65</sup> A fines de octubre y comienzo de noviembre, cuando era evidente que Argentina estaba negociando un megapréstamo con el FMI, el nerviosismo aumentó considerablemente porque, como consecuencia de las discusiones en el G-7, pero en particular por las declaraciones del nuevo gerente del FMI, los mercados asociaron ayuda externa a participación compulsiva del sector privado en un esquema de renegociación de la deuda. Es decir, cuando el mercado creyó que había una nueva regla que exigía que los paquetes de ayuda involucrarían al sector privado de una manera compulsiva, la reacción fue una venta masiva de bonos argentinos que llevaron el riesgo país a alrededor de 950 durante una semana (véase gráfico 2).

Tal como fuera mencionado en el capítulo previo, la existencia de reglas tiene claramente ese problema, ya que puede disparar una crisis en una situación de incertidumbre. Ante esta situación, se aclaró que lo que había sido acordado con el Director Gerente del FMI era que la participación privada sería voluntaria. La aclaración calmó a los mercados y el riesgo país comenzó a disminuir.

Si bien el acuerdo con el FMI estaba básicamente cerrado a fines de noviembre, la demora en el anuncio formal —que finalmente se realizó en los primeros días de diciembre— tuvo que ver con la presión que se ejerció sobre el sector privado para su contribución al paquete. Asimismo, durante esas semanas se acordaron las características de los préstamos del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo y ciertos detalles importantes del préstamo del FMI.

**Gráfico 2**  
**ARGENTINA: RIESGO PAÍS**  
(Puntos base)



Fuente: Índice elaborado por J. P. Morgan, 2001.

El monto total de la operación, que dio en llamarse “blindaje”, alcanzó a los 39.7 millones de dólares.<sup>66</sup> La contribución del sector privado y público se dividió en partes iguales (véase cuadro 4 y anexo 5).

**Cuadro 4**  
**BLINDAJE FINANCIERO**  
(En miles de millones de dólares)

	Total	Desembolsable en 2001
Fondo Monetario Internacional (FMI)	13.7	<sup>a</sup> 8.8
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	2.5	1.2
Banco Mundial	2.5	0.8
España	1	1
Creadores de mercado	10	10
Inversores institucionales argentinos	3	3
Canje voluntario de deuda	7	0.6
- Euros	1	-
- Dólar y pesos	3	-
- Reinversión de cupones	3	-
<b>Total</b>	<b>39.7</b>	<b>25.4</b>

Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina, 2000.

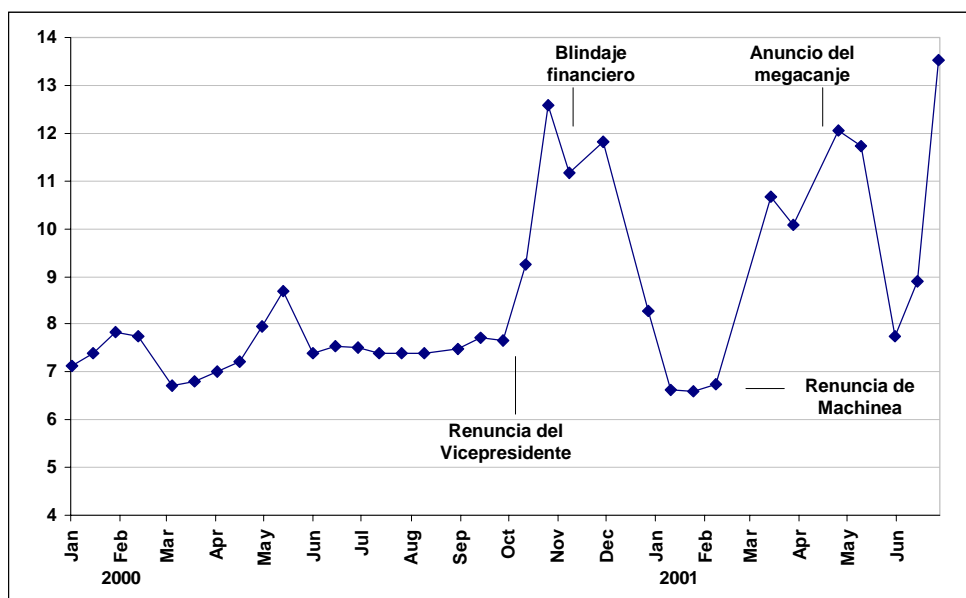
<sup>a</sup> Incluye \$US 2.1 mil millones desembolsados en diciembre 2000.

<sup>65</sup> Los intentos previos partían del diagnóstico de que habría problemas de liquidez asociados a la importante suma que Argentina debía tomar en los mercados en una situación política compleja. Esos intentos no avanzaron porque no había una sensación de urgencia ni en el FMI ni en el gobierno americano.

<sup>66</sup> Ese era el monto al tipo de cambio vigente porque la operación del FMI, como es habitual, estaba denominada en derechos especiales de giro (DEG). A las pocas semanas, el monto en dólares había aumentado como consecuencia de la devaluación del euro.

Los últimos días de diciembre se desembolsaron \$US 12 100 millones del FMI. El riesgo país, que había empezado a disminuir cuando se conoció el paquete de asistencia financiera y quedó claro que la participación del sector privado sería voluntaria, siguió cayendo hasta los primeros días de febrero. De la misma manera disminuyó bruscamente la tasa de letras de corto plazo (ver gráfico 3) y la de préstamos interbancarios, crecieron fuertemente los depósitos, más que compensando la disminución de los meses previos (ver gráfico 4) y mejoraron las expectativas de los consumidores que venían cayendo desde hace varios meses (ver gráfico 5).

**Gráfico 3**  
**LICITACIÓN DE LETES A 90 DÍAS**  
(Porcentajes de tasas de descuento)

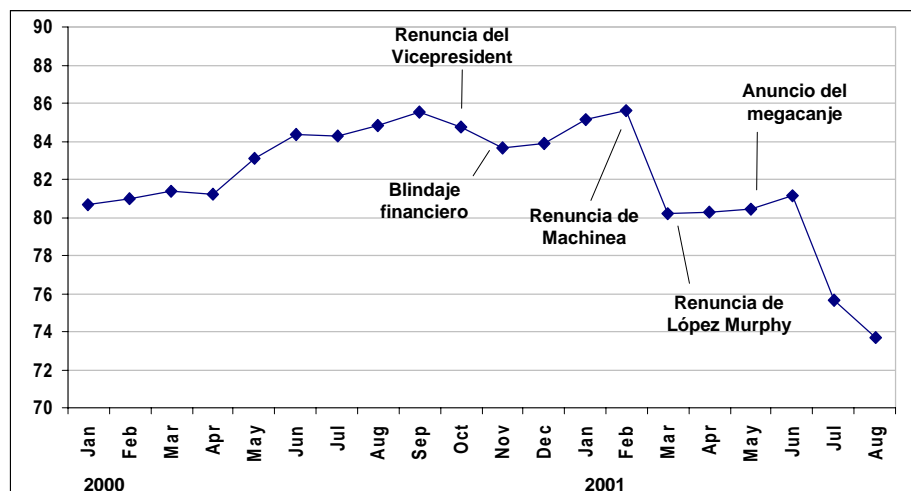


Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina, 2001.

Todo hacía prever que de mantenerse la tranquilidad financiera y política, la demanda comenzaría a subir y de hecho hubo algunos claros indicios durante el mes de enero. Sin embargo no hubo tranquilidad política y en febrero arreciaron los pedidos de renuncia del presidente del Banco Central, acusado desde complicidad en el lavado de dinero hasta mal manejo de la política monetaria. El gobierno defendió la independencia del Banco Central y la necesidad de esperar pruebas que sustentaran las acusaciones. Todo fue en vano; durante febrero todos los dirigentes políticos importantes pidieron la renuncia del presidente del Banco Central y la incertidumbre política se trasladó gradualmente a los mercados financieros. La situación se vio agravada por un déficit fiscal mayor al previsto en el mes de enero. Sin embargo una parte importante de ese déficit se explica por gastos demorados durante el mes de diciembre y que básicamente podrían ser compensados durante el trimestre. La otra parte de la explicación tiene que ver con una recaudación que volvió, como a lo largo de todo el 2000, a ser menor que en el programa con el FMI.

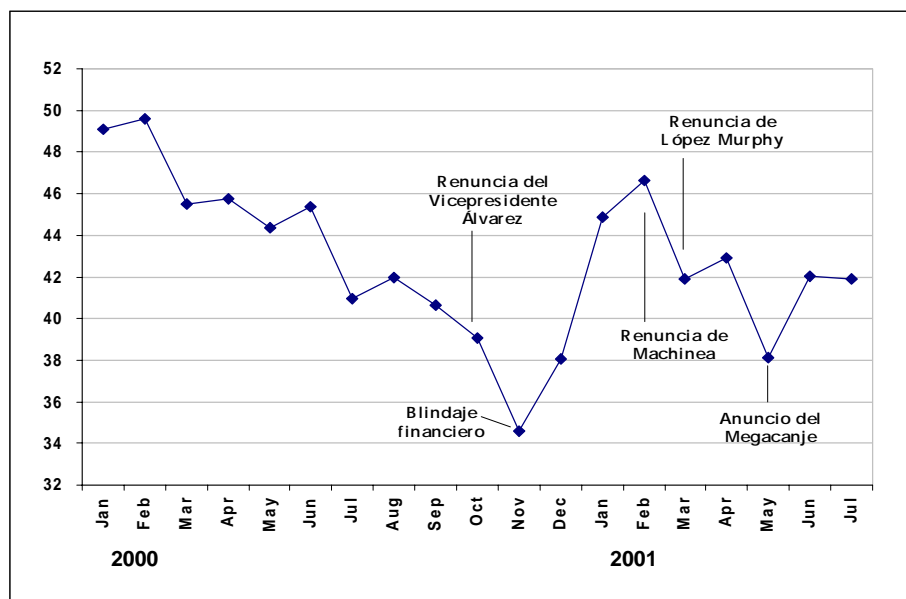
La renuncia del Ministro de Economía desencadenó un período de gran incertidumbre, ya que el nuevo ministro sólo duró quince días en el cargo y sus propuestas de disminución del gasto público —mostradas como absolutamente indispensables para lograr hacer frente a las obligaciones de la deuda— fueron rechazadas políticamente. De esa manera, el país tuvo tres ministros en menos de treinta días. A partir de ahí el país no se recuperó de la consecuente caída de depósitos y el aumento del riesgo país.

**Gráfico 4**  
**EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS TOTALES**  
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de la República Argentina, 2001.

**Gráfico 5**  
**EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**  
(En porcentajes)



Fuente: Índice elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella de Argentina, 2001.

En mayo, el nuevo Ministro de Economía anunció un megacanje de la deuda, que puede entenderse como una nueva participación voluntaria del sector privado. El canje tenía como objetivo central el alargar los plazos de vencimiento de la deuda, de manera tal de reducir la presión en los mercados en los próximos años, y en particular en el 2001 y 2002. Durante los treinta días que siguieron al anuncio se ejerció presión sobre el sector privado local —básicamente

bancos y fondos de pensión— con el objetivo de asegurar una oferta importante. La operación se realizó en julio y las propuestas sumaron \$US 32 854 millones, de los cuales finalmente se aceptaron \$US 28 174 millones, convirtiéndose de esa manera en al mayor canje de deuda de la historia financiera.

Dado que el riesgo país en el momento en que se llevó adelante la operación estaba en alrededor de 1 000 puntos básicos, el alargamiento de los plazos implicó un costo muy grande en términos de la solvencia futura del país: el costo promedio de la deuda alcanzó el 15.5% (ver cuadro 5). De esa manera, se “congeló” sobre el 31% de la deuda en bonos el costo actual de endeudarse en los mercados de capitales.<sup>67</sup>

En cualquier caso, debe reconocerse que el megacanje evitó la cesación de pagos que se habría producido si la operación no se realizaba.

**Cuadro 5**  
**MEGACANJE DE DEUDA**

	Bono pagará en dólares 2006	Bono global en			
		pesos 2008	dólares		
			2008	2018	2031
Vencimiento	Jun-19	Sep-19	Dic-19	Jun-19	Jul-19
Pago de intereses	Mensual	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización: - Cuotas semestrales - Al vencimiento (%)	Desde mar-12: 6	100	Desde jun-06: 6	Desde jun-16: 5	100
Plazo de gracia (años)	Durante 2 años el "plus" no se pagará y pasa a formar parte del capital	-	-	5	5
Total de ofertas recibidas (millones)	2 500	1 500	12 900	7 500	8 600
Deuda nueva emitida (millones)	2 030	931	11 456	7 463	8 521
Precio (%)	100	78.55	78.32	73.25	70.70
Tasa (%) (nominal ofrecida)	Encuesta de plazo fijo a: 30 días + 5.80	Primeros 3 años: 10.00 Años siguientes: 12.00	Primeros 3 años: 7.00 Años siguientes: 15.50	12.25	12.00
Tasa (%) (real efectiva)	14.50	15.90	16.00	15.20	14.90

Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina, 2001.

El megacanje no logró cambiar las expectativas de los mercados. En pocos días el riesgo país continuó su tendencia ascendente, posiblemente “ayudado” por quienes de desprendieron de bonos ilíquidos mediante la operación de canje. La incertidumbre asociada a las dificultades de pagar la deuda, provocó una corrida sobre los depósitos bancarios que estuvo a punto de generar una crisis terminal en el sistema financiero. La misma fue evitada con el anuncio de nuevas medidas de ajuste fiscal que llevarían a la eliminación del déficit fiscal y, muy especialmente, con un nuevo préstamo del FMI para recomponer las reservas internacionales y respaldar al sistema financiero.

<sup>67</sup> Para ser precisos, el alargamiento del plazo promedio de la deuda canjeada fue de aproximadamente tres años.

Al momento de escribir este documento —fines de septiembre— el gobierno intenta una operación de canje de deuda que le permita reducir sustancialmente los servicios de la misma. Hasta ahora el anuncio oficial solo incluye a los residentes argentinos y en especial a los acreedores institucionales. Los nuevos instrumentos de deuda tendrían la garantía de la recaudación impositiva. Nada se ha anunciado respecto de la inclusión de los no residentes en el canje, aunque el gobierno está tratando de conseguir fondos adicionales de los organismos de crédito para intentar una operación de canje voluntario de deuda, donde los nuevos instrumentos tengan una garantía que los haga más valiosos a los ojos de los acreedores. Si bien el Tesoro de los Estados Unidos pareció inicialmente interesado en esa operación e incentivó la inclusión de una partida especial de \$US 3 000 millones en el mencionado préstamo del FMI, la realidad es que las autoridades la comunidad financiera internacional no parecen predispuestas a una operación que implicaría préstamos adicionales por varios miles de millones de dólares.<sup>68</sup>

Por su parte, el intento de cambiar las expectativas mediante una política de déficit cero atraviesa serias resistencias y pone en evidencia, por un lado, las dificultades de realizar anuncios que luego no se pueden sustentar y, por el otro, la falta de consenso político. La situación se ve agravada porque la caída de depósitos desde julio ha generado una restricción crediticia que se manifiesta en una caída del nivel de actividad económica de una intensidad pocas veces vista.<sup>69</sup> Durante el proceso, el riesgo país sigue aumentando, las reservas disminuyen y lo mismo sucede con los depósitos del sistema financiero.

Por lo tanto, el interrogante es respecto de la utilidad de este esfuerzo en la medida en que no se consiga cambiar las expectativas, en cuyo caso cabe esperar una mayor recesión en los próximos meses con sus negativos efectos económicos, sociales y políticos. Sin dudas, las autoridades se enfrentan con un dilema: si deciden declarar la cesación de pagos es probable que la misma vaya acompañada de una fuerte especulación en el mercado cambiario y eventualmente de una reestructuración de los pasivos del sistema financiero, es decir, una situación muy traumática; si no lo hacen y la situación no se revierte rápidamente, es posible que se llegue a una situación similar con menos reservas y con un sistema financiero debilitado. La decisión es sin duda difícil teniendo en cuenta sus consecuencias. Mientras tanto, el país continúa debilitando su futura posición negociadora con los acreedores.

Por su parte, en el norte hay quienes piensan que una reestructuración de la deuda argentina es lo que se necesita para introducir disciplina en el mercado, eliminando el riesgo moral. En ese contexto, más allá de lo que pueda hacer el país, parece muy difícil que haya ayuda internacional en el corto plazo. Sin ella resulta aún más difícil revertir las expectativas negativas.

### **c) Las características de las operaciones**

#### *(i) Blindaje*

Tal como fuera mencionado, el paquete de ayuda alcanzó a \$US 39.7 mil millones, siendo la participación del sector privado de \$US 20 mil millones. El costo del apoyo oficial era —en promedio— del 7.2%, mientras que el apoyo privado era a tasas de mercado. En el cuadro 4 se muestra en detalle la composición del aporte oficial y el del sector privado. Con respecto a la ayuda oficial cabe destacar lo siguiente:

---

<sup>68</sup> Todavía no existe una explicación de por qué el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos pareció interesado en dar una señal de que podrían haber fondos adicionales para una operación de canje voluntario, cuando los recursos necesarios para ello son mucho mayores que los \$US 3 000 millones inicialmente comprometidos.

<sup>69</sup> La caída de la actividad industrial durante el tercer trimestre respecto del año previo sería de alrededor del 7% y, lo que es más revelador del derrumbe del nivel de actividad económica, es que el producto industrial durante el mismo trimestre estaría disminuyendo un 6% respecto del trimestre anterior.

- **Fondo Monetario Internacional (FMI):**

El total del préstamo fue equivalente al 500% de la cuota —13.7 mil millones— siendo el 400% resultado de un *stand-by* vigente —aumentado el monto y adelantado los plazos de desembolso— y el 100% restante de facilidades de reservas suplementarias (Supplementary Reserve Facilities (SRF)), desembolsable a lo largo de un año. Esta proporción fue el resultado de intensas negociaciones con los países europeos que preferían una mayor proporción de préstamos de corto plazo y con una mayor tasa de interés SRF. El 67% del préstamo era desembolsable el primer año y el 95% en dos años.

- **Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo (BID):**

El total de los préstamos fue de \$US 5 mil millones, dividido en partes iguales entre ambos organismos y desembolsable en dos años, correspondiendo el 40% al primer año.

- **España:**

El préstamo, desembolsable en un año *pari-passu* con el FMI alcanzaba a \$US 1 mil millones.

Por su parte, el aporte privado estaba compuesto de la siguiente manera:

- **Formadores de mercado:**

El compromiso de los doce bancos era presentar ofertas en los vencimientos de corto plazo por el 100% de los vencimientos. El monto a renovar durante el primer año era de \$US 10 mil millones.

- **Inversores institucionales nacionales:**

El compromiso de los fondos de pensión nacionales alcanzaba a \$US 3 mil millones que serían demandados durante el primer año.

- **Canje voluntario de deuda:**

Existían propuestas de bancos para realizar canjes voluntarios por un total de \$US 7 mil millones a través de tres tipos de operaciones distintas: canje de dólares y pesos, canje en el mercado de euro y reinversión de cupones. El canje alcanzaba a sólo el 0.6% de los vencimientos del año 2001.

Los rasgos característicos de este paquete de ayuda eran, por un lado, la necesidad de cumplir con los compromisos con los organismos internacionales y en particular con las metas con el FMI y, por el otro, que el compromiso del sector privado era a tasas de mercado e implícitamente cumplible bajo condiciones de cierta “normalidad” en los mercados. Es decir, resulta difícil pensar que los bancos estarían dispuestos a renovar la deuda de corto plazo si por distintos motivos el país estuviera cerca de la cesación de pagos. Durante los dos primeros meses del año se consiguió renovar todos los vencimientos a tasas de interés sustancialmente inferiores a la de los meses previos.

Por otra parte, el paquete de ayuda era efectivo si el país podía restablecer en un determinado período de tiempo el acceso a los mercados. Si bien la asistencia financiera era tal que en el primer año, de mantenerse las cifras previstas del déficit fiscal, sólo había que acceder a los mercados internacionales por \$US 3 mil millones, era evidente que se esperaba que, en el curso de los primeros meses, la Argentina comenzara a colocar deuda en esos mercados. De hecho, durante febrero se hizo una colocación en el mercado japonés por \$US 470 millones y un canje de deuda por \$US 4 200 millones.

Tal como fue mencionado, los acontecimientos posteriores determinaron que las renovaciones fueran más difíciles y a mayores tasas de interés. Asimismo, el aumento del déficit fiscal aumentó las necesidades de financiamiento. En un contexto de expectativas negativas en gobierno anunció un megacanje de deuda.



### (ii) *El megacanje de deuda*

La operación tuvo como objetivo central disminuir lo máximo posible los montos de amortización e intereses a pagar en los próximos 5 años.

Para lograr este resultado se diseñó una operación financiera que consistió en ofrecer el canje de buena parte de los bonos en poder de argentinos y extranjeros que tenían vencimientos de capital e interés en el corto plazo por otros nuevos bonos con pagos diferidos en el tiempo.<sup>70</sup>

Los tenedores de bonos enfrentaban diversos tipos de incentivos para participar en el canje en función, básicamente, del tipo de bono que poseían y que podían canjear. Por ejemplo:

- Recibir un bono con un rendimiento mayor por un plazo mayor, con lo que se “aseguraban” un rendimiento alto por más tiempo.
- Desprenderse de bonos que no eran fáciles de comercializar (ilíquidos) y pasar a tener otros que, por el volumen de la emisión, eran más líquidos. Este incentivo era a su vez un problema, ya que los inversores que quisieran vender papeles argentinos iban a poder hacerlo con menores pérdidas después del canje, dado la eventual mayor liquidez del nuevo papel.
- Mantener bonos en cartera con una clara relación con el indicador de riesgo país. Para los fondos que tienen como punto de comparación (*benchmark*) el Emergence Markets Bond Index (EMBI), la pérdida de relevancia de los viejos bonos y la importancia de los nuevos en este indicador funciona como incentivo importante.
- Dejar de tener bonos con frecuentes pagos que obligaban al tenedor estar decidiendo continuamente la reinversión de los cobros y pasar a tener ahora un bono con una reinversión automática a un cupón más alto o con pagos más espaciados en el tiempo.

Existía un incentivo común a todos: en la medida en que el canje era exitoso, el tenedor que no participaba corría el riesgo de quedarse con un bono que pasaría a ser ilíquido, es decir, de difícil comercialización. Como, en principio, cada tenedor no sabe lo que va a hacer el resto, principalmente, si son numerosos, la decisión óptima sería hacer lo que hace la mayoría. Es decir, había un claro problema de coordinación. Esto fue el que llevó a algunos analistas a cuestionar el carácter voluntario del canje.

Se colocaron bonos nuevos por un valor nominal de \$US 30 431 millones. La operación implicó un incremento de la deuda pública de \$US 2 257 millones, ya que se recibieron bonos elegibles por \$US 28 174 millones de valor nominal residual.

Se mejoró el perfil de vencimientos de la deuda, generando ahorros en las necesidades de financiamiento hasta el año 2005 por \$US 16 050 millones y \$US 7 849 millones hasta el año 2002. La extensión de la cartera en términos de vida promedio fue de 2.78 años. Dado que el rendimiento de la cartera recomprada fue de 14.94%, mientras que la de los bonos colocados tuvo un rendimiento de 15.29%, se puede decir que hubo una concesión de aproximadamente 10 puntos básicos por cada año de extensión del plazo promedio de la deuda.

La operación, si bien exitosa en términos del objetivo del gobierno que era disminuir los vencimientos de capital e interés en el corto plazo, consolidó por un plazo mayor las tasas de interés que en ese momento estaba pagando el país. Se disminuían los problemas de liquidez, al extremo de evitar una cesación de pagos en semanas, a costa de aumentar el peso de la deuda y, por lo tanto, el riesgo de insolvencia.

<sup>70</sup> Si bien hubo restricciones sobre la extensión de la vida promedio de los bonos, de manera que bonos de corto plazo no pudieran cambiarse por bonos a treinta años, la operación tendía a congelar tasas de interés insostenibles.

La operación tenía un fuerte riesgo de la aparición de *free riders*, es decir, aquellos inversores a los que les convenía que se presentaran la mayor cantidad de propuestas de manera que la mejora de la liquidez permitiera cobrar sus vencimientos de corto plazo, lo que a su vez exigía no participar en el canje para no ver aumentada el plazo de la deuda. Obviamente el problema de los *free riders* era mayor en aquellos casos en que no se pudiera aplicar persuasión moral a los tenedores de bonos. La composición de las ofertas da una idea de que eso fue lo que realmente ocurrió. En efecto, sobre un promedio de ofertas del 52% de los bonos elegibles para el canje, las propuestas de residentes alcanzaron al 71% de sus tenencias y la de los extranjeros a sólo el 25%. La conclusión es evidente: los residentes —básicamente bancos y fondos de pensión— se presentaron masivamente al canje porque, además de ser los que más tenían para perder en el caso de que el país tuviera dificultades para pagar su deuda, tuvieron una importante presión del gobierno que tenía identificadas sus tenencias.

### (iii) *Post scriptum*

La situación argentina en general y la de su deuda en particular, sigue mostrando una dinámica que, al momento de la versión final de este documento —20 de noviembre— nos lleva a hacer algunas reflexiones finales con respecto a los últimos acontecimientos.

El gobierno ha anunciado que va a realizar un canje no voluntario de la deuda en bonos. El monto involucrado es de alrededor de \$US 95 000 millones, lo que la convierte en la operación más grande de reestructuración en la historia de las finanzas internacionales.

La operación se llevara a cabo en dos etapas. En una primera etapa se canjearán bonos en dólares por un monto máximo estimado de \$US 64 000 millones, de los cuales los bancos y los fondos de pensión poseen un 50% sobre un total del conjunto de residentes estimado en un 70%.<sup>71</sup> Los nuevos instrumentos de deuda serán *promissory notes* emitidas por el gobierno nacional. Las principales características de los nuevos instrumentos son las siguientes:

- a) las nuevas obligaciones están sujetas a la legislación argentina;
- b) tienen garantía de los ingresos tributarios;
- c) todos los servicios de capital comprometidos hasta diciembre de 2010 serán pospuestos por tres años;
- d) los servicios de intereses tendrán una reducción de al menos el 30% respecto del cupón original y un máximo de 7% anual para los instrumentos a tasa fija ó 300 puntos sobre el London Interbank Borrowing Rate (LIBOR) para las obligaciones a tasa variable, y
- e) el interés será pagado mensualmente con la excepción de los devengados entre el 30 de noviembre y el 30 de marzo de 2002, los que serán capitalizados en el valor de la nueva obligación.

La aceptación del canje por parte de los inversores institucionales (bancos y fondos de pensión) permitiría un ahorro anual de intereses de aproximadamente 1.1 mil millones y una reducción en las amortizaciones de alrededor de 1.3 mil millones, en este último caso durante los primeros tres años. Desde ya que esta cifra aumenta si otros tenedores deciden entrar en el canje.

El gobierno también anunció que luego de esta operación realizara una similar con los tenedores de bonos no residentes, posiblemente en enero de 2001.

La propuesta nos sugiere las siguientes reflexiones. Finalmente el gobierno ha reconocido que en las actuales condiciones era imposible mantener el pago de los servicios de la deuda. Con el riesgo país superando los 2 000 puntos y una situación económica y política casi inmanejable, la

---

<sup>71</sup> Los bonos en dólares excluidos del canje son las *letes* (corto plazo), los Bonos Brady, los bonos patrióticos (con garantía de impuestos) y los que tienen garantía del Banco Mundial.

posibilidad de volver a acceder a los mercados de crédito por un largo periodo era remota. Mucho puede argumentarse respecto a los factores que llevaron a una decisión tan traumática, pero no cabe dudas que en las actuales circunstancias no había alternativas a la de avanzar en un proceso de reestructuración de la deuda. Más aún, desde julio de 2001 la decisión había comenzado a ser descontada por los mercados. Esas expectativas produjeron efectos similares a los asociados a un anuncio de reestructuración de la deuda: disminución de depósitos y de las reservas internacionales, restricción del crédito y abrupta caída del nivel de actividad económica.

En cuanto a la estrategia adaptada por el gobierno, cabe mencionar que la decisión de realizar la reestructuración en dos etapas es una novedad. La explicación es que se pretende cerrar un acuerdo con los acreedores locales con el objeto de que la incertidumbre de una negociación internacional de reestructuración no afecte al sistema financiero local. En otras palabras, se trata de aislar al sistema financiero local de los efectos de una difícil negociación externa que afectaría su patrimonio de una manera incierta. La alternativa es razonable, si bien el éxito no está asegurado.

La opción elegida no debilitaría la posibilidad de utilizar las “cláusulas de salida” aplicadas en el caso de Ecuador y que han sido discutidas en este documento, ya que los bonos canjeados por el gobierno podrían ser utilizados para lograr el 67% requerido en el canje internacional.

Por el momento, se ha decidido mantener el pago de los servicios de la deuda. Ello permite decir que la Argentina no ha incurrido en *default* y de esa manera amortiguar el impacto que ello produciría sobre el sistema financiero local. Sin embargo, la razonabilidad de esta decisión es más que dudosa, ya que se continua perdiendo reservas internacionales que serán imprescindibles en los próximos meses y que aumentan la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la convertibilidad. En el extremo, iniciar una negociación con los acreedores internacionales, sobre los que no es posible aplicar “persuasión moral”, manteniendo los pagos de los servicios sería un despropósito. Por lo tanto, es probable que después del canje local y a mas tardar en enero del próximo año, las autoridades decidan anunciar la cesación de pagos.

La reducción de las tasas de interés en alrededor de un 30% y con un máximo de 7% para todos los bonos lleva a dos tipos de comentarios. Desde un punto de vista técnico es una propuesta discutible, porque implica quitas de distinta magnitud dependiendo del plazo y condiciones de los bonos existentes, cuando lo más razonable hubiera sido una propuesta que considerara el valor actual de los bonos. Si bien esa propuesta hubiese hecho la operación más compleja, habría tenido la ventaja de ser más equitativa.<sup>72</sup> Por otro lado, la propuesta genera dudas sobre la sostenibilidad del esquema, especialmente teniendo en cuenta que la reducción de los intereses prevista no asegura el logro de equilibrio en las cuentas publicas sin reducciones adicionales del gasto, las que, en estas circunstancias, parecen difíciles de lograr.<sup>73</sup> Sin equilibrar las cuentas publicas —en especial a partir del anuncio en ese sentido— es aún más complicado recuperar la confianza y lograr que la economía argentina deje atrás la recesión mas prolongada de las últimas décadas.

En términos más generales, es importante mencionar que el anuncio fue realizado sin intentar negociar previamente el apoyo de los países industrializados y de los organismos internacionales de crédito. Éste fue un error, porque, entre otras cosas, podría haberse logrado apoyo para proteger al sistema financiero, cuya fragilidad es la mayor incertidumbre en el corto plazo, ya que los depósitos siguen disminuyendo, lenta pero inexorablemente.

Un último comentario respecto al posible “contagio” de la crisis argentina en otros países, especialmente de la región. Después de varios meses en que la crisis argentina claramente afectó a

<sup>72</sup> 87 La inequidad es mayor cuando se tiene en cuenta que los bonos en circulación han sido colocados, en muchos casos, a diferentes tasas de interés pero con quitas distintas sobre el valor par. Por ejemplo, en el megacanje las tasas de interés implícitas fueron del 15.5% pero con un cupón de alrededor del 11.5% y con un descuento importante sobre el valor técnico.

<sup>73</sup> i bien el gobierno argentino ha anunciado que hará el canje a una tasa del 7%, el decreto respectivo establece que ésa será una tasa máxima, dejando por lo tanto abierta la posibilidad de una quita mayor.

otros países —en particular a Brasil— la situación parece haber cambiado drásticamente en los últimos meses. La razón posiblemente debe buscarse en el hecho de que el anuncio de la reestructuración de la deuda argentina no fue una sorpresa, como lo fue, por ejemplo, en el caso de Rusia. De esa manera, el impacto del continuo deterioro de la situación argentina sobre sus vecinos pudo ser evaluado sin tener que recurrir a supuestos o a modelos de simulación. Cuando se advirtió que el impacto era manejable y que los organismos internacionales de crédito estaban dispuestos a auxiliar a los posibles afectados, comenzó a ceder la presión sobre otros países y en particular sobre Brasil.

En otras palabras, la Argentina fue moviéndose lentamente hacia la peor de las alternativas posibles: sufrió durante largos meses los costos de la moratoria en términos de caída de reservas y nivel de actividad económica, al tiempo que seguía pagando sus obligaciones y, además, permitió que el mundo se convenciera que los riesgos sistémicos podían ser evitados, eliminando de esa manera toda posibilidad de ayuda. Si bien “el final de la historia” todavía debe ser escrito en términos del impacto que la situación argentina tendrá sobre el futuro político y económico de América Latina, por el momento el país deberá enfrentar solo, y en un contexto de serios problemas internos, una difícil renegociación de su deuda. Tal como se señala en el documento, la explicación debe buscarse en que la economía política de una decisión de este tipo es difícil de manejar. La Argentina es un claro ejemplo de ello.

## VIII. Consideraciones finales

---

En este trabajo hemos pasado revista a varios aspectos de la eventual participación del sector privado en la resolución de la crisis de la deuda de los países emergentes. Así hemos analizado aspectos conceptuales, experiencias históricas con distintos mecanismos de participación y nuevos instrumentos e instituciones para que la renegociación de la deuda con el sector privado sea lo menos traumática posible para el país deudor y para el conjunto de la comunidad internacional. En lo que sigue se extraen conclusiones y se realizan algunas propuestas.

1. Analizar los mecanismos de financiamiento de un país con dificultades en el pago de su deuda solamente a través de los problemas de riesgo moral que pueden generarse como resultado de la ayuda oficial es un gran error conceptual. De la misma manera que cuando se evalúa la resolución de la crisis en los sistemas financieros nacionales, la discusión de las crisis de pagos de los países requiere tomar en cuenta no sólo el riesgo moral sino también los problemas de riesgo sistémico. Más aún, a diferencia de los sistemas financieros donde las entidades pueden desaparecer, los países —en la mayoría de los casos— subsisten como tales, por lo que la evaluación en el nivel internacional debe de tomar en cuenta cuál es la mejor manera de restablecer el proceso de crecimiento en el país afectado. Por lo tanto, las decisiones respecto de la participación del sector privado, sus características y magnitud deben considerar otras variables más allá del riesgo moral.

2. Tanto el riesgo moral de los ahorristas como el riesgo sistémico parecen ser menores en el nivel internacional que en el nacional. En el primer caso, y muy especialmente después de la moratoria rusa, la diferencia entre el rendimiento de los bonos entre países es sustancialmente mayor que entre entidades financieras dentro de un país. Ello es claramente un indicador de que no hay certezas, ni mucho menos, de que los países—independientemente de su tamaño— van a recibir ayuda internacional para pagar sus deudas. En lo que respecta al riesgo sistémico, hay elementos para pensar que la transparencia y diseminación de la información es mayores en el nivel internacional que la que enfrentan los ahorristas respecto de las entidades financieras locales. Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que en el nivel internacional el contagio puede producirse por otros canales que los derivados de la falta de información. Ejemplo de ello son los impactos comerciales de fuertes devaluaciones y contracciones del producto o los impactos en determinadas operaciones financieras, en sistemas cada vez más complejos y a la vez más interdependientes. Por lo tanto, la afirmación de que existe un menor riesgo sistémico en el nivel internacional que en el nacional debe ser evaluada en cada caso en particular, considerando las interacciones comerciales y financieras.

3. La recomendación de que las autoridades monetarias deben mantener una “ambigüedad constructiva” respecto de su asistencia a entidades en dificultades es extensible por los mismos motivos y por otros adicionales al escenario internacional. Los motivos adicionales tienen que ver con el hecho de que, por lo general, es más difícil determinar en el nivel de país si el problema es de liquidez o de solvencia. Aún más importante, los problemas de solvencia de un país pueden ser resueltos en un período relativamente breve si se aplican políticas adecuadas. A la luz de los comentarios previos, la participación del sector privado no es necesariamente la solución correcta en todos los casos y la misma no puede ser sostenida simplemente por consideraciones de riesgo moral.

4. Por su parte, la magnitud de los recursos involucrados y la oposición de los países desarrollados a aumentar las cuotas del FMI y de los organismos internacionales de crédito en general, es una realidad que puede obligar en ciertas circunstancias a adoptar políticas erróneas por falta de recursos, como, por ejemplo, no realizar una operación de rescate a pesar de que la misma sea aconsejable. En este campo una alternativa sería que el FMI pueda emitir Derechos Especiales de Giro ante situaciones de falta de liquidez en el nivel internacional, los que serían recuperados cuando la misma se restablezca (J. A. Ocampo, 2001). El argumento de que la ausencia de participación del sector privado aumenta la carga del ajuste sobre los contribuyentes de los países desarrollados y de los en desarrollo es, cuanto menos, discutible.

- a) En el primer caso porque el capital realmente aportado es poco significativo respecto del monto de los préstamos y porque el índice de recuperación es muy elevado, lo que a su vez explica las bajas tasas de interés respecto a las de mercado como consecuencia del carácter privilegiado de los préstamos.
- b) En el segundo, porque para afirmar que una operación de “rescate” sin renegociación de la deuda privada recae sobre los contribuyentes, debe evaluarse cuál es el impacto de una reestructuración sobre la tasa de crecimiento futura del país en problemas y del resto de los países endeudados en los mercados internacionales de crédito. Ello claramente dependerá de cuál sea la característica del problema que se enfrenta.

En casos puros de liquidez la reestructuración de la deuda es una política equivocada, de la misma manera que es la política correcta cuando está comprometida la solvencia, en cuyo caso es conveniente que la misma se lleve a cabo lo más rápido posible. Desafortunadamente, como fue mencionado en varias oportunidades a lo largo del documento, el mundo real es algo más complejo y los problemas de liquidez y solvencia se presentan en forma conjunta y en la mayoría de las veces es difícil discernir cuál es más relevante.

5. Para poder reinsertarse más rápidamente en los mercados internacionales de crédito es conveniente que la participación del sector privado se haga a través de mecanismos voluntarios. Sin embargo, mientras que contribuir a la resolución de las crisis es de interés de los acreedores desde un punto de vista colectivo, cada acreedor individual tiene un incentivo para bloquear un acuerdo si no consigue una ganancia especial. Ésta es la esencia del problema de coordinación cuando es necesario tratar con muchos acreedores en lugar de con uno o unos pocos. Por lo tanto, los acuerdos voluntarios parecen muy difíciles de lograr. La experiencia hasta este momento en este campo es clara: los acuerdos voluntarios son factibles si los acreedores no son muchos y es posible, de la misma manera que se hizo durante la década del ochenta, ejercer presión moral sobre ellos. La misma persuasión que la comunidad internacional puede ejercer sobre los bancos internacionales es la que las autoridades pueden tener sobre los tenedores institucionales locales en ciertas circunstancias. Complementariamente, es posible generar incentivos para ciertos acreedores, como se hizo en el caso argentino en diciembre de 2000, aunque, a no ser que estos incentivos sean muy importantes, los mismos tienden a diluirse en un caso de crisis.

Del párrafo anterior se desprende que no existe tal cosa como participación voluntaria sin persuasión moral. La misma es imposible de aplicar cuando los tenedores de bonos son muchos y no son entidades financieras. Éste sin duda es el problema mayor asociado a la securitización de los mercados durante la última década. La alternativa es lograr suficientes recursos de los organismos internacionales de crédito de manera de ofrecerlos en garantía o utilizarlos en una recompra de deuda. A ello se puede adicionar las garantías locales mediante una ley que fije la prioridad en el pago de la deuda de ciertos ingresos fiscales. El principal problema de este tipo de operaciones es la necesidad de contar con importantes recursos internacionales, algo que por el momento parece difícil de lograr.

6. Si un país enfrenta problemas de solvencia o no consigue apoyo internacional y sus principales acreedores no son entidades financieras, la única alternativa es lograr la coordinación necesaria a través de una cesación de pagos —o una amenaza de dejar de pagar. Es recién aquí donde intervienen los mecanismos e instituciones que pueden apoyar en el proceso.

7. No existe la posibilidad, más allá de las pretensiones del sector privado, de que una cesación de pagos sea consensuada con los acreedores. En el mejor de los casos puede ser anunciada en el tiempo que queda hasta el próximo pago. Esta alternativa no implica mucho tiempo disponible cuando los instrumentos de deuda son muchos y, por ende, con vencimientos continuos. De cualquier manera ese tiempo, junto con los 30 días de gracia antes de que puedan iniciarse acciones legales, debiera ser usado intensamente para la negociación con el sector privado. Para que ello sea posible es necesario, entre otras cosas, que exista una buena comunicación previa y que la información ofrecida en todo momento sea transparente. Sin embargo, es importante que la intención de reestructurar la deuda sea informada previamente a los organismos internacionales de crédito y, en especial, a los países desarrollados, de manera de intentar el apoyo de los mismos durante el periodo de negociación.

8. La cesación de pagos seguramente incluirá a todas las obligaciones del país. En primer lugar, si el problema es con la deuda soberana, el no pago debe alcanzar a todos los instrumentos, excepto a aquellos que impliquen obligaciones con los organismos internacionales de crédito. La única excepción que merece evaluarse es respecto a las tenencias de deuda por bancos locales, en la medida que la misma sea fácilmente identificable y tenga características especiales —por ejemplo el plazo— de manera que evitar problemas mayores con otros acreedores. En esa situación es improbable que se vaya a mantener el financiamiento al sector privado, lo que, unido a la ineludible incertidumbre, llevara a una importante salida de capitales. La alternativa a la flotación del tipo de cambio para evitar la pérdida de reservas es aplicar un mecanismo de control de cambios y un período de espera a la deuda privada. La flotación en un momento de tanta

incertidumbre aparece como no aconsejable, por lo que el control de cambios puede ser imprescindible. La cesación de pagos temporaria del sector privado no sería necesaria si la negociación puede hacerse en un breve periodo de tiempo, lo que parece bastante difícil, o si al momento de la cesación de pagos del sector público los préstamos vigentes del sector privado son reducidos. En ningún caso el sector público debe negociar por el sector privado, salvo la medida que atienda en el corto plazo el problema de liquidez.

9. Si la reestructuración demora mucho tiempo es evidente que ello puede afectar las expectativas de los ahorristas y por ende la estabilidad del sistema financiero. El tema es especialmente grave si los bancos locales mantienen una importante cantidad de deuda pública. Si no puede darse un tratamiento especial a los bonos mantenidos por los bancos locales, debe pensarse en un paquete de ayuda que evite una crisis generalizada del sistema financiero. Sin la ayuda internacional que debe incluir un préstamo para atender situaciones de iliquidez puede ser muy difícil evitar una corrida de los depósitos y, por ende, puede ser necesario establecer un período de espera sobre los pasivos del sistema financiero. Teniendo en cuenta sus efectos negativos sobre la credibilidad futura, ésta es una decisión que sólo debe tomarse en situaciones extremas.

10. Como en cualquier proceso de reestructuración de deuda, es conveniente llegar a la misma con suficientes reservas. Por lo tanto, si no hay alternativas, sería conveniente declarar la cesación de pagos antes de que las reservas disminuyan por debajo de cierto nivel crítico. Sin embargo, esta recomendación es de difícil aplicación, ya que conociendo los efectos traumáticos, al menos de corto plazo, de una reestructuración, las autoridades seguramente intentarían hasta último momento cambiar el humor de los mercados. Para evitar esta situación es conveniente tener un equipo de personas que no esté en el día a día y que pueda recomendar una decisión de ese tipo mirando el mediano plazo.

11. Un mecanismo imprescindible durante ese proceso es que el FMI esté dispuesto a prestarle al país mientras dure la negociación. Sin ello, las posibilidades de una reestructuración ordenada desde el punto de vista del deudor son escasas.

12. Si bien la cantidad de acreedores, la dificultad para localizarlos y los problemas legales resultado de las cláusulas de los bonos existentes hacen que la reestructuración de la deuda aparezca como más complicada que en la década del ochenta, hay una diferencia importante que debiera favorecer un menor plazo de negociación: a diferencia de ese entonces los actuales tenedores de bonos seguramente ya han realizado la pérdida al momento de la negociación. Ello, junto con una mayor diversificación de los acreedores, significa que una reestructuración no es traumática desde el punto de vista patrimonial como lo fue en ese entonces. En esta situación es evidente que los tiempos de la renegociación serían en la actualidad sustancialmente menores que en ese entonces.

13. La experiencia de los países que realizaron reestructuraciones compulsivas en los últimos años es ilustrativa al respecto. Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que la deuda de los países involucrados —con la excepción de Rusia— era pequeña. La duda es cuál va a ser la posición de los acreedores ante una situación de crisis en un país de mayor tamaño relativo, ya que el incentivo a realizar una rápida negociación debe ser contrapuesto al objetivo de no dar una “mala señal” a los demás países deudores llevando a cabo una negociación demasiado rápida y relativamente ventajosa para el deudor.

14. Cuando un país decide iniciar un proceso de reestructuración de la deuda como consecuencia de claros problemas de solvencia, se debe estar convencido que las nuevas obligaciones resuelven definitivamente el problema. Los costos son excesivamente grandes para pensar que este proceso puede repetirse en un plazo relativamente breve. Para ello, el marco legal y



las instituciones deben de ser tales que disminuyan la natural presión para que el deudor concluya rápidamente la negociación sin darle mayor importancia a las condiciones de la misma.

15. Hay dos maneras de evitar acciones legales durante el proceso de negociación: una cesación de pagos aprobada por la comunidad internacional o un acuerdo con los acreedores mientras se negocia. En este último caso, más allá de la buena predisposición que pueda mostrar el sector privado, nada asegura, dado las cláusulas de los bonos existentes, que ello pueda evitarse. La posibilidad de sancionar una “espera en los pagos” por parte del FMI mientras dure la negociación, requiere modificar el acuerdo constitutivo del organismo. Si bien los países desarrollados han mostrado escasa predisposición para avanzar en este campo, creemos que éste es un instrumento adecuado para una negociación ordenada de la deuda. Ello no significa que sea un instrumento sin costos, el más evidente de ellos es la incertidumbre que cualquier negociación con el FMI puede producir en los mercados de capitales si este organismo tiene las facultades mencionadas. De cualquier manera creemos que es un riesgo que vale la pena correr.

16. Una alternativa para reducir el impacto de las acciones legales es ofrecer un canje de deuda relativamente ventajoso para los acreedores dado el valor de mercado de los bonos en ese momento. Éste parece haber sido un elemento importante en todas las negociaciones con el sector privado de los últimos años. Sin embargo, esta alternativa tiene el problema que una propuesta ventajosa para los acreedores puede no ser una solución definitiva a los problemas de solvencia. Tal como fue mencionado, éste es un riesgo que el país que decide reestructurar su deuda no puede afrontar.

17. La mayoría de la deuda de los países emergentes tiene cláusulas que dificultan seriamente cualquier negociación, la más importante de las cuales es la necesidad de lograr unanimidad de los acreedores para modificar las condiciones financieras de los bonos. Si a ello le agregamos las cláusulas de “cesación de pagos cruzada” y “aceleración”, la negociación aparece como muy difícil. Hasta el momento, la manera de salvar este problema, en los casos donde hubo una participación compulsiva de los acreedores, parece haber sido el ofrecimiento de canje de los bonos existentes por nuevos instrumentos de deuda con condiciones mejores que las que esperaban los acreedores. Sin embargo, en el caso de Ecuador, un instrumento importante fue la aplicación de una alternativa legal denominada “cláusulas de salida” por la cual, con una mayoría del 66%, se pudo modificar las condiciones no financieras de los bonos, convirtiendo a las obligaciones existentes de aquellos que no entran en el canje en deuda de segunda clase. Dado la ausencia de instituciones adecuadas para la resolución de una crisis y la existencia de cláusulas legales en la mayoría de los bonos que exigen unanimidad para modificar las condiciones financieras, esta alternativa aparece como la única factible en las actuales circunstancias.

18. Mucho se ha hablado de la necesidad de modificar las condiciones de los bonos introduciendo cláusulas de acción colectiva para facilitar la negociación. Estas cláusulas permitirían que una mayoría de accionistas pudiera tomar la decisión de modificar las condiciones financieras de los bonos. Ello, junto con la eliminación de las cláusulas de “cesación de pagos cruzada” y de “aceleración” y la introducción de una cláusula que impida las acciones legales si no existe acuerdo de los tenedores del 25% del valor de la deuda, reduciría fuertemente la presión sobre el deudor y, por lo tanto, ayudaría a encontrar una solución más razonable. Sin embargo, ello sólo es posible si existe una acción coordinada de los acreedores que haga mandatoria la inclusión de estas cláusulas en las nuevas emisiones de bonos. De no ser así, es imposible que algún país en desarrollo tome la iniciativa en este campo porque automáticamente sería señalado como alguien que está buscando condiciones más favorables para una reestructuración de la deuda.

Además, los escasos de estudios empíricos muestran que los países con dificultades tienen que pagar por los bonos con estas cláusulas un premio que en la actualidad es de más de 100 puntos básicos respecto de otros bonos sin estas características. Es probable que este premio

disminuya en algo si las cláusulas son mandatorias. De cualquier manera, no creemos que el avance en este campo sea muy significativo en el corto plazo para procesos de reestructuración de deuda. Ello como consecuencia del plazo de los bonos existentes, ya que para que este instrumento sea eficaz debe incluir una parte significativa de la deuda sujeta a reestructuración. De cualquier manera, por más que el avance sea lento, creemos que es un camino, bajo las condiciones mencionadas, que debe seguirse.

19. Por su parte, la introducción de cláusulas que permitan una prórroga automática de las obligaciones en ciertas circunstancias aparece como menos adecuada. Por un lado, no siempre prorrogar vencimientos de manera automática es conveniente como, por ejemplo, cuando el país tiene claros problemas de solvencia. Por el otro, la introducción de estas cláusulas, al bloquear la salida y eliminar la negociación, puede tener un efecto negativo sobre el flujo de préstamos y acelerar la demanda de instrumentos que exhiban menor incertidumbre.

20. La alternativa más adecuada en una reestructuración parece ser la de aplicar distintos criterios con distintos acreedores. Cláusulas de acción colectiva para los bonos que las incluyen, cláusulas de salida al estilo de Ecuador para los bonos bajo la jurisdicción de la legislación de Nueva York y legislación local en caso de bonos mantenidos por residentes. El que éste sea el marco legal en que puede pensarse una reestructuración por el momento, no significa que no sea conveniente presentar una propuesta bien preparada —lo que exige tiempo, confidencialidad y bastantes recursos humanos— para ser discutida con los acreedores apenas se haya tomado la decisión de seguir este camino. Sería imprescindible que la misma incluya las medidas de ajuste interno y el financiamiento internacional que respalde esta decisión. Una propuesta razonable al momento de declarar la cesación de pagos es la alternativa más adecuada para reducir los incentivos a entrar en discusiones legales que alargarían la negociación más allá de lo conveniente.

## IX. Conclusiones

---

Desde mediados de la década de 1990, la resolución de la crisis financieras asociadas a las obligaciones de la deuda en los países emergentes, estuvo signada por los paquetes de ayuda especiales de los organismos internacionales de crédito. La magnitud de estos préstamos, sus resultados y la distinta percepción respecto de quien paga los costos, han generado durante los últimos años una discusión respecto de los mecanismos más idóneos para hacer frente a estas crisis.

La reestructuración del sistema financiero internacional pasó a convertirse desde ese entonces en un motivo de preocupación de los gobiernos, de los organismos internacionales y del mundo académico. Esta discusión ha generado algunos progresos en cuanto a los mecanismos de prevención de las crisis, aunque la discusión en esta materia y en particular la implementación de ciertas recomendaciones dista de haberse agotado. Sin embargo, teniendo en cuenta que la volatilidad es un rasgo endémico de los mercados financieros, es imposible pensar que por mas que se logren progresos en los mecanismos de prevención van a desaparecer las crisis.

La actitud de los países desarrollados es que es necesario involucrar al sector privado en la resolución de crisis financieras asociadas a los problemas de la deuda. Más allá de que los argumentos utilizados en este debate son discutibles, lo cierto es que, por restricciones presupuestarias o por reales problemas de solvencia en el país deudor, es necesario contar con instituciones y mecanismos que permitan una ordenada participación del sector privado. En este campo, poco y nada se ha avanzado.

El tema es especialmente preocupante, porque más allá de casos especiales donde pueden aplicarse mecanismos de persuasión moral sobre los acreedores, es imposible pensar que esa participación puede darse en forma voluntaria.

El principal problema que deben enfrentar los países que decidan una reestructuración de su deuda es la diversidad de legislaciones que se aplican a los instrumentos de deuda existente y, por ende, la dificultad para evitar acciones legales durante la negociación. Además, si bien existen elementos objetivos que hacen prever que la negociación debería tener un periodo de maduración menor que en el pasado, no hay instituciones que limiten el tiempo de la misma. Una larga negociación tendría un efecto muy negativo sobre los sistemas financieros locales y por ende sobre el nivel de actividad económica, por lo que de no resolverse esos problemas se debilita considerablemente la posición negociadora del deudor.

Por lo tanto, evitar las acciones legales y reducir la incertidumbre en el país deudor durante las negociaciones son los temas centrales que debieran estar incluidos en cualquier propuesta. Si bien en el corto plazo pueden utilizarse ciertos mecanismos legales que permiten cambiar las condiciones no financieras de los bonos según la legislación de Nueva York mediante mayorías sustancialmente inferiores a las que se requieren para modificar las cláusulas financieras, en el mediano plazo es necesario avanzar en homogeneizar las cláusulas de los bonos. En particular, es importante la posibilidad de que esas cláusulas impidan acciones legales sin contar con mayorías especiales, las que a su vez deberían facilitar la búsqueda de consensos. Esta alternativa requiere, por motivos que son explicados en el documento, un largo periodo de maduración. Por lo tanto, después de discutir distintas posibilidades, nuestra opinión es que en forma complementaria se debe avanzar en ese terreno mediante la sanción internacional de un periodo de espera en los pagos, al tiempo que los organismos internacionales de crédito respaldan a los sistemas financieros locales y el FMI está dispuesto a prestar en atrasos durante la negociación.

Sin esas instituciones e instrumentos se corre el peligro que la negociación sobre la reestructuración de la deuda se prolongue innecesariamente o que el deudor esté dispuesto a acordar sobre bases difícilmente sostenibles en el mediano plazo.

## Bibliografía

---

- Agosin, M. (1998), “Capital Inflow and Investment Performance: Chile in the 1990s”, en *Capital Inflow and Investment Performance: Lessons from Latin America*, R. Ffrench-Davis y H. Reisen (eds), Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Development Centre/Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), París.
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (1996), “Managing Capital Flows in Latin America”, en *The Tobin tax – Coping with Financial Volatility*, M. Ul Haq, I. Kaul, e I. Grunberg, Oxford University Press, Nueva York.
- Altimir y Duvlin, (1994), “La moratoria de la deuda de América Latina”, Fondo de Cultura Económica.
- Banco de Canadá y Banco de Inglaterra (2001), “Resolution of International Financial Crises”, mimeo.
- Banco de Pagos Internacionales (1998), *Annual Report*, Comité para la Supervisión Bancaria, Basilea.
- \_\_\_\_\_(1997), “Core Principles for Effective Banking Supervision. Basle Core Principles”, Comité para la Supervisión Bancaria, Basilea.
- Barrera, F. y M. Cárdenas (1997), “On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s”, *Journal of Development Economics*, (54: 27-57).
- Calomiris, C. (1997), “The Postmodern Bank Safety Net”, American Enterprise Institute for Public Research.
- \_\_\_\_\_(1990), “Is Deposit Insurance Necessary? An Historical Perspective”, *Journal of Economic History* 50.
- \_\_\_\_\_(1989), “Deposit Insurance: Lessons from the Record”, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, mayo-junio.
- Calvo, G. (1998), “Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus”, College Park, University of Maryland.
- Cline, William (2000), “The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets”, *Institute of International Finance*, octubre.

- Devlin, R. (1989), "Debt and Crisis in Latin America, The Supply Side of the Story", Princeton University Press.
- Eatwell, John y Lance Taylor (2000), "Global Finance at Risk: The Case for International Regulation", The New York Press, Nueva York.
- Economic Commission for Latin America and Caribbean (1998), "Preventing and Handling Financial Crisis", *The International Financial Crisis: An ECLAC Perspective*, Santiago, Chile.
- \_\_\_ (1965), "External Financing in Latin America", Nueva York.
- Eichengreen, Barry (1999b), "Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced?", International Center for Monetary and Banking Studies.
- \_\_\_ (1999a), "Toward a new International Financial Architecture, A Practical Post-Asia Agenda", Institute of International Economics.
- \_\_\_ (1996), "A History of the International Monetary System", Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry y Ashoka Mody (2000), "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results", University of California y World Bank, mayo.
- Eichengreen, Barry y Christof Ruhl (2000), "The Bail-in Problem: Systematic Goals, *ad-hoc* Means", National Bureau of Economic Research (NBER) *Working Paper* N° 7653, abril.
- Eichengreen, Barry y P. Temin (1997), "The Gold Standard and the Great Depression", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* N° 6060, junio.
- Folkerts-Landau, D. y C. Lindgren (1998), "Toward a Framework for Financial Stability", International Monetary Fund, Washington.
- Frydl, E. y M. Quintyn (2000), "The Benefits and Costs of Intervening in Banking Crises", Fondo Monetario Internacional (FMI), *Documento de trabajo* N° 147, Washington.
- G-7 (Grupo de los Siete) (1999), "Report of G-7 Finance Ministers of the Koln Economic Summit", Colonia, Alemania, junio.
- Griffith-Jones, S. (1998), "Global Capitals Flows, Should They Be Regulated?", London, Macmillan.
- Griffith-Jones, S. y S. Spratt (2001) "Will the proposed new Basel Capital Accord have a net negative effect on developing countries?", Institute of Development Studies: University of Sussex.
- IIF (Institute of International Finance) (2001b), "Resolving and Preventing Financial Crises: The Role of the Private Sector", International Monetary Fund (IMF), Washington, marzo.
- \_\_\_ (2001a), "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises: Restructuring International Sovereign Bonds", International Monetary Fund (IMF), Washington, enero.
- \_\_\_ (2001), "Principles for Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Resolution", Institute of International Finance (IIF), Washington, enero.
- \_\_\_ (2000b), "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises: Standstills", International Monetary Fund (IMF), Washington, agosto.
- \_\_\_ (2000a), "Report of the Managing Director of the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System", International Monetary Fund (IMF), Washington.
- \_\_\_ (1999c), "Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises: The Role of Creditor's Committees". International Monetary Fund (IMF), Washington, agosto.
- \_\_\_ (1999b), "Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises: Collective Action Provisions in International Sovereign Bonds", International Monetary Fund (IMF), Washington, agosto.
- \_\_\_ (1999a), "Report of the Managing Director of the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System", International Monetary Fund (IMF), Washington.
- Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart (1999), "On crises, contagion, and Confusion", George Washington University y University of Maryland, mayo.
- Kindleberger, C. (1978), "Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crisis", Basic Books.
- Lane, T. y S. Phillips (2000), "Does IMF Financing Result in Moral Hazard?", Fondo Monetario Internacional (FMI), *Documento de trabajo* N° 168, Washington.
- Lerrick, Adam y Allan Meltzer (2001), "Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption". Gailliot Center for Public Policy, mayo.
- Machinea, José Luis (1996), "The Argentine Financial Crisis of 1995: Causes, Characteristics and Lessons".
- Meltzer Commission (2000), Report of the International Financial Institutions Association of California (IFIAC), marzo.

- Ocampo, José Antonio (2001), “Recasting the International Financial Agenda”, en *External Liberalization, Economic Performance and Social Policy*, J. Eatwell y L. Taylor (eds), Oxford University Press, Nueva York.
- \_\_\_ (2000), “Reforming the International Financial Architecture: consensus and divergence”, en *New Roles and function of the UN and the Bretton Woods Institutions*, D. Nayyar (ed.).
- Ocampo, J. A. y Tovar (1998), “Capital Flows, Savings and Investment in Colombia, 1960-1996”, en *Capital Inflow and Investment Performance: Lessons from Latin America*, R. Ffrench-Davis y H. Reisen (eds), Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Development Centre/Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), París.
- Roubini, Nouriel (2000), “Bail-in, Burden-Sharing, Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector”, National Bureau of Economic Research (NBER) y Centre for Economic Policy Research (CEPR), septiembre.
- Rubin, R. (1999), “Remarks on the Treasury Secretary on the Reform of the International Financial Architecture to the School of advance Internatioanl Studies”, *Treasury News*, Office of Public Affairs.
- Suter, Christian (1992), “Debt Cycles in the World Economy, Foreign Loans, Financial Crisis and Debt Settlements, 1820-1990”, Westview Press.
- Taylor, Lance (1998), “Capital Market Crisis: Liberalization, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Desestabilization”, *Cambridge Journal of Economics*, noviembre.
- UNCTAD (United Nations Conference Trade And Development) (2001), “Trade and Development Report, 2001 – Part Two”, United Nations Conference on Trade and Development.

## **Anexos**

---



## Anexo 1

## CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

Se estima que alrededor de la mitad de la deuda en bonos soberanos, incluida aquella de los países industrializados, no contiene cláusulas de acción colectiva, y esta proporción es mayor para los bonos de los mercados emergentes. Las principales cláusulas de acción colectiva serían:

**A. Cláusulas de representación colectiva**

Establecen un comité de representación de los acreedores, facilitando así la coordinación entre el país deudor y el conjunto de los tenedores de bonos.

**B. Cláusulas de acción mayoritaria**

Son las más importantes. Hacen que los términos de una reestructuración que hayan sido aceptados por una mayoría dada (a menudo del 75%) se extiendan a la totalidad de los acreedores, aunque estos últimos estén en desacuerdo, eliminando así la posibilidad de comportamientos tipo *free-ride* entre los acreedores. Además, estas cláusulas pueden imponer límites para los tenedores individuales en los siguientes aspectos:

**1. Aceleración**

Luego del *default*, los tenedores de bonos generalmente tienen el derecho de declarar vencido y pagadero el monto total del bono. La necesidad de contar con una mayoría calificada para exigir la aceleración de los pagos limita las posibilidades que tiene un pequeño grupo de bonistas de entorpecer la reestructuración.

**2. Inicio de acciones legales**

Salvo en el caso en que los bonos sean emitidos bajo un *trust-deed*, los tenedores individuales tienen el derecho de iniciar acciones legales contra el deudor cuando éste ha incumplido con sus obligaciones. Con la inclusión de estas cláusulas de acción mayoritaria, ningún acreedor puede iniciar, individualmente, reclamos judiciales.

**C. Cláusulas de reparto**

Establecen que la totalidad de los pagos efectuados por el país deudor deben ser divididos proporcionalmente (de acuerdo a las tenencias) entre el conjunto de los acreedores. De esta manera, se reducen considerablemente los incentivos a permanecer al margen de la reestructuración para obtener mayores beneficios a través del litigio.

En líneas generales, la inclusión de las cláusulas de la acción colectiva en los contratos de bonos es opcional y depende de las prácticas prevalecientes la jurisdicción de la ley que rige esas emisiones:

**1. Ley del Reino Unido**

El principio de "libertad de contratación" permite a las partes acordar libremente los términos de los contratos, ya que no existe ninguna limitación legal para la inclusión de cláusulas de acción colectiva. Prevalece la incorporación de las cláusulas de acción mayoritaria y la ausencia de cláusulas de representación colectiva.

**2. Ley de EE.UU.**

Por el contrario, la mayoría de las emisiones regidas por la ley de Nueva York no contiene cláusulas de acción mayoritaria. Esta exclusión no se debe a ninguna restricción legal, sino que debe atribuirse a la similitud en el tratamiento que se le otorga a los bonos corporativos. En particular, el *United States Trust Indenture Act*, promulgado en 1939 y que rige sobre los bonos no soberanos, prohíbe la modificación de los términos de pago sin el consentimiento de todos los acreedores. Por lo tanto, no se necesita ningún cambio en la legislación para que las emisiones regidas por esta ley puedan incorporar las cláusulas de acción colectiva.

**3. Ley de Japón**

El Código Comercial japonés, que rige para la reestructuración de bonos corporativos, habilita a una mayoría calificada a modificar los términos de pago de un contrato, involucrando a la totalidad de los acreedores. Al igual que en el caso de EE.UU., los bonos soberanos han seguido las mismas pautas que los bonos corporativos, incorporando así las cláusulas de acción colectiva dentro de los términos contractuales.

**4. Ley de Alemania**

Los bonos internacionales soberanos emitidos en Alemania y regidos por la ley alemana no contienen cláusulas de acción colectiva. No está claro aún si la potencial incorporación de las mismas requerirá de alguna modificación legislativa. La incertidumbre radica en que la normativa vigente para los bonos emitidos por residentes alemanes prohíbe la modificación de los términos de pago del principal sin el consentimiento unánime de los acreedores, pero no lo hace explícitamente para las emisiones realizadas por los no residentes. Como aún no ha habido ninguna decisión judicial firme al respecto y dada la incertidumbre existente, los actores han preferido no incluir estas cláusulas.

Anexo 2  
**CLÁUSULAS DE SALIDA**

La utilización de cláusulas de salida habilita a la mayoría simple de los tenedores de bonos a modificar, con acuerdo del emisor, los términos no financieros de los instrumentos de deuda existentes que luego podrán ser otorgados en parte de canje, de forma tal de hacerlos menos atractivos para los inversores e incrementando consecuentemente los incentivos para participar del mismo.

En el caso de que exista la percepción de que pueden obtenerse mayores ganancias (o menores pérdidas) no participando en el canje, es probable que el mismo tenga un bajo nivel de aceptación y por ende no resuelva los problemas del deudor. La aplicación de las cláusulas de salida, al igual que las cláusulas de acción colectiva, resuelven estos problemas asociados a las fallas de coordinación que son típicas de los procesos de reestructuración y elimina los incentivos que pueden tener ciertos acreedores a permanecer fuera de la negociación. La utilidad de esta técnica se fortalece en la medida en que, aún en el caso en que exista un conjunto minoritario de acreedores disidentes decidido a quedarse con el bono original y que se convertirá en mayoría luego del canje, no podrá revertirse la modificación en las cláusulas de salida a menos que el emisor también se encuentre de acuerdo. Lo importante de la aplicación de esta alternativa legal es que la misma ha sido aceptada en las cortes de Estados Unidos en el caso de reestructuración de bonos corporativos.

La posición del sector privado ha sido de clara oposición al uso de esta alternativa porque, con alguna razón, se argumenta que ello altera las condiciones de los bonos existentes y por lo tanto aumenta la incertidumbre. Por ello se prefiere la introducción de cláusulas de acción colectiva que hace más previsible a que atenerse en caso de dificultades para el pago de la deuda. Sin embargo, después de la utilización exitosa de esta alternativa en el caso de Ecuador, no hay duda que este es un importante precedente para la reestructuración de bonos soberanos regidos por la ley de Nueva York, los cuales no cuentan, en la mayoría de los casos, con cláusulas de acción colectiva.

---

**Fuente:** J. L. Machinea, 2001.

## Anexo 3

## EXPERIENCIAS RECIENTES DE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS SOBERANOS

**A. Rusia**

El 17 de agosto de 1998, el gobierno ruso anunció la devaluación del rublo, la congelación de los pagos al exterior del sector privado y la reestructuración unilateral de su deuda soberana en moneda local. El G-7 y principalmente el FMI, que inicialmente había acordado con el gobierno un préstamo por \$US 17 mil millones, habían mostrado una actitud colaboradora con el gobierno ruso, preocupados principalmente por el riesgo de contagio que podía surgir de la caída de una de las principales economías del mundo. Sin embargo, la aguda crisis política y las dificultades para implementar las reformas estructurales necesarias frustraron todos los intentos de acuerdo.

Las negociaciones posteriores fueron prolongadas y, a menudo, complicadas. El gobierno pareció dar trato preferencial a los tenedores domésticos de deuda, permitiendo a los bancos locales, por ejemplo, usar la deuda impaga como garantía para tomar nuevos préstamos del banco central, lo que despertó preocupación entre los acreedores externos. Las conversaciones se llevaron a cabo al estilo del "London Club", aunque esta vez, además de los bancos comerciales, también estuvieron presentes los bancos de inversión. Algunas instituciones financieras como los fondos de inversión y los *hedge-funds*, que poseían un monto significativo de las obligaciones impagas, no fueron convocadas por el gobierno a la mesa de negociación.

El gobierno y los acreedores llegaron a un acuerdo final en febrero del 2000, 18 meses después de decretado el *default*, en un contexto de creciente cohesión política y de aumento en el precio del petróleo y por ende de mejores perspectivas fiscales para Rusia. Si bien hubo una reducción del 33% en el principal de los bonos canjeados, los términos del acuerdo aparecieron como favorable para los acreedores, tal como se desprende del alza promedio del 30% que registraron, luego del anuncio, los precios de los instrumentos reestructurados.

La economía rusa se ha recuperado parcialmente en el año 2000 (con un crecimiento del PBI del 6%), principalmente gracias al alza en el precio del petróleo. Sin embargo, el retorno a los mercados de capitales aparece como bastante más complicado. En los últimos años, se han registrado fuertes salidas de capitales (a una tasa anual de \$US 25 mil millones en el período 1998-2000) y el flujo neto de capitales, que había alcanzado un máximo de \$US 37 mil millones en el año 1997, se ha reducido a cero en 1999 y a menos de \$US 2 mil millones (que se explica en gran parte por la inversión extranjera directa) en el 2000. Esto demostraría que la cesación unilateral de pagos, si bien es la forma más directa de involucrar al sector privado en la resolución de las crisis, puede resultar en un retorno muy difícil a los mercados de capitales.

**B. Pakistán**

A comienzos de 1999, el Club de París condicionó la renegociación de su préstamo bilateral con el gobierno de Pakistán a que éste reestructurara su deuda soberana en bonos. Las dificultades para el cumplimiento de estas obligaciones estaban vinculadas con los significativos vencimientos que debía enfrentar el gobierno en el período 1999-2000. Como consecuencia de ello, las autoridades pakistaníes presentaron, en noviembre de 1999, una oferta de canje de un conjunto de bonos por un nuevo eurobono con vencimientos en el período 2002-2005. Un mes después, más del 99% de los acreedores aceptaron la propuesta.

Las claves que hicieron posible este exitoso acuerdo pueden dividirse en tres. En primer término, la propuesta de las autoridades no contemplaba una reducción en el valor nominal de los bonos canjeados, sino simplemente un alargamiento de los plazos.

En segundo lugar, la tenencia de los bonos estaba repartida entre unas pocas entidades financieras y el volumen de negociación en los mercados secundarios era muy escaso, lo que permitió que las autoridades pakistaníes pudieran localizar rápidamente a gran parte de los acreedores. Beneficiado por estas conversaciones informales con los inversores, el gobierno pudo asegurarse a priori un elevado nivel de aceptación para su propuesta voluntaria de canje.

Por último, los tres bonos a ser canjeados estaban sujetos a la legislación del Reino Unido, lo que autorizaba al gobierno de Pakistán a invocar las cláusulas de acción colectiva para modificar los términos de pago de su deuda. Sin embargo, como mencionamos anteriormente, la alta concentración en la tenencia de estos instrumentos de deuda facilitó la negociación, haciendo innecesaria la aplicación de ese mecanismo. El elevado nivel de aceptación de la propuesta hizo que los casos de litigación, que pudieran haberse presentado como producto de la estrategia de reestructuración elegida, fueran insignificantes.

La no utilización de las cláusulas de acción colectiva podría tener dos explicaciones adicionales. En primer lugar, podría pensarse que las autoridades prefirieron la alternativa de lanzar una oferta voluntaria de canje antes que realizar una amplia convocatoria a los acreedores porque esta última posibilidad podría haber fortalecido la posición negociadora de los acreedores y debilitado la propia. Con el mismo criterio, también podría señalarse que el uso potencial de estas cláusulas pudo haber persuadido a los acreedores a participar de la reestructuración.

### C. Ucrania

En febrero del año 2000, dada la gran acumulación de vencimientos que Ucrania debía enfrentar ese año, las autoridades anunciaron una amplia oferta de canje por el total de su deuda en bonos. Al igual que en el caso de Pakistán, esta reestructuración era un requisito que imponía el Club de París para renegociar su préstamo bilateral.

Los términos de la propuesta eran atractivos para los acreedores: no había perdón o reducción en el principal, no había período de gracia para los intereses, las amortizaciones comenzaban en el 2001 y se ofrecía un pago en efectivo por todos los intereses acumulados y no pagados hasta el momento de la oferta. Lo favorable de la propuesta también puede observarse en el alza que registraron los precios de los bonos (45% en el bono más representativo) cuando la propuesta fue anunciada y el elevado nivel de aceptación (99%) de la misma.

Tres de los cuatro bonos canjeables estaban regidos por la legislación de Luxemburgo y, por ende, contaban con cláusulas de acción colectiva, las cuales fueron utilizadas en el proceso de reestructuración. Además, estos mismos bonos se encontraban en manos de un grupo reducido de entidades financieras, lo que le permitió al gobierno mantener conversaciones con los principales tenedores de esos papeles, de forma tal de lograr un acuerdo sobre los términos de pago de los nuevos instrumentos, previo a la convocatoria formal con el conjunto de los tenedores. Lo curioso de la experiencia ucraniana fue que los acreedores que participaron de los contactos previos debieron firmar contratos formales, en los cuales se comprometían a sostener, en la reunión con el conjunto de los acreedores, la misma posición que había sostenido en las conversaciones iniciales con las autoridades. La aplicación de este mecanismo le aseguraba al gobierno contar con la mayoría necesaria para la reestructuración, a la vez que eliminaba el riesgo de que su posición negociadora se viera debilitada durante las reuniones con la totalidad de los tenedores.

De esta manera, y al contrario de lo ocurrido en el caso de Pakistán, las autoridades de Ucrania sí hicieron uso de las cláusulas de acción colectiva de estos bonos, modificando los términos de pago de los mismos y tornando así más atractiva la oferta de canje. También resolvieron el potencial riesgo de reclamo de los tenedores disidentes, ya que precisamente este mecanismo hace que todos los acreedores deban aceptar los nuevos términos de pago establecidos por la mayoría calificada.

Respecto al cuarto bono en cuestión, éste se encontraba en manos de un gran número de inversores minoristas de Europa y Asia, lo que hizo más difícil para las autoridades identificar y consultar a un grupo representativo de los acreedores. Para solucionar este inconveniente, el gobierno encomendó a cuatro bancos de inversión la tarea de identificar a los pequeños tenedores, lo que, sumado a una amplia difusión tanto por Internet como por mecanismos más tradicionales, permitió que la reestructuración de este bono también resultara exitosa.

### D. Ecuador

En agosto de 1999, el Presidente de Ecuador anunció que ese país no haría frente al pago de \$US 96 millones correspondiente a intereses vencidos del Bono Brady Discount (garantizado por el Tesoro de los EE.UU.) Las autoridades propusieron, entonces, liberar la garantía por esos intereses, canjear voluntariamente los Bonos Brady por bonos domésticos de más largo plazo y mantener al margen de la reestructuración a los eurobonos, de forma tal de preservar la integridad de este instrumento para retornar a los mercados de capitales. Los acreedores, insatisfechos con esta oferta, juntaron el quórum necesario del 25% y votaron la "aceleración" del pago del principal, constituyendo así el primer *default* de un Bono Brady desde su inicio en 1990. Posteriormente, debido a la aplicación por parte de los acreedores de la cláusula de cesación de pagos cruzada, Ecuador se vio forzado a incumplir en el mes de octubre los pagos de los Brady Par (garantizado), Brady Past-Due Interest (PDI), Brady Interest Equalization (IE) y también de los eurobonos.

**Anexo 3 (conclusión)**

Once meses después de anunciado el *default*, el gobierno de Ecuador anunció una oferta de canje de los bonos incumplidos por un único bono a 30 años en dólares. Este oferta implicaba una reducción en el valor nominal de los bonos canjeados de casi el 40%. Para compensar esta quita se ofreció a los tenedores de bonos una importante suma en efectivo en concepto de intereses adeudados y se liberó la garantía de los Bonos Par y Bonos Discount. La propuesta resultó favorable para los acreedores, tal como lo evidencia la suba del 30% en el precio de los bonos a canjearse luego de los anuncios y el elevado nivel de aceptación (97% del monto emitido) que tuvo la oferta.

En relación con la participación del sector privado en la reestructuración de deuda, vale la pena resaltar dos hechos. En primer lugar, las autoridades convocaron a un denominado Grupo Consultivo, compuesto por ocho instituciones financieras con importantes tenencias de los bonos a canjearse. Sin embargo, el diálogo con este grupo fue muy limitado —de hecho se mantuvieron únicamente dos reuniones en todo el período de negociación— y la oferta de canje fue considerada más una propuesta unilateral del gobierno ecuatoriano que el resultado de un acuerdo con los acreedores privados.

El otro hecho característico fue la utilización de las denominadas cláusulas de salida. Esta nueva modalidad se instrumentó con el objetivo de debilitar los derechos legales de aquellos tenedores de bonos que habían decidido no participar del canje, limitando así la posibilidad de comportamientos tipo *free-ride*. Mientras que los bonos a canjearse requerían de consenso unánime para modificar los términos estipulados de pago de estos bonos, se necesitaba sólo una simple mayoría del 51% para alterar los términos no financieros de los mismos. De esta manera, las cláusulas de salida fueron utilizadas por quienes habían aceptado el canje para modificar los términos de los bonos originales y hacerlos así menos atractivos para el resto de los acreedores. Un claro ejemplo de esta penalización por no participar es la eliminación, en los viejos bonos, de la cláusula de cesación de pagos cruzada, lo que otorgaba una prioridad de cobro de los nuevos instrumentos sobre los bonos remanentes.

**Fuente:** J. L. Machinea, 2001.

## EXPERIENCIAS RECIENTES DE REFINANCIAMIENTO VOLUNTARIO DE LÍNEAS DE CRÉDITO INTERBANCARIAS

### A. Corea

Previo a la profundización de la crisis regional, los inversores especulaban con que el gobierno coreano apoyaría a los bancos locales en caso de que éstos entren en dificultades. Sin embargo, en diciembre de 1997, cuando los inversores se dieron cuenta de que gran parte de las escasas reservas extranjeras ya había sido comprometida a las sucursales en el exterior de los bancos locales, la salida de capitales se aceleró sustancialmente. En ese entonces, los problemas de liquidez externa que presentaba la economía coreana eran evidentes: \$US 6 mil millones de reservas disponibles, pasivos externos de corto plazo por \$US 100 mil millones, vencimientos de líneas de crédito interbancarias por \$US 28 mil millones en los dos meses siguientes y salidas netas de capitales por un mil millones de dólares diarios.

Preocupado acerca del impacto sistémico que podía tener la caída de la economía coreana en los mercados internacionales de capitales, el FMI movilizó un apoyo oficial para estabilizar la situación. La magnitud del préstamo debía ser lo suficientemente grande como para cubrir la brecha entre las reservas disponibles y los abultados pasivos externos de corto plazo, lo que llevó al FMI a estrenar una nueva modalidad de préstamo (Supplementary Reserve Fund) que lo habilitara a desembolsar grandes montos independientemente de la baja cuota de Corea. El resultado fue un paquete de \$US 57 mil millones, de los cuales el FMI aportó \$US 21 mil millones. Sin embargo, esta ayuda no alcanzó para despejar las dudas acerca de las posibilidades de la economía coreana de hacer frente a sus obligaciones externas de corto plazo, seguramente debido a que solamente estaban disponibles inmediatamente \$US 14 mil millones.

En este contexto de crisis y dada la posibilidad de que ésta se expandiera al sistema financiero internacional, la Reserva Federal convocó a una reunión, el 22 de diciembre de 1997, a los principales bancos norteamericanos para convencerlos de refinanciar sus líneas de crédito con los bancos coreanos. Procedimientos similares utilizaron las autoridades de otros países como Japón, Alemania, Inglaterra y Francia. El papel que podían jugar los bancos extranjeros no era menor, ya que mantenían casi el 80% de la deuda externa coreana. Ello era consecuencia de las restricciones existentes en ese momento en Corea que limitaban la posibilidad de endeudarse mediante la emisión de papeles privados de las corporaciones en los mercados internacionales.

El acuerdo entre las autoridades y los bancos se logró inicialmente por el plazo de una semana y luego se extendió por tres meses más, con el resultado de que casi el 90% de las deudas interbancarias fueron refinanciadas. Para ello fue fundamental el sistema de monitoreo de deuda puesto en marcha por el FMI y el Banco de Corea que, al proveer información permanente a cada uno de los acreedores acerca del comportamiento que estaba manteniendo el resto, permitió reducir los problemas de acción colectiva. Durante todo ese período las autoridades de los países centrales siguieron convocando a los bancos cuando observaban una cancelación importante. En más de un caso hubo una reversión de la cancelación previa.

Finalmente, en el mes de marzo y en un clima ya más distendido, los bancos extranjeros acordaron con las autoridades coreanas la reestructuración de sus préstamos interbancarios de corto plazo, los cuales fueron canjeados por bonos a 1, 2 y 3 años, garantizados por el gobierno y con una tasa de interés de LIBOR + 225, 250 y 275 puntos básicos respectivamente. Estas tasas eran considerablemente mayores a las originales, pero por debajo de las tasas de mercado durante la crisis. La garantía del gobierno ya existía de hecho en las renovaciones previas, porque unos meses antes las autoridades locales habían asegurado que todas las obligaciones de los bancos comerciales domésticos serían garantizadas por el gobierno.

**Anexo 4 (conclusión)****B. Brasil**

Con un tipo de cambio aparentemente sobrevaluado y con un elevado déficit de cuenta corriente, la moneda brasileña fue sometida a continuas presiones durante y después de la crisis rusa. Al igual que Corea, Brasil era considerada, por su tamaño, una de las economías emergentes que estaba en condiciones de generar un impacto sistémico. Por este motivo, los organismos internacionales oficiales y algunas fuentes bilaterales le aportaron, en octubre de 1998, \$US 42 mil millones de dólares al gobierno brasileño.

Sin embargo, cuando la situación apenas comenzaba a estabilizarse, las declaraciones de un gobernador estatal, amenazando con incumplir sus próximos compromisos, generó una nueva ola de ataques contra la moneda y bruscas salida de capitales. Luego de un intento inicial por devaluar modestamente el real y adoptar un sistema de cambio ajustable, en enero de 1999, el gobierno se vio forzado a dejar flotar la moneda, la cual perdió el 40% de su valor en ese mes y 5% más en el mes de febrero, generando a la vez incertidumbre acerca de la solidez que podía tener el sistema financiero local en este contexto.

Sin embargo, en marzo de 1999, en conjunción con la revisión del programa con el FMI que incluyó nuevos desembolsos por \$US 4.9 mil millones, y un mayor consenso político acerca de la necesidad de llevar a cabo reformas de ajuste estructural, los bancos extranjeros acordaron voluntariamente mantener, durante 4 meses, las líneas de crédito con los bancos locales por un monto de \$US 25 mil millones. Al igual que en el caso de Corea, las autoridades brasileñas coordinaron con el FMI la puesta en marcha de un sistema de monitoreo, que brindaba información diaria acerca de la exposición que mantenía cada uno de los bancos extranjeros. El monitoreo parece haber sido menos severo que en el caso de Corea. Cabe mencionar que la pérdida de reservas por casi \$US 50 000 millones en los meses previos a la devaluación, había servido de hecho para reducir sustancialmente la exposición de las empresas y bancos endeudadas en dólares.

Un mes después, Brasil logró reinsertarse en los mercados internacionales de capitales, al colocar \$US 2 mil millones de un eurobono (con un *spread* de 675 puntos básicos) Esta emisión ha sido mencionada como una clara señal de la superioridad de los acuerdos voluntarios por sobre las propuestas unilaterales si el objetivo del país es retornar en el corto plazo al financiamiento externo. No cabe duda que ello se debió en gran medida a las medidas implementadas por las autoridades económicas que lograron convencer a los mercados de que la situación estaba bajo control.

**Fuente:** J. L. Machinea, 2001.

## COMPOSICIÓN DEL BLINDAJE FINANCIERO

**A. Fondo Monetario Internacional**

Modificación del Programa Stand-By vigente para el período 2001-2002 reforzado con un programa de facilidades de reservas suplementarias (Supplementary Reserve Facilities (SRF)):

Argentina accedió a fondos por un total de \$US 13.7 mil millones (equivalente al 500% de la cuota argentina en el FMI) Del total \$US 11 mil millones proviene del programa Stand-By (400% de la cuota) y \$US 2.7 mil millones del programa de facilidades de reservas suplementarias (100% de la cuota).

En diciembre de 2000 se giran \$US 2.1 mil millones (derechos adquiridos al 30 de septiembre por el anterior Programa Stand-By) y en todo el 2001 se giran \$US 6.7 mil millones incluyendo un desembolso inicial de \$US 2.9 mil millones en el primer trimestre.

Los \$US 6.7 mil millones anuales se componen por \$US 4 mil millones de *stand-by* y \$US 2.7 mil millones de SRF.

El programa del Gobierno fija metas trimestrales y anuales de déficit fiscal y endeudamiento hasta fin del año 2002, los que a medida que se van cumpliendo habilitan a realizar los giros correspondientes.

- **Condiciones de la operación:**

- (i) Moneda derechos especiales de giro (DEG)
- (ii) Tasa *stand-by* 5.8% base hasta un uso de 200% de la cuota;  
7.8% por el uso entre 200 y 300% de la cuota, y  
8.8% por el uso sobre 300% de la cuota
- (iii) Tasa SRF 8.8% por año de utilización subiendo de a 50 puntos básicos por cada semestre adicional de utilización hasta un máximo de 200 puntos básicos
- (iv) Plazo de repago del *stand-by* entre los años 2 y 4, extensible a 3 y 5 luego de ser desembolsado
- (v) Plazo de repago del SRF 50% al año de cada desembolso, y  
50% al año y medio  
(ambos plazos extensibles por un año más)

**Tabla 5-1**  
**FONDO MONETARIO INTERNACIONAL**  
(En millones de dólares)

Acceso	2000 Diciembre	2001 (por trimestre)				Total
		T-1	T-2	T-3	T-4	
Acuerdo Stand-By	2 059	989	989	989	989	3 957
SRF <sup>a</sup>	-	1 916	272	272	272	2 732
Total	2 059	2 905	1 261	1 261	1 261	6 689

<sup>a</sup> Facilidades de reservas suplementarias (Supplementary Reserve Facilities (SRF)).



## Anexo 5 (continuación)

**B. Banco Interamericano de Desarrollo (BID)**

Argentina accedió a recursos adicionales \$US 2.5 mil millones para el bienio 2001-2002, integrados por préstamos sectoriales destinados a las áreas sociales, del mercado de capitales, compromiso federal, competitividad y vivienda, de acuerdo al siguiente detalle:

**1. Programa de apoyo al equilibrio fiscal y a la gestión social (\$US 400 millones; dic-2000)**

Apoya reformas en las áreas de Previsión Social, Modernización del Estado, Mercado Laboral y Desarrollo Social.

**2. Sectorial Financiero (\$US 500 millones; aprobación abril-2001)**

El Programa apoya reformas en los sectores de seguros y jubilaciones, en el mercado de capitales y las relacionadas con la regulación de servicios financieros, incluyendo su armonización con normas internacionales.

**3. Compromiso Federal (\$US 500 millones; aprobación II trimestre 2001)**

Apoya al Gobierno Nacional en el desarrollo y aplicación de las distintas cláusulas que componen el compromiso federal.

**4. Competitividad (\$US 500 millones; aprobación primer semestre 2002)**

Aumentos de eficiencia en la contratación de obra pública y fortalecimiento de los entes reguladores.

**5. Sectorial Vivienda (\$US 600 millones; incluye componentes de inversión por \$US 100 millones; aprobación abril-002)**

Mejoramiento del acceso a la vivienda de la población de más bajos ingresos. Reestructuración de los mecanismos de financiamiento y reforma de las normas legales que regulan el sector con el propósito de reducir costos.

Durante el primer año se esperan desembolsos de \$US 1.2 mil millones. Los desembolsos previstos durante el 2002 ascienden a \$US 1.7 mil millones.

**• Condiciones de la operación:**

(i)	Moneda	dólar
(ii)	Tasa	7.16%
(iii)	Plazo de repago	20 años con 5 de gracia

**Tabla 5-2**  
**BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO**  
(En millones de dólares)

	2001-2002	Desembolsos 2001
Total de préstamos sectoriales a aprobar:	2 500	900
- Sectorial Social	400	400
- Sectorial Financiero	500	250
- Compromiso Federal	500	250
- Competitividad	500	-
- Vivienda	600	-
Préstamos de inversión existentes	-	320
Total	2 500	1 220

**C. Banco Mundial**

El programa de préstamos para el bienio 2001-2002 totaliza \$US 2.5 mil millones orientados a las áreas sociales, de modernización del Estado y apoyo a las provincias, de acuerdo al siguiente detalle:

**1. Modernización del Estado (\$US 300 millones)**

Reforma de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), transparencia, compras del Estado.

**2. Reforma de la salud e integración de programas sociales (\$US 300 millones)**

Desregulación de obras sociales, reforma del Prestación Asistencial Médica Integral (PAMI), integración de obras sociales.

**3. Compromiso Federal (\$US 300 millones)**

Apoyará la instrumentación de medidas de fortalecimiento de las finanzas públicas vinculadas con acciones complementarias del compromiso federal.

**4. Otros proyectos de inversión (\$US 1 600 millones)**

Entre los que se encuentra el Plan Trabajar, Programas de Desarrollo Provincial y Protección Social.

**• Condiciones de la operación:**

- (i) Moneda: dólar
- (ii) Tasa: 7.16%
- (iii) Plazo de repago: 20 años con 5 de gracia

**Tabla 5-3**  
**BANCO MUNDIAL**  
(En millones de dólares)

	2001-2002	Desembolsos 2001
Total de préstamos sectoriales a aprobar:	900	600
- Sectorial Social	300	-
- Modernización del Estado	300	-
- Coparticipación Federal	300	-
Préstamos de inversión	1 600	-
- Plan Trabajar	250	-
- Otros programas	1 350	-
Préstamos de inversión preexistentes		200
Total	2 500	800

**Anexo 5 (conclusión)****1. España**

El gobierno español se comprometió a participar con un apoyo financiero de \$US 1 000 millones. Este importe será desembolsado a lo largo del año 2001 *pari-passu* con los desembolsos bajo la facilidad *stand-by* del FMI y amortizado en las mismas condiciones que dicha facilidad.

**2. Creadores de Mercado**

Los 12 bancos Creadores de Mercado manifestaron su decisión de participar por un monto de \$US 10 mil millones a través de colocaciones primarias de *letes*, *bontes* y otros instrumentos (incluyendo Bono Pagaré) en condiciones de mercado. Esta cifra podría ejecutarse mediante colocaciones o como canje de deuda (por vencimientos del 2001).

**3. Inversores Institucionales de Argentina**

Las cámaras que agrupan a los fondos de jubilaciones y pensiones reafirmaron el interés de sus afiliados en concurrir al mercado primario de títulos públicos mediante instrumentos acordes con sus necesidades de inversión estimadas en \$US 3 mil millones para el año 2001.

**4. Opciones para canjear deuda pública**

El gobierno contrató algunos bancos de inversión para estudiar opciones voluntarias a los tenedores de títulos que vencían en el corto plazo para canjearlos en condiciones ventajosas por títulos de mayor plazo. Las propuestas recibidas estaban orientadas a distintos tipos de inversores y consistían en canjes de diferentes tipos de instrumentos del Gobierno Nacional. Las mismas se citan a continuación:

**(a) Canje de bonos en euros**

Propuestas recibidas de bancos de inversión para canjear bonos denominados en Euros que vencían en los próximos cinco años con el fin de extender los vencimientos de la deuda pública. Monto de la operación: un mil millones de dólares.

**(b) Canje de bonos en dólares y en pesos**

Propuestas recibidas de bancos de inversión para realizar canje de deuda pública y opciones de canje sobre bonos de corto y mediano plazo con el objetivo de extender los plazos de vencimientos. Monto de la operación: \$US 3 mil millones.

**(c) Canje – reinversión de cupones**

Propuestas recibidas de bancos de inversión que tienen por objetivo la reinversión de los cupones que vencen a partir del año 2002, en poder de los inversores institucionales argentinos. Monto de la operación: \$US 3 mil millones.

Fuente: J. L. Machinea, 2001.



**Serie**

## **Financiamiento del desarrollo**

### **Números publicados**

1. Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988), Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.522), 1989.
2. Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987, Nicolás Eyzaguirre (LC/L.526), 1989.
3. Los determinantes del ahorro en México, Ariel Buira (LC/L.549), 1990.
4. Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones, Seminario (LC/L.553), 1990.
5. La cooperación regional en los campos financiero y monetario, L. Felipe Jiménez (LC/L.603), 1990.
6. Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pensiones: experiencias de América Latina, Seminario (LC/L.609), 1991.
7. El Leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina, José Antonio Rojas (LC/L.652), 1991.
8. Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras, Seminario (LC/L.655), 1991.
9. Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Seminario (LC/L.656), 1991.
10. ¿Existe aún una crisis de deuda Latinoamericana?, Stephany Griffith-Jones (LC/L.664), 1991.
11. La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno, Solange Bernstein y Jaime Campos (LC/L.721), 1992.
12. Las monedas comunes y la creación de liquidez regional, L. Felipe Jiménez y Raquel Szalachman (LC/L.724), 1992.
13. Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política, Andras Uthoff (LC/L.755), 1993.
14. Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores, Hugo Lavados y María Victoria Castillo (LC/L.768), 1993.
15. Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño, César Manoel de Medeiros (LC/L.833), 1994.
16. El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia, Enrique Román González y José Antonio Rojas Bustos (LC/L.834), 1994.
17. La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica, A.R. Camacho (LC/L.835), 1994.
18. Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México, Efraín Caro Razú (LC/L.843), 1994.
19. Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993, Patricio Arrau Pons (LC/L.839), 1994.
20. Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador, Edison Ortíz-Durán (LC/L.830), 1994.
21. Integración de las Bolsas de valores en Centroamérica, Edgar Balsells (LC/L.856), 1994.
22. La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos, Roy Culpeper (LC/L.853), 1994.
23. Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, Manuel Agosin y Ricardo Ffrench-Davis (LC/L.854), 1994.
24. Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos, Stephany Griffith-Jones (LC/L.855), 1994.
25. El movimiento de capitales en la Argentina, José María Fanelli y José Luis Machinea (LC/L.857), 1994.
26. Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (LC/L.859), 1994.
27. Flujos de capital: el caso de México, José Angel Guirría Treviño (LC/L.861), 1994.
28. El financiamiento Latinoamericano en los mercados de capital de Japón, Punam Chuhan y Kwang W. Ju (LC/L.862), 1994.
29. Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe, Andras Uthoff (LC/L.879), 1995.
30. Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia, Roberto Steiner y Andrés Escobar (LC/L.901), 1995.

31. Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador, José Lanusse, Roberto Hidalgo y Soledad Córdova (LC/L.903), 1995.
32. Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas, Roberto Casanovas y Jorge Mc Lean (LC/L.907), 1995.
33. Private international capital flows to Brazil, Dionisio Dias Carneiro y Marcio G.P. Gracia (LC/L.909), 1995.
34. Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina, Günther Held (LC/L.911), 1995.
35. Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica, Juan Rafael Vargas (LC/L.914), 1995.
36. Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993, Omar Chisari y Carlos Romero (LC/L.940), 1996.
37. Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta, Cristián Larraín (LC/L.949), 1996.
38. Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia, Eduardo Lora y Cristina Fernández (LC/L.965), 1996.
39. Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994, Patricio Arrau Pons (LC/L.984), 1996.
40. Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventa, Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.1002), 1997.
41. Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México, Angel Palomino Hasbach (LC/L.1003), 1997.
42. Costa Rica: una revisión de las políticas de vivienda aplicadas a partir de 1986, Miguel Gutiérrez Saxe y Ana Jimena Vargas Cullel (LC/L.1004), 1997.
43. Choques, respuestas de política económica e distribución de renta no Brasil, André Urani, Ajax Moreira y Luis Daniel Willcox (LC/L.1005), 1997.
44. Distribución del ingreso, shocks y políticas macroeconómicas, L. Felipe Jiménez (LC/L.1006), 1997.
45. Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Necessity, approaches and open questions, Robert Holzmann (LC/L.1007), 1997.
46. Financiamiento de la vivienda de estratos de ingresos medios y bajos: la experiencia chilena, Sergio Almarza Alamos (LC/L.1008), 1997.
47. La reforma a la seguridad social en salud de Colombia y la teoría de la competencia regulada, Mauricio Restrepo Trujillo (LC/L.1009), 1997.
48. On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions, Robert Holzmann (LC/L.1012), 1997.
49. Eficiencia y equidad en el sistema de salud chileno, Osvaldo Larrañaga (LC/L.1030), 1997. [www](#)
50. La competencia manejada y reformas para el sector salud de Chile, Cristián Aedo (LC/L.1031), 1997.
51. Mecanismos de pago/contratación del régimen contributivo dentro del marco de seguridad social en Colombia, Beatriz Plaza (LC/L.1032), 1997.
52. A Comparative study of Health Care Policy in United States and Canada: What Policymakers in Latin America Might and Might Not Learn From Their Neighbors to the North, Joseph White (LC/L.1033), 1997. [www](#)
53. Reforma al sector salud en Argentina, Roberto Tafani (LC/L.1035), 1997. [www](#)
54. Hacia una mayor equidad en la salud: el caso de Chile, Uri Wainer (LC/L.1036), 1997.
55. El financiamiento del sistema de seguridad social en salud en Colombia, Luis Gonzalo Morales (LC/L.1037), 1997. [www](#)
56. Las instituciones de salud previsual (ISAPRES) en Chile, Ricardo Bitrán y Francisco Xavier Almarza (LC/L.1038), 1997.
57. Gasto y financiamiento en salud en Argentina, María Cristina V. de Flood (LC/L.1040), 1997.
58. Mujer y salud, María Cristina V. de Flood (LC/L.1041), 1997.
59. Tendencias, escenarios y fenómenos emergentes en la configuración del sector salud en la Argentina, Hugo E. Arce (LC/L.1042), 1997.
60. Reformas al financiamiento del sistema de salud en Argentina, Silvia Montoya (LC/L.1043), 1997.
61. Logros y desafíos de la financiación a la vivienda para los grupos de ingresos medios y bajos en Colombia, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (LC/L.1039), 1997.
62. Acesso ao financiamento para moradia pelos extratos de média e baixa renda. A experiência brasileira recente, José Pereira Goncalves (LC/L.1044), 1997.
63. Acceso a la vivienda y subsidios directos a la demanda: análisis y lecciones de las experiencias latinoamericanas, Gerardo Gonzáles Arrieta (LC/L.1045), 1997.
64. Crisis financiera y regulación de multibancos en Venezuela, Leopoldo Yáñez (LC/L.1046), 1997.
65. Reforma al sistema financiero y regulación de conglomerados financieros en Argentina, Carlos Rivas (LC/L.1047), 1997.
66. Regulación y supervisión de conglomerados financieros en Colombia, Luis A. Zuleta Jaramillo (LC/L.1049), 1997. [www](#)
67. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Argentina, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1055), 1997.
68. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Colombia, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1060), 1997.

69. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Chile, 1987-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1067), 1997.
70. Un análisis descriptivo de la distribución del ingreso en México, 1984-1992, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1068), 1997.
71. Un análisis descriptivo de factores que inciden en la distribución del ingreso en Brasil, 1979-1990, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1077 y Corr.1), 1997.
72. Rasgos estilizados de la distribución del ingreso en cinco países de América Latina y lineamientos generales para una política redistributiva, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1084), 1997.
73. Perspectiva de género en la reforma de la seguridad social en salud en Colombia, Amparo Hernández Bello (LC/L.1108), 1998.
74. Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: La experiencia chilena con sistemas de segundo piso 1990-1998, Juan Foxley (LC/L.1156), 1998. [www](#)
75. El factor institucional en reformas a las políticas de crédito y financiamiento de empresas de menor tamaño: la experiencia colombiana reciente, Luis Alberto Zuleta Jaramillo (LC/L.1163), 1999. [www](#)
76. Un perfil del déficit de vivienda en Uruguay, 1994, Raquel Szalachman (LC/L.1165), 1999. [www](#)
77. El financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica: análisis del comportamiento reciente y propuestas de reforma, Francisco de Paula Gutiérrez y Rodrigo Bolaños Zamora (LC/L.1178), 1999.
78. El factor institucional en los resultados y desafíos de la política de vivienda de interés social en Chile, Alvaro Pérez-Iñigo González (LC/L.1194), 1999. [www](#)
79. Un perfil del déficit de vivienda en Bolivia, 1992, Raquel Szalachman (LC/L.1200), 1999. [www](#)
80. La política de vivienda de interés social en Colombia en los noventa, María Luisa Chiappe de Villa (LC/L.1211-P), N° de venta: S.99.II.G.10 (US\$10.0), 1999. [www](#)
81. El factor institucional en reformas a la política de vivienda de interés social: la experiencia reciente de Costa Rica, Rebeca Grynspan y Dennis Meléndez (LC/L.1212-P), N° de venta: S.99.II.G.11 (US\$10.0), 1999. [www](#)
82. O financiamento do sistema público de saúde brasileiro, Rosa María Márques, (LC/L.1233-P), N° de venta: S.99.II.G.14 (US\$10.0), 1999. [www](#)
83. Un perfil del déficit de vivienda en Colombia, 1994, Raquel Szalachman, (LC/L.1234-P), N° de venta: S.99.II.G.15 (US\$10.0), 1999. [www](#)
84. Políticas de crédito para empresas de menor tamaño con bancos de segundo piso: experiencias recientes en Chile, Colombia y Costa Rica, Günther Held, (LC/L.1259-P), N° de venta: S.99.II.G.34 (US\$10.0), 1999. [www](#)
85. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso del Perú. Gerardo Gonzales Arrieta, (LC/L.1245-P), N° de venta: S.99.II.G.29 (US\$10.0), 1999. [www](#)
86. Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile. Jorge Mastrángelo, (LC/L.1246-P), N° de venta: S.99.II.G.36 (US\$10.0), 1999. [www](#)
87. Price-based capital account regulations: the Colombian experience. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, (LC/L.1243-P), Sales number: E.99.II.G.41 (US\$10.0), 1999. [www](#)
88. Transitional Fiscal Costs and Demographic Factors in Shifting from Unfunded to Funded Pension in Latin America. Jorge Bravo and Andras Uthoff (LC/L.1264-P), Sales number: E.99.II.G.38 (US\$10.0), 1999. [www](#)
89. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de El Salvador. Francisco Angel Sorto, (LC/L.1265-P), N° de venta: S.99.II.G.46 (US\$10.0), 1999. [www](#)
90. Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999, Günther Held y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.1271-P), N° de venta: S.99.II.G.53 (US\$10.0), 1999. [www](#)
91. Evolución y reforma del sistema de salud en México, Enrique Dávila y Maite Guijarro, (LC/L.1314-P), N° de venta: S.00.II.G.7 (US\$10.0), 2000. [www](#)
92. Un perfil del déficit de vivienda en Chile, 1994. Raquel Szalachman (LC/L.1337-P), N° de venta: S.00.II.G.22 (US\$10.0), 2000. [www](#)
93. Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina. Carmelo Mesa-Lago, (LC/L.1344-P), N° de venta: S.00.II.G.29 (US\$10.0), 2000. [www](#)
94. Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina, Walter Schulthess, Fabio Bertranou y Carlos Grushka, (LC/L.1345-P), N° de venta: S.00.II.G.30 (US\$10.0), 2000. [www](#)
95. Riesgo del aseguramiento en el sistema de salud en Colombia en 1997, Humberto Mora Alvarez, (LC/L.1372-P), N° de venta: S.00.II.G.51 (US\$10.0), 2000. [www](#)
96. Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia, Günther Held, (LC/L.1382-P), N° de venta: S.00.II.G.55 (US\$10.0), 2000. [www](#)
97. Reforma previsional en Brasil. La nueva regla para el cálculo de los beneficios, Vinícius Carvalho Pinheiro y Solange Paiva Vieira, (LC/L.1386-P), N° de venta: S.00.II.G.62 (US\$10.0), 2000. [www](#)
98. Costos e incentivos en la organización de un sistema de pensiones, Adolfo Rodríguez Herrera y Fabio Durán Valverde, (LC/L.1388-P), N° de venta: S.00.II.G.63 (US\$10.0), 2000. [www](#)
99. Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México, Luis N. Rubalcava y Octavio Gutiérrez (LC/L.1393-P), N° de venta: S.00.II.G.66 (US\$10.0), 2000. [www](#)

100. Los costos de la transición en un régimen de beneficio definido, Adolfo Rodríguez y Fabio Durán (LC/L.1405-P), N° de venta: S.00.II.G.74 (US\$10.0), 2000. [www](#)
101. Efectos fiscales de la reforma de la seguridad social en Uruguay, Nelson Noya y Silvia Laens, (LC/L.1408-P), N° de venta: S.00.II.G.78 (US\$10.0), 2000. [www](#)
102. Pension funds and the financing productive investment. An analysis based on Brazil's recent experience, Rogerio Studart, (LC/L.1409-P), N° de venta: E.00.II.G.83 (US\$10.0), 2000. [www](#)
103. Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa, Raquel Szalachman, (LC/L.1417-P), N° de venta: S.00.II.G.89 (US\$10.0), 2000. [www](#)
104. Reformas al sistema de salud en Chile: Desafíos pendientes, Daniel Titelman, (LC/L.1425-P), N° de venta: S.00.II.G.99 (US\$10.0), 2000. [www](#)
105. Cobertura previsional en Chile: Lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado, Alberto Arenas de Mesa (LC/L.1457-P), N° de venta: S.00.II.G.137 (US\$10.0), 2000. [www](#)
106. Resultados y rendimiento del gasto en el sector público de salud en Chile 1990-1999, Jorge Rodríguez C. y Marcelo Tokman R. (LC/L.1458-P), N° de venta: S.00.II.G.139 (US\$10.0), 2000. [www](#)
107. Políticas para promover una ampliación de la cobertura de los sistemas de pensiones, Gonzalo Hernández Licona (LC/L.1482-P), N° de venta: S.01.II.G.15 (US\$10.0), 2001. [www](#)
108. Evolución de la equidad en el sistema colombiano de salud, Ramón Abel Castaño, José J. Arbelaez, Ursula Giedion y Luis Gonzalo Morales (LC/L.1526-P), N° de venta: S.01.II.G.71 (US\$10.0), 2001. [www](#)
109. El sector privado en el sistema de salud de Costa Rica, Fernando Herrero y Fabio Durán (LC/L.1527-P), N° de venta: S.01.II.G.72 (US\$10.00), 2001. [www](#)
110. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de Uruguay, Fernando Lorenzo y Rosa Osimani (LC/L.1547-P), N° de venta: S.01.II.G.88 (US\$10.00), 2001. [www](#)
111. Reformas del sistema de salud en Venezuela (1987-1999): balance y perspectivas, Marino J. González R. (LC/L.1553-P), N° de venta: S.01.II.G.95 (US\$10.00), 2001. [www](#)
112. La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes, Andras Uthoff (LC/L.1575-P), N° de venta: S.01.II.G.118 (US\$10.00), 2001.
113. International Finance and Caribbean Development, P. Desmond Brunton and S. Valerie Kelsick (LC/L.1609-P), N° de venta: E.01.II.G.151 (US\$10.00), 2001. [www](#)
114. Pension Reform in Europe in the 90s and Lessons for Latin America, Louise Fox and Edward Palmer (LC/L.1628-P), N° de venta: E.01.II.G.166 (US\$10.00), 2001. [www](#)
115. El ahorro familiar en Chile, Enrique Errázuriz L., Fernando Ochoa C., Eliana Olivares B. (LC/L.1629-P), N° de venta: S.01.II.G.174 (US\$10.00), 2001. [www](#)
116. Reformas pensionales y costos fiscales en Colombia, Olga Lucía Acosta y Ulpiano Ayala (LC/L.1630-P), N° de venta: S.01.II.G.167 (US\$10.00), 2001. [www](#)
117. La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado, José Luis Machinea, (LC/L.1713-P), N° de venta: S.02.II.G.23 (US\$10.00), 2002. [www](#)

- El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la División de Recursos Naturales e Infraestructura, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile. No todos los títulos están disponibles.
- Los títulos a la venta deben ser solicitados a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile, Fax (562) 210 2069, [publications@eclac.cl](mailto:publications@eclac.cl).
- [www](#): Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>.

Nombre: .....
Actividad: .....
Dirección: .....
Código postal, ciudad, país: .....
Tel.: ..... Fax: .....
E-Mail: .....