

LA GESTIÓN DE LAS CRISIS Y EL REPARTO DE LA CARGA

A. Introducción

Cada vez son más los que opinan que una gestión eficaz de las crisis financieras en los mercados emergentes requiere una juiciosa combinación de medidas en tres frentes: una respuesta de la política macroeconómica interna, en particular con disposiciones monetarias y fiscales y ajustes cambiarios; un suministro adecuado y a su debido tiempo de liquidez internacional con una condicionalidad apropiada; y la participación del sector privado, especialmente de los acreedores internacionales. Con la ventaja de la experiencia, ahora se conviene en que la respuesta internacional de la política económica a la crisis asiática distó de ser óptima, al menos durante la fase inicial. Se hizo recaer una carga excesiva sobre la acción interna; más que restablecer la confianza y estabilizar los mercados, las subidas de los tipos de interés y la austeridad fiscal sirvieron para que la recesión se agudizara y los problemas financieros de los deudores privados se agravasen. El conjunto de medidas internacionales de ayuda se proponía no tanto proteger a las monedas frente a ataques especulativos o financiar las importaciones como atender a las demandas de los acreedores y mantener una cuenta de capital abierta. Más bien que involucrar a los acreedores privados en la gestión y solución de las crisis, la intervención internacional, coordinada por el FMI, sirvió en efecto para que esos acreedores salieran bien librados¹.

Uno de los principales objetivos que se persiguen al procurar que el sector privado participe en la solución de las crisis es redistribuir el reparto de la carga entre acreedores oficiales y privados así como entre deudores y acreedores.

Esta forma de intervención se pone cada vez más en entredicho por razones de riesgo moral y de equidad. Se considera que impide una disciplina de mercado y fomenta los préstamos imprudentes, ya que los acreedores privados son pagados con dinero oficial y no pechan con las consecuencias de los riesgos que asumen. Incluso cuando la deuda exterior ha sido contraída por el sector privado, la carga recae en definitiva sobre los contribuyentes del país deudor, ya que los gobiernos se ven a menudo obligados a actuar como garantes. Al mismo tiempo, los fondos requeridos para esas intervenciones se han ido haciendo más y más cuantiosos y están ahora alcanzando los límites de la aceptabilidad política. Así, uno de los principales objetivos que se persiguen al procurar que el sector privado participe en la solución de las crisis es redistribuir el reparto de la carga entre acreedores oficiales y privados así como entre deudores y acreedores.

Por estos motivos, el asunto de la participación del sector privado y del suministro de asistencia oficial en la gestión y solución de las crisis goza de un orden de preferencias elevado en el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional desde que se desencadenó la crisis del Asia oriental. Sin embargo, a pesar de largas deliberaciones y de una proliferación de reuniones y foros, la comunidad internacional no ha sido capaz de llegar a un acuerdo

sobre cómo involucrar al sector privado y cómo facilitar los préstamos oficiales en las crisis financieras. Tal como ha reconocido el FMI “si bien se han cosechado algunos éxitos en la tarea de lograr una participación concertada del sector privado, cada vez se ha hecho más patente que la comunidad internacional no dispone de los instrumentos que

serían necesarios para asegurar una participación razonablemente ordenada – y en el momento oportuno – del sector privado” (FMI, 2000f: 10). En este capítulo se examina ese problema con un estado de la cuestión, un análisis de los aspectos que quedan por resolver y una evaluación de las diversas opciones propuestas.

B. La participación del sector privado y las reestructuraciones ordenadas de la deuda

La participación del sector privado en la solución de las crisis financieras se refiere a que los acreedores internacionales no exijan o incluso incrementen los préstamos otorgados a un país deudor que tenga serias dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras externas, así como a las disposiciones que alteren los términos y condiciones de esa situación, como renovaciones de los vencimientos y condonaciones de deuda². En este contexto, resulta útil distinguir entre mecanismos destinados a prevenir el pánico y unas situaciones de intranquilidad general sobre la deuda que se alimentan por sí solas, por un lado, y los encaminados a repartir la carga de una crisis entre deudores y acreedores, por el otro. Si la participación del sector privado ayuda a reprimir el afán por hacerse con activos, también se reducirá la carga que habría que repartir. Por ejemplo, una moratoria de la deuda y su renovación pueden impedir que una crisis de liquidez se transforme en insolvencias y suspensiones de pagos generalizadas al ayudar a que se establezcan la moneda y los tipos de interés. En este sentido, la participación del sector privado en las crisis financieras no es siempre un juego de suma cero. También puede contribuir a que se resuelvan los conflictos de intereses entre los propios acreedores al asegurar un trato más equitativo.

Los protagonistas del mercado suelen aducir que los inversores extranjeros casi siempre pagan la parte que les corresponde de las crisis financieras en los mercados emergentes. Según esa opinión, los bancos internacionales incurren en pérdidas como consecuencia de atrasos y quiebras, mientras que los tenedores de bonos internacionales se ven perjudicados porque las dificultades financieras de los deudores afectan a la cotización en el mercado de esos valores, y casi todos los inversores privados ajustan sus posiciones al mercado (Buchheit, 1999: 6). Las pérdidas registradas en los mercados internos

de bonos y acciones también se citan como un ejemplo de cómo el reparto de la carga llega a los inversores privados³.

Al sopesar el menoscabo de los acreedores, hay que tener presente que, en tanto en cuanto el valor de la deuda se mantenga invariable, las pérdidas del valor nominal de mercado pueden entrañar sólo una redistribución entre inversores. Por una parte, las pérdidas netas de los acreedores muchas veces se ven compensadas por los diferenciales de riesgo de los préstamos a mercados emergentes. Por ejemplo, en vísperas de la crisis asiática, la deuda total de los mercados emergentes con los bancos era de cerca de 800.000 millones de dólares. Si se toma una cifra modesta de 300 puntos básicos como el diferencial medio de esos préstamos se obtendría una suma de más de 20.000 millones de dólares anuales como prima de riesgo, en comparación con las pérdidas totales estimadas del valor nominal de mercado⁴ de los bancos foráneos de alrededor de 60.000 millones de dólares registradas en las crisis de los mercados emergentes desde 1997.

Los inversores extranjeros participan directamente en el reparto de la carga cuando sus inversiones están denominadas en la moneda del país deudor y se apresuran a retirarlas. Esto les causa un doble perjuicio, al provocar agudas caídas tanto de los precios de los activos como del valor de la moneda del país de que se trate. Por ese motivo, se espera que los países que se endeudan en su propia moneda (o hacen suya una moneda de reserva) sean menos propensos a crisis monetarias y de deuda, ya que las pérdidas potenciales actuarían como un elemento de disuasión de las salidas rápidas y los ataques especulativos.

Sin embargo, la denominación de la deuda exterior en la moneda del país deudor no elimina el llamado problema de la acción colectiva que explica

la carrera precipitada por cobrar las deudas y que al ser provocada por el pánico se alimenta por sí sola y ofrece la razón de ser principal de las suspensiones del pago de la deuda; aunque los acreedores en cuanto grupo saldrán mejor parados si mantienen sus créditos, cada uno de los inversores por separado tiene un incentivo para salir más rápidamente por temer que otros lo hagan antes. El declive consiguiente de los precios de los activos internos y del valor de la moneda no sólo perjudica a los acreedores sino también repercute mucho sobre la economía del país deudor. En algunos casos, podría haber asimismo un movimiento atropellado hacia los sólidos bancos extranjeros implantados en el país, haciendo recaer una carga particular sobre los bancos locales y más pequeños y otras entidades financieras. Por estos motivos, los gobiernos de los países deudores se ven muchas veces obligados a tomar medidas para impedir una rápida salida de las inversiones extranjeras de los mercados internos de capital. Esas acciones pueden ir más allá de un endurecimiento monetario.

En México, por ejemplo, las presiones del mercado forzaron en 1994 al Gobierno a pasar de los *letes* denominados en pesos a los *tesebonos* indicados en dólares, con la esperanza de que la supresión de los riesgos monetarios persuadiría a los acreedores extranjeros a permanecer. Sin embargo, esto no impidió que acabase registrándose una salida precipitada, un colapso del peso y unas subidas de los tipos de interés. Así, incluso cuando la deuda exterior está denominada en la moneda nacional, los acuerdos para involucrar a los acreedores privados mediante moratorias y renovaciones de la deuda pueden contribuir mucho a una mayor estabilidad financiera.

Tal como se discute detalladamente en el *TDR 1998*, la razón de ser y los principios básicos de una liquidación ordenada de la deuda pueden encontrarse en los procedimientos concursales nacionales. Aunque el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos es la referencia más citada, otros grandes países industriales aplican principios similares. Estos principios combinan tres elementos fundamentales: i) disposiciones para una moratoria automática del servicio de la deuda que impida que los acreedores se lancen a una carrera para hacerse con los activos; ii) mantener el acceso del deudor al capital de explotación necesario para la continuación de sus operaciones (es decir, que se le preste para enjugar los atrasos); y iii) un acuerdo para reorganizar el activo y el pasivo del deudor, incluidas una renovación de la deuda, una extensión de los préstamos vigentes, y una condonación o conversión de la deuda. El modo en que estos elementos se

combinen dependerá de las particularidades de cada caso, pero la finalidad es repartir la carga del ajuste entre el deudor y los acreedores y asegurar una distribución equitativa de los costos entre estos últimos.

Con esos procedimientos, la moratoria da al deudor el respiro necesario para formular un plan de reorganización de la deuda. Si bien, en principio se recaba el acuerdo de los acreedores para reestructurar la deuda, el procedimiento se propone desalentar posturas minoritarias al requerir la aprobación por una mayoría de los acreedores – y no por unanimidad – del plan de reorganización. El tribunal de quiebras

actúa de árbitro neutral para facilitar las cosas, y en caso necesario tiene competencias para imponer una solución obligatoria respecto de las peticiones concurrentes de los acreedores y el deudor en virtud de las cláusulas llamadas de “cramdown”, que disponen una aceptación forzosa.

Como es lógico, aplicar procedimientos concursales nacionales a deudas transfronterizas plantea cuestiones bastante

complejas. Con todo, no serían menester unas normas internacionales completas sobre bancarrotas para asegurar una reestructuración ordenada de deudas internacionales. El elemento básico es una suspensión vinculante del pago de la deuda sancionada internacionalmente. En determinadas circunstancias, cabría llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria con los acreedores pero, tal como reconoce el FMI, “... frente a unas salidas generalizadas de capital, no es fácil llegar a un acuerdo con los correspondientes inversores residentes y no residentes...” (FMI, 2000f: 10). Por otra parte, si bien los países deudores pueden optar por imponer una suspensión unilateral de pagos, sin una base legal esa acción crearía considerable incertidumbre reduciendo así la probabilidad de una reestructuración ordenada de la deuda. Además, disuadiría a los deudores el temor a que los acreedores emprendieran acciones judiciales y consiguieran que se embargaran los activos, así como unos efectos adversos y duraderos sobre su reputación.

La moratoria en el caso de una deuda soberana entraña una suspensión de pagos por los propios gobiernos, mientras que en la deuda exterior privada requiere una imposición de controles cambiarios temporales que restrinjan los pagos al exterior de determinadas transacciones, incluidos los pagos por intereses. También pueden ser necesarias mayores cortapisas de las transacciones de capital de residentes y no residentes (como la adquisición de activos en el extranjero o la repatriación de capital

Si bien los países deudores pueden optar por imponer una suspensión unilateral de pagos, sin una base legal esa acción crearía considerable incertidumbre reduciendo así la probabilidad de una reestructuración ordenada de la deuda.

foráneo). Claramente, hasta qué punto la suspensión del pago de la deuda tendría que combinarse con medidas de esa índole dependerá de las mayores o menores restricciones a que esté ya sometida la cuenta de capital.

Como las moratorias y los controles cambiarios tienen que imponerse y aplicarse rápidamente, la decisión incumbiría al país de que se tratase, a reserva de un examen ulterior por un órgano internacional. Según una propuesta, la decisión tendría que sancionarse por el FMI. Naturalmente, para que el deudor gozara de una protección frente a acusaciones de insolvencia, sería menester que esa sanción fuera legalmente reconocida por los tribunales nacionales. Tal cosa requeriría una interpretación amplia del Artículo VIII 2) b) del Convenio Constitutivo del FMI, lo que podría hacerse por el Directorio Ejecutivo del Fondo o mediante una enmienda al Convenio para que cubriera las suspensiones de deuda. En este contexto, el Canadá ha propuesto una cláusula de moratoria en caso de emergencia que tendría que ser aprobada por los miembros del FMI (Departamento de Finanzas, Canadá, 1998).

No obstante, como se decía en el *TDR 1998*, el Directorio del FMI no es un órgano neutral, del que no cabe esperar, por tanto, que actúe como árbitro independiente, ya que los países afectados por sus decisiones figuran también entre sus accionistas. Además, como el propio Fondo es un acreedor y tiene competencias para imponer condiciones a los países endeudados, pueden surgir conflictos de intereses respecto tanto de los deudores como de otros acreedores. Un procedimiento adecuado sería establecer un comité independiente para sancionar esas decisiones. Esto sería así similar, en aspectos importantes, a las disposiciones de salvaguardia del

GATT/OMC que permiten a los países en desarrollo tomar medidas urgentes cuando se enfrentan con dificultades de balanza de pagos (véase el recuadro 6.1).

Para los prestatarios privados la reestructuración de su deuda debería hacerse en principio con los procedimientos concursales nacionales. Sin embargo, esos procedimientos siguen siendo muy inadecuados en casi todos los países en desarrollo (véase el apartado B.6 del capítulo IV). Promover una reprogramación ordenada de la deuda privada, por tanto, dependerá crucialmente de que se establezcan y desarrollen procedimientos apropiados. Las disposiciones ordinarias para resolver bancarrotas individuales pueden resultar inapropiadas y difíciles de aplicar en una crisis más extendida, y sería menester proporcionar una protección general a los deudores cuando las bancarrotas revistan carácter sistémico. Una de las propuestas que se han formulado es la que consiste en "... facilitar una protección casi automática a los deudores cuando la deuda aumente por causa de una devaluación superior a cierto margen..." (Miller y Stiglitz, 1994: 4). Claramente, la necesidad de tal protección dependerá de hasta qué punto las moratorias y los controles cambiarios logren prevenir declives pronunciados de las monedas. Para los deudores soberanos, es difícil arbitrar procedimientos concursales formales en el plano internacional, pero también debería otorgárseles un cierto grado de protección frente a incrementos de deuda producidos por colapsos monetarios. Mas allá de esto, las negociaciones entre deudores y acreedores parecen ser la única solución viable. Como ya se dijo, esas negociaciones podrían verse facilitadas si se incluyeran diversas cláusulas en los contratos de deuda, así como con una intervención apropiada de las instituciones financieras multilaterales.

DISPOSICIONES SOBRE BALANZA DE PAGOS DEL GATT Y EL GATS Y RESTRICCIONES CAMBIARIAS

Las disposiciones sobre balanzas de pagos de los Artículos XII y XVIII B del GATT de 1994 permiten a un Miembro suspender las obligaciones que le fija el Acuerdo e imponer restricciones a la importación con el fin de oponerse a una disminución importante de sus reservas monetarias o proteger de otro modo su nivel, o de asegurar un nivel de reservas adecuado para la aplicación de su programa de desarrollo económico¹. El Artículo XVIII B (que es una parte del Artículo XVIII que se ocupa de la ayuda del Estado para favorecer el desarrollo económico) aborda especialmente las dificultades de pagos provenientes principalmente de los esfuerzos de un país por ampliar sus mercados interiores o causadas por la inestabilidad de su relación de intercambio. Entre las acciones permisibles figuran restricciones cuantitativas y medidas basadas en los precios. Al aplicar esas restricciones, el Miembro puede seleccionar determinados productos o grupos de productos. La decisión se toma unilateralmente, notificándola a la Secretaría de la OMC y consultando después a otros Miembros del Comité de Restricciones por Balanza de Pagos. Las restricciones se imponen con carácter temporal y se espera que se levanten cuando las condiciones mejoren. Sin embargo, no se requiere del Miembro que remueva las restricciones modificando su política de desarrollo.

Disposiciones similares se encuentran en el Artículo XII del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS), que estipula que en caso de existencia o amenaza de graves dificultades financieras exteriores y de balanza de pagos, un Miembro podrá adoptar o mantener restricciones en el comercio de servicios respecto de los que haya contraído compromisos específicos, con inclusión de los pagos o transferencias por concepto de transacciones referentes a esos compromisos. Aquí también, tales restricciones se proponen lograr, entre otras cosas, el mantenimiento de un nivel de reservas financieras suficientes para la ejecución de un programa de desarrollo económico o de transición económica. Las condiciones y modalidades relacionadas con la aplicación de esas restricciones son similares a lo dispuesto en el GATT de 1994 sobre balanza de pagos.

Claramente, esas cláusulas se proponen evitar condiciones en las que los países se vean forzados a sacrificar el crecimiento económico y el desarrollo como consecuencia de dificultades temporales originadas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en particular déficit comerciales. Aunque no puedan ser invocadas directamente para restringir las transacciones de divisas e imponer moratorias temporales de la deuda en momentos de graves dificultades de pagos como consecuencia de una huida precipitada de capitales – con la consiguiente crisis en la cuenta de capital – recurrir a esas cláusulas en tales circunstancias sería totalmente conforme con el espíritu que las anima.

¹ Para un análisis más detallado, véanse Jackson (1997, cap. 7); y Das (1999, cap. III. 3).

C. El debate reciente en el FMI

A pesar de sus beneficios potenciales tanto para deudores como para acreedores, la participación del sector privado en la solución de las crisis ha resultado ser unos de los asuntos más controvertidos del debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. Si bien se ha venido a reconocer cada vez más en todo el mundo que la disciplina del mercado sólo funcionará si los acreedores soportan las consecuencias de los riesgos que asumen, no se ha podido llegar a un acuerdo sobre cómo lograrlo. Según una opinión, un planteamiento voluntario y caso por caso constituiría el modo más eficaz de involucrar al sector privado en la solución de una crisis. Otro parecer es que, para una mayor estabilidad financiera y un reparto equitativo de la carga, es preferible un enfoque mediante normas vinculantes. Esta divergencia de criterios no se da sólo entre países deudores y acreedores sino también entre los principales países acreedores.

El principal argumento a favor de un sistema basado en normas es que un planteamiento caso por caso podría conducir a un trato asimétrico no sólo entre deudores y acreedores sino también entre diferentes acreedores. Además, dejaría mucho margen a algunas grandes potencias industriales, que tienen mucho peso en las instituciones financieras internacionales, para decidir qué tipo de intervención se haría en una crisis en mercados emergentes. Los agentes privados del mercado, así como algunos grandes países industriales, se oponen por lo general a mecanismos no voluntarios en razón de que crean un riesgo moral para los deudores, alteran el equilibrio del poder de negociación a favor de estos últimos, demoran el restablecimiento del acceso al mercado y pueden usarse para posponer los ajustes necesarios⁵.

El reciente debate en el FMI sobre la participación del sector privado en la solución de las crisis parece haberse centrado en tres mecanismos. En primer lugar, se acepta que el Fondo debería procurar, cuando proceda, servir de catalizador para que otros acreedores faciliten préstamos a un país que tenga dificultades de pagos. Si esto no procede, o si

no logra atraer al sector privado, el país deudor debería intentar llegar a un acuerdo con sus acreedores sobre una moratoria voluntaria. Por último, se reconoce, que en último extremo el país deudor podría encontrar necesario imponer una suspensión unilateral de los pagos cuando no resulte viable un acuerdo voluntario. Todas estas medidas deberían ir también acompañadas de un endurecimiento fiscal y monetario apropiado y de un ajuste del tipo de cambio. Un informe de la reunión del Directorio Ejecutivo del FMI sobre la participación del sector privado en la solución de las crisis financieras indicaba lo siguiente:

Si bien se ha venido a reconocer cada vez más en todo el mundo que la disciplina de mercado sólo funcionará si los acreedores soportan las consecuencias de los riesgos que asumen, no se ha podido llegar a un acuerdo sobre cómo lograrlo.

Los directores convinieron que con arreglo al marco sugerido para involucrar al sector privado la posición del Fondo tendría que ser flexible, y las complejas cuestiones

suscitadas requerirían que se actuara con mucho juicio... En los casos en que las necesidades de los miembros sean relativamente pequeñas o cuando, a pesar de unas necesidades financieras grandes, las perspectivas del país miembro de acceder al mercado en un próximo futuro sean buenas, cabría esperar que el hecho de que a una fuerte política de ajuste se sumara el respaldo del Fondo sirviera de catalizador para lograr una participación del sector privado. En otros casos, sin embargo, cuando una pronta restauración del acceso al mercado en condiciones consistentes con la sostenibilidad externa a plazo mediano se juzgue poco realista, o cuando la carga de la deuda sea insostenible, podrá ser necesario más apoyo concertado de los acreedores privados, incluida tal vez una reestructuración de la deuda ...

Los directores observaron que el término "moratoria" cubre toda una gama de técnicas para reducir el pago neto del servicio de la deuda o las salidas netas de capital después de que un país haya perdido el acceso espontáneo a los mercados internacionales de capital. Tales técnicas van desde acuerdos voluntarios con los acreedores para limitar las salidas netas de capital a diversos medios concertados para lograr ese objetivo.

Los directores insistieron en que el modo de abordar la solución de una crisis no debe menoscabar la obligación de los países de pagar su deuda de modo completo y a su debido tiempo. No obstante,

señalaron que en circunstancias extremas, cuando no sea posible llegar a un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros pueden encontrar necesario, como último recurso, imponer una suspensión unilateral. Los directores indicaron que ... podría correrse el riesgo de que esa acción desencadenara una salida de capitales. Reconocieron que si un endurecimiento de la política financiera y una flexibilidad cambiaria apropiada no lograban contener esas salidas, un miembro se vería obligado a considerar si procedía introducir controles más completos del tipo de cambio o del capital (FMI, 2000h)⁶.

Claro está, que siempre existe la posibilidad de unas operaciones de socorro en gran escala. Algunos países al parecer intentaron excluir esa posibilidad, pero no pudieron conseguir un consenso:

Varios directores se mostraron partidarios de vincular, mediante una sólida presunción, la necesidad de una participación concertada del sector privado al nivel del acceso de esos miembros a los recursos del Fondo. Esos directores señalaron que un enfoque basado en normas daría más capacidad de predicción al marco sugerido para la participación del sector privado, a la vez que limitaría el riesgo de que una financiación en gran escala se usara para facilitar a ese sector su salida. Muchos otros directores, sin embargo, hicieron hincapié en que la introducción de un nivel mínimo de acceso a los recursos del Fondo, por encima del cual se requeriría automáticamente una participación concertada del sector privado, podría en algunos casos obstar que un miembro volviese a acceder al mercado y malograr las perspectivas de que el enfoque catalítico lograra tal participación.

Tampoco hubo acuerdo sobre la posibilidad de facultar al FMI para que imponga una paralización de

las acciones judiciales de los acreedores con el fin de proporcionar una protección legal a los deudores que establecen moratorias temporales:

Casi todos los directores consideraron que el mecanismo apropiado para mostrar que el Fondo aceptaba la suspensión impuesta por un miembro era que hiciera un préstamo para sufragar los atrasos a los acreedores privados...Algunos directores eran partidarios de enmendar la sección 2b) del Artículo VIII para que el Fondo pudiera proporcionar a un miembro alguna protección contra el riesgo de acciones judiciales mediante una paralización temporal de las mismas. Otros directores no apoyaban ese enfoque, y observaron que en casos recientes la capacidad de los miembros para llegar a acuerdos cooperativos con acreedores privados no se había visto menoscabada porque se hubieran emprendido tales acciones.

Sin duda se necesita mucha flexibilidad para manejar las crisis financieras, ya que su forma y severidad pueden variar entre un país y otro. No obstante, las prácticas actuales dejan demasiado margen al Fondo y a sus principales accionistas para decidir el calendario y el alcance de la financiación oficial que

debería proporcionarse y en qué condiciones; cuánta participación del sector privado se requeriría; y en qué circunstancias prestaría el Fondo su respaldo a unas suspensiones unilaterales de los pagos y a unos controles de capital. El marco sugerido no logra por lo general disipar las principales preocupaciones de los países deudores sobre el reparto de la carga en la solución de las crisis y acerca de las modalidades del apoyo y la condicionalidad del FMI. Tampoco proporciona pautas claras para influir en las expectativas y comportamiento de deudores y acreedores con miras a lograr mayor estabilidad.

Las prácticas actuales dejan demasiado margen al Fondo y a sus principales accionistas para decidir el calendario y el alcance de la financiación oficial que debería proporcionarse y en qué condiciones.

D. La asistencia oficial, el riesgo moral y el reparto de la carga

La discusión anterior muestra que ahora se pone más el acento en la participación del sector privado al diseñar la asistencia oficial a los países que atraviesan por dificultades financieras. Entre los elementos de esa estrategia figuran el usar la ayuda para propiciar la financiación privada, el hacer préstamos para enjugar los atrasos y precipitar así el acuerdo entre deudores y acreedores, y el condicionar

dicha asistencia a una participación previa del sector privado. Algunas de estas medidas en realidad se emplearon para resolver la crisis de la deuda del decenio de 1980, aunque sus objetivos no siempre se cumplieron totalmente. Por ejemplo, en el llamado Plan Baker, los préstamos oficiales a países en desarrollo muy endeudados buscaban desempeñar un papel catalítico, pero se tropezó con la oposición

cerrada de los bancos comerciales, que rehusaron conceder créditos a esos países. La práctica del FMI de prestar a deudores que hayan incurrido en atrasos en los pagos a acreedores privados se remonta al Plan Brady de 1989, cuando los bancos comerciales ya no estaban dispuestos a seguir cooperando en la reestructuración de la deuda del tercer mundo, al haber hecho una provisión de fondos suficiente y reducido sus créditos a prestatarios de países en desarrollo. Una decisión del Directorio del FMI de septiembre de 1998 reconoció oficialmente que los préstamos para pagar atrasos formaban parte de la política crediticia de la institución y extendió esa práctica a los bonos y los créditos no bancarios con la esperanza de que ello ayudaría a los países con programas de ajuste aprobados por el Fondo a reestructurar su deuda privada⁷.

La insistencia actual en que la asistencia oficial se condicione a la participación del sector privado se traduce en el compromiso de no prestar o no aliviar oficialmente la deuda a menos que los mercados privados renueven similarmente las deudas que llegan a su vencimiento, presten dinero nuevo o reestructuren sus activos. Esa estrategia, que ha venido a conocerse como la "comparabilidad de trato", se propone no sólo prevenir el riesgo moral en lo que atañe a los acreedores privados, sino también asegurar una forma aceptable de reparto de la carga entre los acreedores privados y los oficiales. El principio en que se basa es que no debería facilitarse asistencia pública a menos que los deudores reciban alguna ayuda de acreedores privados, y ninguna clase de éstos debería quedar exenta de asumir una parte de la carga⁸. En 1999, los acreedores del Club de París aconsejaron concretamente al Pakistán que buscara un trato comparable de los tenedores privados de sus bonos reprogramando sus obligaciones en eurobonos. No obstante, esta política no parece haberse aplicado en el caso de la asistencia oficial reciente al Ecuador, cuando el FMI no insistió en que ese país llegara a un acuerdo de reestructuración con los tenedores de sus bonos Brady como condición previa de la asistencia oficial (véanse el recuadro 6.2; y Eichengreen y Ruhl, 2000: 19).

Ciertamente, el que se ponga el acento en el reparto de la carga y en un trato comparable entre acreedores privados y oficiales constituye un gran avance respecto de las estrategias sobre la deuda seguidas en el decenio de 1980 y en las crisis más recientes de mercados emergentes. Durante esos episodios, la intervención oficial se propuso principalmente hacer que los deudores soberanos se mantuvieran al corriente de sus pagos a los acreedores privados y la prioridad acordada a la

deuda multilateral se mantuvo sin cambios. No obstante, el hacer hincapié sobre el reparto de la carga entre los acreedores no conduce necesariamente a mejores resultados sobre la cuestión más importante de ese reparto entre deudores y acreedores.

A este respecto, una cuestión fundamental es si una estrategia que haga depender la asistencia oficial de la participación del sector privado puede promover una reestructuración ordenada de la deuda con los acreedores privados. La razón de ser de esa estrategia es que si el Fondo fuera a mantenerse al margen y negarse a prestar a un país con problemas financieros a menos que los mercados renueven primero sus obligaciones, los acreedores privados se encontrarían con la perspectiva de una falta de pago, lo que les incitaría a negociar y a llegar a un acuerdo con el deudor. El punto más débil de esa estrategia es que si la falta de pago no resulta muy costosa, los acreedores tendrán pocos incentivos para reestructurar lo que se les debe. En cambio, si resulta costosa, el FMI no podrá

mantenerse a un lado y dejar que las cosas sucedan, ya que la amenaza a la estabilidad financiera internacional, así como al país de que se trate, sería grande. La insistencia en la no intervención del FMI no sería más creíble que un anuncio de un gobierno de que no hará nada para salvar a unos ciudadanos que hubieran construido sus viviendas en una llanura proclive a inundaciones⁹. Este dilema refuerza los argumentos a favor de normas explícitas que prohíban construir viviendas en lugares que se pueden inundar o que eviten una carrera para hacerse con activos¹⁰.

Parece así que una estrategia solvente para involucrar al sector privado en la solución de las crisis debería combinar las moratorias temporales con límites estrictos en el acceso a los recursos del Fondo. A decir verdad, tal estrategia ha recibido un mayor apoyo en los últimos años¹¹. Según una opinión, el acceso podría limitarse aplicando una penalización en los tipos. Sin embargo, como es poco probable que medidas de esa índole basadas en los precios logren impedir un endeudamiento apresurado en situaciones de crisis, se necesitarán límites cuantitativos. Un informe reciente del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos (CFR) sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional argumentaba que el FMI debería aplicar en todo momento unos límites al acceso normal calculados en el 100% de la cuota anual y el 300% sobre una base acumulativa, y que los países deberían poder recurrir a moratorias unilaterales cuando esa financiación resulte insuficiente para estabilizar los mercados y sus balanzas de pago. Las cantidades comprometidas en intervenciones recientes en las

Una estrategia solvente para involucrar al sector privado en la solución de las crisis debería combinar las moratorias temporales con límites estrictos en el acceso a los recursos del Fondo.

Recuadro 6.2

ACUERDOS RECIENTES SOBRE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS

Varios acuerdos recientes sobre reestructuración de bonos soberanos han sido muy celebrados por la comunidad internacional en razón de su éxito "... para acabar con expectativas insostenibles de algunos inversores de que los bonos soberanos internacionales eran en la práctica inmunes a una reestructuración..." (FMI, 2000f: 10). No obstante, también muestran que, con los actuales acuerdos institucionales, no existen mecanismos para proceder a una reestructuración ordenada de bonos soberanos, y que el proceso puede resultar complejo y tedioso¹. El que se logre sentar a los tenedores de bonos en la mesa de negociación no depende tan sólo de la presencia de CAC en los documentos correspondientes. Una amenaza verosímil de impago puede ser igual de eficaz. Sin embargo, aun entonces, los deudores no tienen garantías de recibir un alivio apreciable de la deuda, especialmente con arreglo a los valores del mercado.

El Pakistán reestructuró sus bonos internacionales a finales de 1999 sin invocar las CAC que figuraban en los documentos de emisión, prefiriendo ofrecer el canje voluntario de sus eurobonos por un nuevo instrumento de seis años, que fue aceptado por una mayoría de tenedores. Los problemas de comunicación no fueron graves porque los bonos estaban en poder de tan solo unos pocos inversores pakistaníes. Se cree que la presencia de CAC y de un síndico, así como la petición del Club de París de extender "la comparabilidad de trato" a los eurobonos, juntamente con una amenaza de impago tomada en serio, desempeñaron un papel importante en que no hubiera posiciones minoritarias disidentes². No obstante, los términos de la reestructuración fueron muy favorables para los tenedores en comparación con el precio de mercado, y los nuevos bonos ofrecidos eran más líquidos. Según el FMI, hubo un "peinado" para los acreedores en comparación con el precio admitido pero no con el valor relativo de mercado, y aunque el impacto inicial de la reestructuración sobre el perfil de la deuda del país fue más bien positivo, "en el año 2001 las estimaciones de mercado sugieren que los pagos del servicio de la deuda retrocederán a los niveles anteriores a la reestructuración y serán superiores para lo que queda de vigencia del bono canjeado" (FMI, 2000g: 137 y cuadro 5.2).

Por el contrario, Ucrania hizo uso de las CAC presentes en cuatro de sus bonos en vigor en una reestructuración concluida en abril de 2000. A diferencia del Pakistán, los bonos estaban muy repartidos entre tenedores minoristas, particularmente en Alemania, pero el país se las arregló para obtener el acuerdo de los titulares de más del 95% del valor de la deuda pendiente. Como en el Pakistán, sin embargo, esto entrañó sólo la extensión de los vencimientos del principal más bien que un alivio, ya que la reorganización se hizo ajustándose a lo que cotizaba el mercado. En realidad, hubo una ganancia neta de los acreedores respecto del valor de mercado (FMI, 2000g, cuadro 5.2).

Desde mediados de 1999 el Ecuador empezó a encontrar serias dificultades para pagar los intereses de sus bonos Brady, que acabaron en una suspensión de pagos en el segundo semestre del año. Como una renovación al vencimiento no habría brindado una solución, el país buscó reducir mucho la deuda ofreciendo un canje por bonos internacionales emitidos a tipos de mercado, pero con un vencimiento de 20 años. Tal cosa fue rechazada por los tenedores, que además votaron por una aceleración. Después de varios intentos fallidos, el Ecuador invitó a ocho de los mayores tenedores institucionales de sus bonos a sumarse a un Grupo Consultivo, con miras a arbitrar un mecanismo oficial de comunicación con los obligacionistas más bien que negociar las modalidades de una oferta de canje. A mediados de agosto, los tenedores aceptaron la oferta del Ecuador de canjear los bonos Brady cuyo pago se había interrumpido por bonos internacionales a 30 años con una reducción del 40% del principal, cuando el descuento del mercado era de más del 60%. Esto se tradujo en una ganancia neta de los acreedores en relación con el valor de mercado³.

¹ Sobre estos casos de reestructuración, véanse De la Cruz (2000); Eichengreen y Ruhl (2000); Buchheit (1999); y FMI (2000g, recuadro 5.3).

² Para una opinión diferente sobre el impacto de la petición del Club de París, véase Eichengreen y Ruhl (2000: 26 – 28).

³ Para un estudio de la reestructuración ecuatoriana, véase Acosta (2000).

crisis de mercados emergentes, desde la de México en 1995, superaron con mucho esos límites, suponiendo del orden del 500 al 1.900% de la cuota.

Sin embargo, al fijarse esos límites al acceso, debería reconocerse que las cuotas del FMI se han quedado a la zaga del crecimiento de la producción, el comercio y las corrientes financieras en el mundo, y que su nivel actual no puede ofrecer unos patrones apropiados para evaluar las dimensiones del conjunto de medidas que tome el Fondo en cada caso. Según una estimación, ajustar las cuotas al crecimiento de la producción y el comercio mundiales desde 1945 obligaría a multiplicarlas por tres y por nueve, respectivamente (Fischer, 1999). En una propuesta anterior – hecha en un documento del FMI en vísperas de la crisis mexicana – que proponía crear un servicio de financiación a corto plazo para intervenir en las crisis, se consideraba el 300% de la cuota como posible límite superior (véase el *TDR 1998*, cap. IV, secc. B.4). Esas cantidades parecen ser más realistas que los actuales límites al acceso normal.

Los recursos del Fondo no son la única fuente de las medidas conjuntas de ayuda, que en muchos casos se basan incluso en dinero suministrado por algunos grandes países acreedores. Tal proceder ha incrementado a menudo la posibilidad de que estos países actúen en defensa de sus propios intereses nacionales al arbitrar las medidas de ayuda, incluidas las condiciones que acompañan a los préstamos. Es muy probable que los principales países acreedores sigan procediendo de ese modo siempre y cuando vean sus intereses afectados, y algunos países deudores pueden incluso preferir unos acuerdos bilaterales con ellos más bien que recurrir a canales multilaterales. No obstante, con independencia de los préstamos bilaterales, deberían observarse en las crisis unos límites en el acceso a los recursos del Fondo. Además, es conveniente mantener esos acuerdos bilaterales ad hoc separados de los préstamos multilaterales con el fin de evitar que influyan indebidamente en la política del Fondo sus principales accionistas.

Una cuestión fundamental es si esos límites en el acceso podrían rebasarse en determinadas circunstancias. Por ejemplo, sin perjuicio de defender límites estrictos, el informe del CFRTF sugería que “en el caso poco usual en que parezca existir una crisis sistémica (esto es, una crisis en varios países en la que de no intervenir quedaría amenazada toda la economía mundial y donde exista una incapacidad generalizada de los mercados privados de capital para distinguir a los prestatarios solventes de los que lo son menos), el FMI volvería a facilitar sus servicios de respaldo ‘sistémico’ ...” (CFRTF, 1999: 63). Proponía la creación de un servicio financiero que ayudara a prevenir el contagio, que se constituiría mediante la asignación una sola vez de derechos especiales de giro (DEG)¹², que sustituiría a los servicios de préstamo que existen en el FMI para situaciones de crisis (véase el recuadro 6.3).

Si bien las preocupaciones en que se basan las diferentes políticas aplicadas a las crisis sistémicas y a las no sistémicas pueden estar justificadas, en la práctica las excepciones a los límites de los préstamos normales dejarían mucho margen para unas operaciones de socorro en gran escala y otorgarían excesivas facultades discrecionales al FMI. Una posible implicación es que los países que no fueran considerados sistémicamente importantes podrían encontrarse con límites estrictos para acceder a los recursos del Fondo, pero tendrían la opción de imponer moratorias unilaterales. Sin embargo, en el caso de los mayores mercados emergentes seguirían prefiriéndose las operaciones de ayuda a las moratorias. Acontecimientos recientes como las suspensiones de pago del Pakistán y el Ecuador (véase el recuadro 6.2) no lo confirman, pero sí lo hacen las operaciones de socorro de la Argentina y Turquía (véase el capítulo II). En los dos últimos casos, las dificultades registradas se debieron en buena parte a los regímenes monetarios aplicados más bien que al contagio financiero desde el exterior. Con todo, preocupa mucho que si esas crisis se hubieran dejado desarrollarse, podrían haberse extendido a otros mercados emergentes.

INICIATIVAS RECIENTES RESPECTO DE LOS PRÉSTAMOS DEL FMI PARA CASOS DE CRISIS

El FMI ha dado últimamente algunos pasos para fortalecer su capacidad de suministrar una financiación en las crisis, aunque tal capacidad todavía se queda a la zaga de lo que correspondería a un prestamista internacional genuino de última instancia¹. El Servicio de Complementación de Reservas (SCR), aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI en respuesta a la intensificación de la crisis del Asia oriental en diciembre de 1997, se proponía facilitar una financiación sin límites a los países que experimentasen dificultades de pagos excepcionales, pero con un acuerdo ampliado o de derecho de giro sumamente condicional (FMI, 1998b: 7). No obstante, el SCR depende de los recursos con que cuenta el Fondo, que, tal como sugiere la experiencia reciente, es probable que resulten inadecuados en cuanto tales para cubrir los costos de grandes intervenciones.

La Línea de Crédito Contingente (LCC), creada en la primavera de 1999, se propone ofrecer un servicio cautelar de defensa en forma de financiación a corto plazo, que estaría disponible para resolver problemas de balanza de pagos producidos por un contagio financiero internacional (FMI, 1999). Así, a diferencia del SCR, que se facilita a los países en crisis, la LCC es una medida preventiva. Los países pueden quedar habilitados en principio para esta última, si cumplen condiciones relacionadas con indicadores macroeconómicos y financieros externos y con pautas internacionales en esferas tales como transparencia, supervisión bancaria, y calidad de las relaciones y de los acuerdos financieros de los bancos con el sector privado. Las presiones sobre la cuenta de capital y las reservas internacionales de un país habilitado han de ser consecuencia de una merma repentina de confianza entre los inversores ocasionada sobre todo por factores externos. Además, aunque no se especifican límites a la cuantía de los fondos disponibles, al igual que el SCR la LCC depende de los recursos existentes en el Fondo. En un principio se esperaba que la índole cautelar de la LCC restringiría el nivel de los giros efectivos. Sin embargo, hasta ahora, ningún país ha recurrido a ese servicio. Se ha sugerido que, con las condiciones iniciales, los países no tenían incentivos para solicitar una habilitación de principio, ya que los honorarios y los intereses que se cobraban en la LCC eran los mismos que en el SCR. Además, el acceso no era automático, sino que estaba sujeto a la evaluación por el Directorio de la política económica y los riesgos de contagio. El Directorio Ejecutivo del FMI tomó medidas en septiembre de 2000 para reducir el canon así como para permitir algún acceso automático con miras a promover el uso de la LCC (FMI, 2000j), pero parece haber problemas más serios de diseño. En particular, diríase que los países no quieren recurrir a esa línea de crédito por temer que tal cosa sería como tocar a rebato en los mercados financieros internacionales, frenando así el acceso al crédito².

¹ Para un examen de estos servicios, véase FMI (2000i). Para una discusión de lo que implica establecer un prestamista internacional de última instancia, véanse *TDR 1998* (cap. IV, secc. B.4), y Akyüz y Cornford (1999).

² Para una evaluación anterior de ese mismo tenor, véase Akyüz y Cornford (1999: 36). Para un estudio más reciente, véase Goldstein (2000: 12 – 13).

E. Los acuerdos voluntarios y los contractuales

Como ya se dijo, ahora se está poniendo mucho el acento en mecanismos voluntarios para lograr que el sector privado participe en la gestión y solución de las crisis. No obstante, ciertos rasgos de la deuda exterior de los países en desarrollo hacen extremadamente difícil recurrir a esos mecanismos, sobre todo para asegurar una suspensión rápida del pago de la deuda y su renovación. Entre esos rasgos figuran una dispersión más amplia de acreedores y deudores y la existencia de más variedad de contratos de deuda como consecuencia del incremento y mayor integración de los mercados internacionales de capital, así como de las innovaciones para obtener capital exterior. En consecuencia, el alcance de algunos de los mecanismos voluntarios usados en lo pasado ha disminuido mucho.

Quizá el hecho más importante, citado a menudo en este contexto, es el paso de préstamos bancarios sindicados a bonos en el endeudamiento soberano, ya que, por los motivos que se dicen *infra*, la reestructuración de los bonos es intrínsecamente más difícil. La emisión de bonos soberanos fue una práctica común en los años de entreguerras cuando los mercados emergentes tenían un acceso relativamente fácil a los mercados correspondientes. Durante las perturbaciones financieras mundiales de finales del decenio de 1920 y principios de 1930, muchas de esas emisiones de bonos acabaron en suspensión de pagos. Antes del decenio de 1990 los gobiernos de mercados emergentes recurrieron poco a la financiación mediante bonos. La parte de éstos en la deuda a largo plazo pública y con garantías públicas de los países en desarrollo era del orden de 6,5% en 1980, pero aumentó rápidamente en los últimos 20 años, cifrándose en el 21% en 1990 y casi en el 50% en 1999 (Banco Mundial, 2000). Esa proporción es inferior para la deuda privada no garantizada, pero el incremento de la parte de los bonos en la deuda exterior privada es igual de espectacular, desde alrededor de 1% en 1990 a cerca de 24% en 1999. Según el Institute of International Finance (IIF), entre 1992 y 1998, de un total de aproximadamente 1,4 billones de dólares de corrientes netas de capital a 29 grandes mercados emergentes, el 23% procedía de bancos comerciales y el 27% de otros acreedores privados, principalmente mediante bonos (IIF, 1999, cuadro 1).

Un segundo hecho importante es que los préstamos internacionales a los mercados emergentes se han dirigido cada vez más a prestatarios del sector privado. La parte de la deuda pública y con garantía pública en la deuda total a largo plazo de los países en desarrollo superó el 75% en el decenio de 1980, pero se cifraba en menos del 60% en 1999. La mayor importancia del endeudamiento del sector privado ha entrañado un rápido incremento de la dispersión de los deudores. Si bien una parte sustancial de aquél consiste en préstamos interbancarios, los créditos directos a las empresas también son considerables en algunos mercados emergentes. En Indonesia, por ejemplo, ese endeudamiento representaba más de los tres cuartos de la deuda privada total. Además, en los países en desarrollo, una creciente proporción de la deuda bancaria externa del sector privado es de índole bilateral más bien que en forma de préstamos sindicados, lo que también implica una dispersión más grande de acreedores. La base de éstos aumenta aún más de resultados de los acuerdos de reformulación y de los derivados crediticios, a cuyo tenor la participación en el préstamo inicial se desplaza a terceros (Yianni, 1999: 81-84).

Varios hechos relacionados con la deuda de los mercados emergentes han incrementado también la posibilidad de una salida rápida y de movimientos de los acreedores provocados por el pánico, dejando así poco margen para unas soluciones cooperativas. Tal vez el más importante sea el desplazamiento del crédito bancario hacia préstamos a más corto plazo. A mediados del decenio de 1980, los préstamos bancarios con un vencimiento de menos de un año representaban alrededor del 43% del total de esos préstamos, pero esta cifra aumentó a casi 60% en vísperas de la crisis asiática, para disminuir a cerca del 50% después. Del mismo modo, el empleo generalizado de cláusulas de aceleración y de reciprocidad en caso de impago y de opciones de venta en los contratos crediticios ha incrementado la posibilidad de que surjan acreedores minoritarios disidentes, dificultando que deudores y acreedores lleguen rápidamente a un acuerdo sobre moratorias y reestructuraciones voluntarias¹³.

Son varias las propuestas que se han hecho para encontrar unos mecanismos que faciliten la participación voluntaria del sector privado en la

solución de las crisis. Al discutir esos mecanismos resulta útil trazar una distinción entre los pactos sobre bonos y otros acuerdos contractuales y cooperativos encaminados a involucrar al sector privado.

1. *La reestructuración de bonos y las cláusulas de acción colectiva*

Como ya se señaló, la idea de que los bonos soberanos al igual que los préstamos bancarios pueden tener que reestructurarse sólo ha sido aceptada recientemente por la comunidad internacional (aunque no necesariamente por todos los segmentos de los mercados financieros). Los deudores soberanos de mercados emergentes que emitieron bonos en los decenios de 1970 y 1980 generalmente se mantuvieron al corriente de sus obligaciones durante la crisis de la deuda de los años ochenta mientras que reprogramaron y reestructuraron su deuda con bancos comerciales, factor éste que parece haber desempeñado un papel importante en la rápida expansión de la financiación mediante bonos en los años noventa en comparación con los préstamos bancarios. De resultados de ese rápido incremento, juntamente con la mayor frecuencia de crisis financieras virulentas, la reestructuración de los bonos ha adquirido importancia, en el caso sobre todo de prestatarios soberanos.

Sin embargo, esa reestructuración encierra serias dificultades si se compara con la reprogramación y reestructuración de los créditos sindicados. En primer lugar, están los problemas de la representación colectiva y de la acción conjunta, que son más agudos en el caso de los bonos que en el de los contratos de préstamo. Tal cosa se debe a las dificultades de comunicación entre el emisor y los tenedores de los bonos; por lo general, éstos son anónimos y más diversos y comprenden a una variedad de inversores, tanto personas físicas como instituciones. Ese problema de comunicación se ve agravado por las transacciones en mercados secundarios. Además, hay impedimentos legales para establecer mecanismos de comunicación entre emisores y tenedores, así como para tratar con tenedores que no participen, que varían con arreglo a la legislación sobre bonos. Aquí también, como esa legislación cambia, resulta difícil aplicar procedimientos uniformes a la reestructuración. Las disposiciones actuales también fomentan posiciones minoritarias y acciones judiciales de los titulares de bonos, ya que, a diferencia de lo que se hacía durante los años de entreguerras, los emisores soberanos se ven con frecuencia requeridos a que incluyan una cláusula de renuncia a la inmunidad soberana. De esta suerte los deudores soberanos no gozan de la protección que disfrutaban los deudores privados en los procedimientos nacionales de bancarota e insol-

vencia, que a menudo impiden que existan minoristas disidentes y eliminan a quienes de esa forma obtienen beneficios gratuitos.

Totalmente al margen de las disposiciones contractuales y legales sobre bonos, un emisor soberano que atravesase por serias dificultades financieras siempre tendrá la posibilidad de hacer una oferta para cambiar los bonos en vigor por instrumentos nuevos con otras modalidades de pago. Sin embargo, los problemas de comunicación y la posible existencia de actitudes minoritarias hacen difícil que esas ofertas cuajen. Así, desde la crisis mexicana, se ha instado cada vez más a los prestatarios de mercados emergentes a que incluyan las llamadas cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos sobre bonos con el fin de mejorar la comunicación con los tenedores y facilitar la reestructuración de los bonos¹⁴. Tales cláusulas parecen ser especialmente convenientes para los prestatarios soberanos, que no pueden acogerse a los códigos concursales nacionales. Hay fundamentalmente tres tipos de CAC:

- *cláusulas de representación colectiva*, que establecen un foro representativo (con la presencia, por ejemplo, de un síndico) para coordinar las negociaciones entre el emisor y los tenedores de bonos;
- *cláusulas de acción mayoritaria*, que permiten que una mayoría cualificada (del 75% por lo general) de tenedores acepten un cambio en las modalidades de pago con carácter vinculante para todos los tenedores, impidiendo así actitudes minoritarias; y
- *cláusulas de reparto*, que aseguran que todos los pagos por el deudor se reparten entre los tenedores de bonos mediante prorrateo y previenen acciones judiciales recalcitrantes.

Nótese que la inclusión de CAC en los contratos de bonos, cuando está autorizada por ley, es optativa – nunca obligatoria – y depende a menudo de que el mercado esté de acuerdo. Los emisores suelen adoptar las prácticas documentarias vigentes en la jurisdicción competente. Por lo general, no figuran cláusulas de representación colectiva en los bonos que se rigen por el derecho inglés o el de Nueva York. Las cláusulas de acción mayoritaria se incluyen como una cuestión de rutina en los contratos sobre bonos que se rigen por el derecho inglés, pero no en los emitidos con arreglo a la legislación de Nueva York, incluso aunque esta última no las prohíba para las emisiones soberanas. De igual modo, los bonos que se rigen por leyes alemanas y japonesas no contienen casi nunca cláusulas de acción mayoritaria. En esos casos, todo cambio en las modalidades de pago requiere una decisión unánime de los tenedores de los bonos. Esto también ocurre con los bonos Brady, incluso cuando se rigen por el derecho inglés. Parece que la inclusión de la norma de unanimidad fue uno de los principales motivos

para que el proceso Brady se llevara a cabo mediante canjes de préstamos por bonos más bien que con enmiendas a los contratos de préstamo existentes (Buchheit, 1999: 9). Las cláusulas de reparto figuran también como una cuestión de rutina en los préstamos bancarios sindicados, pero no abundan en los bonos emitidos públicamente ya que suelen considerarse por los mercados como una amenaza al derecho legal de los acreedores a recuperar lo que se les debe¹⁵. La ausencia de cláusulas de reparto, junto con la renuncia a la inmunidad soberana, deja mucho margen a los tenedores de bonos para que se opongan a una reestructuración y entren en una carrera para hacerse con los activos mediante acciones judiciales.

Con arreglo a los datos disponibles, alrededor de un tercio de los bonos totales emitidos por mercados emergentes durante el decenio de 1990 se rigieron por el derecho inglés; la parte de los bonos sometidos a la legislación de Nueva York fue menor, pero superó sin embargo la cuarta parte, seguida de los emitidos al amparo del derecho alemán (casi un quinto) y el derecho japonés (en torno al 13%). Parece que los mercados emergentes asiáticos y, sobre todo, los latinoamericanos han recurrido más a las leyes de Nueva York que al derecho inglés en sus emisiones. El derecho japonés pocas veces se usa en las emisiones latinoamericanas pero es el que se aplica en un cuarto de las emisiones asiáticas, mientras ocurre lo contrario con el derecho alemán. Entre 1995 y 2000 hubo un aumento de la proporción de bonos que se rigen por las leyes de Nueva York, pero no está claro si ello va unido a la mayor frecuencia de las crisis financieras en los mercados emergentes (Dixon y Wall, 2000: 145-146; Eichengreen y Mody, 2000a, cuadro 1).

Se estima que en la mitad más o menos de todas las emisiones vigentes de bonos internacionales – incluidas las de países industriales – no figuran CAC, y esa proporción es aún mayor en los mercados emergentes. Una de las principales preocupaciones de estos últimos es que incluir CAC frenaría su acceso a los mercados y elevaría el costo del endeudamiento porque mostraría una mayor posibilidad de impago. Insisten así en que tales cláusulas se introduzcan primero en los bonos soberanos de los países industriales. Algunos de éstos, como el Canadá y el Reino Unido, han decidido recientemente incluir CAC en sus emisiones internacionales de bonos y pagarés o ampliar las que ya existen, con el fin de fomentar su empleo, en particular por los mercados emergentes. Los grupos internacionales del sector

privado encuentran aceptable las votaciones por mayoría, a reserva de que ésta sea del orden del 90-95%, pero prefieren ofertas de canje voluntario, y se oponen a que las CAC sean obligatorias en los contratos sobre bonos (FMI, 2000g: cuadro 5.2; Dixon y Wall, 2000: cuadro 2).

Los datos sobre el impacto de las CAC en el costo de la financiación mediante bonos internacionales no son concluyentes (BPI, 1999; Eichengreen y Mody, 2000b; Dixon y Wall, 2000). En realidad, las CAC pueden tener dos efectos opuestos. Por un lado, su inclusión puede aumentar la probabilidad de impago a los ojos de los inversores ya que pueden crear riesgo moral en el deudor,

entrañando una mayor prima de riesgo. Por otra parte, en caso de que se incumplan las obligaciones, esas cláusulas ayudan a recuperar los activos de los inversores facilitando una reestructuración de los bonos. El efecto neto dependerá de cómo las CAC influyan en la probabilidad percibida de que se suspenda el pago y en la proporción que se espera recuperar. En los países con una solvencia crediticia alta, podría predominar el segundo efecto, de modo que el que figuraran CAC en realidad reduciría el costo de la financiación mediante bonos. Cuando éstos estén peor considerados, sin embargo, las

cláusulas pueden muy bien conducir a un gran aumento del riesgo percibido de impago, elevando así el diferencial de las emisiones nuevas.

No está claro si la introducción de CAC en los contratos de bonos podría tener muchas consecuencias sobre la reestructuración de la deuda, ya que la experiencia en este particular es muy limitada¹⁶. En todo caso, aun si esas cláusulas se introdujeran rápidamente por los prestatarios de mercados emergentes en sus emisiones nuevas de bonos, el impacto inicial sería limitado por causa de la existencia de un gran acervo de bonos en vigor sin CAC. Por otra parte, estas cláusulas rara vez han sido empleadas por mercados emergentes para reestructurar bonos incluso cuando figuren en los contratos correspondientes, en parte por el temor a que las juntas de tenedores se usen para suscitar una oposición a los intentos de reestructurar los bonos y para tomar una medida de aceleración (que suele requerir el consenso del 25% de los obligacionistas). Claramente, esos riesgos pueden ser serios, ya que la decisión última sobre la reestructuración incumbe a los tenedores, y el deudor soberano no dispone de medios para lograr que los tribunales aprueben su plan de reestructuración, a diferencia de los que

Una de las principales preocupaciones de los mercados emergentes es que incluir cláusulas de acción colectiva frenaría su acceso a los mercados y elevaría el costo del endeudamiento porque mostraría una mayor posibilidad de impago, pero los datos sobre el impacto de esas cláusulas en el costo de la financiación mediante bonos internacionales no son concluyentes.

tienen, por ejemplo, las empresas prestatarias de los Estados Unidos en virtud de las cláusulas de aceptación forzosa del Código de Quiebras de ese país.

Al sopesar el papel potencial de las CAC en la participación del sector privado en la solución de las crisis, hay que distinguir entre moratorias y reestructuraciones financieras. La práctica actual de las emisiones de bonos deja poco margen para obtener una moratoria rápida de carácter voluntario¹⁷. Esa moratoria requerirá unos órganos representativos, tales como un comité de síndicos o de tenedores, así como la prohibición de que un titular de bonos emprenda acciones judiciales y de que figuren cláusulas de reparto o ambas cosas a la vez. Como ya se dijo, hay una fuerte resistencia de los inversores privados a que se incluyan tales cláusulas en casi todas las jurisdicciones, y no es probable que se introduzcan de forma voluntaria. Las cláusulas de acción mayoritaria por sí solas no pueden asegurar una moratoria voluntaria rápida ni una aceptación forzosa por parte de los disidentes, ya que invocar esas cláusulas constituye un proceso tedioso y deja mucho tiempo y muchas oportunidades para que unos tenedores irreductibles impongan unas obligaciones agobiantes al deudor.

Los inversores privados suelen señalar que las grandes crisis financieras en mercados emergentes no se vieron precipitadas por una salida apresurada de tenedores de bonos soberanos mediante acciones jurídicas ni por una carrera para hacerse con los activos, sino por dinero especulativo a corto plazo (Buchheit, 1999: 7). Esto sin duda ocurrió en el Asia oriental, donde la deuda en forma de bonos soberanos era por lo general casi inexistente. No obstante, con el rápido crecimiento del mercado de bonos, otorgar a los obligacionistas facultades ilimitadas para litigar y aferrarse a los activos constituye una posible fuente importante de inestabilidad. Como ya se discutió, la actual insistencia de los préstamos oficiales de que participe el sector privado es poco probable que genere incentivos adecuados para arbitrar moratorias voluntarias y renovar la deuda privada en momentos de crisis.

Las consecuencias de una suspensión unilateral de los pagos de los bonos podrían ser más graves que el impago de la deuda contraída con los bancos porque el efecto se transmitiría inmediatamente a los mercados secundarios. Un incremento grande de la prima de riesgo y un descenso de los precios de los

bonos crearían entonces amplias oportunidades para que los inversores litigiosos (los llamados “buitres”) se lucrasen, al poder adquirir deuda problemática con descuentos sustanciales y precipitarse en una carrera para hacerse con los activos¹⁸. Por otra parte, como muestran algunos casos recientes de reestructuración de bonos, incluso cuando la moratoria unilateral conduce a un acuerdo de reprogramación, el proceso tiende a ser desordenado y no siempre garantiza un alivio apreciable del deudor (véase el recuadro 6.2).

Así, una posible solución sería combinar moratorias vinculantes sancionadas internacionalmente con cláusulas de acción mayoritaria a fin de impedir una pugna por los activos y facilitar las reestructuraciones voluntarias. Una propuesta (Buitter y Silbert, 1999) defiende un enfoque contractual de las moratorias, que obligaría a que en todos los acuerdos de préstamo internacional figurara una opción universal de renovación de la deuda con penalización (OURDP). Sin embargo, es poco probable

que una cláusula de esa índole se introduzca voluntariamente y se necesitaría un mandato internacional. Otra propuesta es la de facultar al Fondo para que apruebe o imponga a los tenedores de bonos una moratoria cuando se desencadene una crisis (véase, por ejemplo, Miller y Zhang, 1998). Esto podría combinarse, cuando fuera menester, con préstamos del FMI para el pago de atrasos, con el fin de aliviar la contracción de liquidez en el país deudor e incitar a una rápida reestructuración. Ésta debería dejarse, mediante un acuerdo voluntario, en manos de los tenedores y del emisor de los bonos, a reserva de

lo que dispongan los contratos pertinentes. No sería viable ni conveniente otorgar facultades al FMI o a cualquier otra autoridad internacional para imponer reestructuraciones de deuda soberanas, tales como las que se practican con arreglo a lo dispuesto en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos. No obstante, el Fondo podría seguir ejerciendo mucha influencia en el proceso

mediante sus medidas de condicionalidad de los préstamos.

Se ha aducido que propuestas como las de las CAC y los comités permanentes “... resultan apropiadas cuando se opine que la mayoría de los países que experimentan crisis tienen problemas con sus indicadores económicos fundamentales que requieren una reestructuración de la deuda si no hay operaciones de socorro... las OURDP y las

La práctica actual de las emisiones de bonos deja poco margen para obtener una moratoria rápida de carácter voluntario.

Una posible solución sería combinar moratorias vinculantes sancionadas internacionalmente con cláusulas de acción mayoritaria a fin de impedir una pugna por los activos y facilitar las reestructuraciones voluntarias.

moratorias sancionadas internacionalmente resultan adecuadas si uno cree, en cambio, que casi todas las crisis son causadas por el pánico de los acreedores, y que todo lo que se requiere para restaurar el orden en los mercados financieros es un período de enfriamiento". (Eichengreen y Ruhl, 2000: 4, nota 4). Sin embargo, estas consideraciones sugieren que ambos instrumentos han de figurar en el arsenal de medidas, ya que la solución de casi todas las crisis requiere tanto un período de enfriamiento como una reestructuración de la deuda. Incluso cuando haya que achacar una crisis a los parámetros económicos fundamentales, los deudores necesitan un margen de respiro, puesto que los mercados tienen tendencia a reaccionar en exceso, y esto conduce a que se disparen los precios de los activos y los tipos de cambio, agravando con ello las dificultades financieras de los deudores. En tales circunstancias, una moratoria dejaría tiempo para preparar y aplicar soluciones cooperativas a las crisis relacionadas con la deuda.

2. La reestructuración de los préstamos bancarios

Por los motivos ya examinados, se piensa en general que liquidar una deuda será más fácil en el caso de los préstamos bancarios internacionales que en el de los bonos soberanos, ya que los primeros dejan más margen para unos mecanismos voluntarios y concertados. Además, la experiencia del decenio de 1980 en la reestructuración de créditos sindicados, como también las negociaciones más recientes y la renovación de los préstamos bancarios en la República de Corea y el Brasil, suelen citarse como ejemplos notables de reprogramación de deuda contraída con bancos¹⁹. Con todo, un examen más detenido de esa experiencia indica que hay muchos puntos flacos en los procedimientos seguidos, y el resultado alcanzado parece ser una exoneración del sector privado más bien que su participación.

Uno de los principales factores, que facilitó las negociaciones con los bancos comerciales en los años ochenta, fue la existencia de comités asesores o directores constituidos por representantes de bancos seleccionados a tenor, sobre todo, de la índole de sus créditos al país deudor de que se tratara. Claramente, tal cosa ayudó a resolver el problema de la representación al establecer un foro de negociaciones. Asimismo, la presencia de cláusulas de reparto en los contratos de préstamos sindicados, juntamente con la inmunidad soberana, disuadió a los prestatarios para que emprendieran acciones judiciales contra los países deudores. No obstante, el acuerdo requería el consenso unánime de los miembros del comité, de los que se esperaba también que consiguieran un convenio que resultara aceptable para los bancos que

no participasen. Esto, en la práctica, dejaba mucho margen para que bancos aislados adoptaran actitudes minoritarias, del mismo modo que en los contratos de bonos sin cláusulas de acción mayoritaria. Esas actitudes dilataban las negociaciones, provocando fricciones no sólo entre deudores y acreedores sino también entre los propios acreedores. Como ha señalado un observador de las reprogramaciones de deudas soberanas en el decenio de 1980: "Desde la perspectiva de los prestatarios, el método del consenso se traducía en que siempre se negociaba a la baja para llegar a un mínimo común denominador, un mínimo que resultara aceptable para todos los miembros del comité después de consultar a sus representados. En otras palabras, un banco tenía la posibilidad de impedir que todo un conjunto de medidas se adoptara si disentía de cualquiera de sus aspectos" (De la Cruz: 2000: 12).

La estrategia primaria de esas negociaciones era evitar la suspensión de pagos y asegurar que el deudor tuviera liquidez suficiente para mantenerse al corriente (es decir, para continuar atendiendo al servicio de su deuda). El dinero necesario se facilitaba por los bancos acreedores como parte del proceso de reprogramación y también mediante préstamos oficiales. De este modo, los bancos podían mantener esos activos en sus balances sin infringir las normas crediticias. Los vencimientos se renovaban cuando tocaban a su fin, pero unos tipos de interés en condiciones de favor y una cancelación de la deuda no figuraban entre los principios que se aplicaban a las liquidaciones de deuda comercial.

De este modo, tal como se describía en el *TDR 1988*, el proceso entrañaba unos "préstamos concertados", a cuyo tenor cada banco reprogramaba sus préstamos y contribuía con dinero nuevo en proporción a los créditos que había concedido, con una cantidad total que fuera el mínimo considerado necesario para evitar atrasos. El FMI también facilitaba recursos a los países deudores – para que pudieran seguir pagando los intereses a los bancos comerciales – a reserva de que los bancos aportaran lo que se requería de ellos. Así, la intervención oficial equivalía a utilizar dinero público para pagar a los bancos acreedores, aunque su finalidad era que esos bancos participaran. Los países en desarrollo veían aumentar su deuda, no sólo con los bancos comerciales, sino también con los acreedores oficiales, ya que se endeudaban para seguir al corriente del pago de intereses (*TDR 1988*, primera parte, cap. V).

Las liquidaciones negociadas también se tradujeron en una socialización de la deuda privada en los países en desarrollo cuando los gobiernos se vieron obligados a asumir pérdidas en los préstamos, desplazando así la carga a los contribuyentes. Por ejemplo, en el caso de Chile, se señaló que "se habían incluido deudas privadas en la reprogramación que se estaba negociando entre el Estado chileno y el comité

asesor de bancos extranjeros. Al parecer, el Gobierno de Chile cedió a la presión de ese comité... Para dejar bien en claro su punto de vista, los bancos extranjeros al parecer endurecieron sus créditos comerciales a muy corto plazo a Chile durante el primer trimestre de 1983, una técnica de la que se decía que ya se había empleado con éxito 10 años antes respecto del mismo país. El Fondo Monetario Internacional, que también participó activamente en la reestructuración de la deuda, no se opuso públicamente a esa amenaza” (Díaz Alejandro, 1985: 12). En América Latina en su conjunto, antes de que estallara la crisis de 1982, alrededor de dos tercios de los préstamos de bancos estadounidenses se habían hecho al sector privado. En 1983, primer año de reestructuración de la deuda, la parte de la garantizada públicamente aumentó a dos tercios, y acabó cifrándose en el 85% en 1985 (CNUET, 1991).

Este proceso de negociaciones dilatadas entre bancos y deudores, con la intermediación de instituciones financieras internacionales (una estrategia descrita por muchos a la sazón como “agitar para conseguir un acuerdo”), continuó durante varios años sin hacer gran cosa para resolver el problema y suprimir el sobreendeudamiento. Los países en desarrollo muy endeudados pusieron cada vez más en tela de juicio la conveniencia de recurrir a esa financiación de Ponzi - en la que tenían que seguir endeudándose para atender al servicio de su deuda -, lo que acabó impulsando a algunos de ellos a no pagar los intereses y provocó batallas judiciales con los bancos. Por otra parte, los acreedores también se volvieron muy escépticos sobre las ventajas de “poner dinero bueno después de invertir otro malo”, y empezaron a desprenderse de esa deuda en los mercados secundarios cuando se hicieron con una provisión de fondos adecuada. Mediante el Plan Brady, la solución de la crisis acabó involucrando al sector privado, pero tan sólo después de costar a los deudores un decenio perdido de desarrollo.

En episodios más recientes de crisis financieras en mercados emergentes, los bancos acreedores fueron capaces una vez más de organizarse en grupos para entablar negociaciones con los deudores, por ejemplo con la República de Corea en enero de 1998, y con el Brasil en marzo de 1999. Aquí también, en ambos casos las negociaciones y los acuerdos sólo se produjeron después de que la crisis redoblara. En el caso del Brasil, los bancos estaban poco dispuestos a renovar la deuda a finales de 1998 y únicamente se llegó a un acuerdo después del desplome de la moneda. El Gobierno de la República de Corea ya había suspendido pagos a finales de diciembre de

1997 y, tal como reconoció el FMI, “... el acuerdo de estabilizar el crédito interbancario a Corea se consiguió... cuando se admitió por todos que las reservas estaban casi agotadas y que, a falta de un acuerdo, era inevitable una suspensión de pagos” (FMI, 2000f: nota 26). Algunos bancos ya se habían retirado, lo que contribuyó a las turbulencias del mercado de divisas.

Si bien la reprogramación de la deuda dio un margen de respiro en ambos casos, el impacto fue mucho menor de lo que podría haberse logrado con unas moratorias a tiempo. Como señaló el Gobierno de la República de Corea en su informe ulterior al G-20, “Muchos de los que han analizado la crisis de Corea de 1997-1998 piensan que el país podría haber zanjado sus problemas de liquidez más pronto si se hubiera contado con un mecanismo de mora cuando se solicitó asistencia al FMI” (Ministerio de Economía y Finanzas, República de Corea, 1999: 13), esto es, a finales de noviembre de 1997²⁰. En Indonesia, la reestructuración se produjo aún más tarde que en la República de Corea (ocho me-ses después del primer programa del

“Muchos de los que han analizado la crisis de Corea de 1997-1998 piensan que el país podría haber zanjado sus problemas de liquidez más pronto si se hubiera contado con un mecanismo de mora cuando se solicitó asistencia al FMI”.

FMI) e hizo muy poco para estabilizar la economía²¹.

Mayor importancia reviste que esas reestructuraciones de deuda difícilmente pueden ofrecerse como un ejemplo de aceptación por el sector privado de las consecuencias de los riesgos asumidos. En la reestructuración de la República de Corea, las deudas privadas se nacionalizaron en la práctica por medio de una garantía pública. Tal fue también el caso de las reprogramaciones ulteriores de Tailandia e Indonesia. Además, los acreedores quedaron mejor después de ellas; no hubo condonación de deudas sino simplemente una extensión de los vencimientos, con unos márgenes para los préstamos nuevos superiores a los de los préstamos originales. Aunque los diferenciales se consideraron relativamente bajos, especialmente en comparación con el Servicio de Complementación de Reservas (SCR) del FMI, esa comparación soslaya el hecho de que los préstamos bancarios originales ya pechaban con una prima de riesgo²².

Problemáticas como son, hay que decir que esas reestructuraciones no pueden repetirse en muchos otros países. Según el FMI, “el éxito de la operación coreana reflejó dos notas específicas, que es poco probable se den en otros casos. En primer lugar, Corea mantenía un régimen restrictivo en su cuenta de capital que obligaba a que una elevada proporción del ahorro exterior importado discurriera por bancos nacionales... En segundo término, al comienzo de la crisis, la carga de la deuda externa soberana era muy

baja. En consecuencia, la implantación de una garantía pública... no hizo recaer una carga excesiva sobre el país” (FMI, 1999: 41- 42). Se reconoció así que la reprogramación de la deuda con bancos extranjeros puede encontrar serias dificultades cuando los deudores están muy dispersos y la cuenta de capital muy abierta. Este último rasgo podría en realidad desalentar a los bancos acreedores a entrar en la reestructuración ya que permitiría a otros inversores salir a expensas de ellos. También se reconoció que una reprogramación concertada de la deuda bancaria privada internacional en mercados emergentes requeriría garantías públicas – una práctica heredada, como ya se dijo, del decenio de 1980 – aunque tal cosa no se compadece con los principios establecidos de una reestructuración ordenada de la deuda privada.

Una dificultad más de esas operaciones es que requieren que las autoridades supervisoras ejerzan sobre los bancos acreedores una persuasión moral. Tal cosa otorga muchas facultades discrecionales a los principales países industriales, que pueden aplicarlas de un modo poco predecible y equitativo a episodios diferentes de crisis. Como reconoció el FMI, “es probable que las autoridades supervisoras se muestren reacias a ejercer una persuasión moral sobre las decisiones comerciales de los bancos que supervisan excepto en las circunstancias más

extremas, especialmente en el caso de deudores que no suponen una amenaza sistémica al sistema bancario nacional o internacional” (FMI, 1999: 41-42). Una vez más, esto significa que “los países no sistémicos” no tendrían más opción que imponer moratorias unilaterales.

Parece así que también en los préstamos bancarios internacionales hay muchas dificultades para conseguir soluciones ordenadas y diligentes de carácter voluntario y concertado que frenen las carreras precipitadas para recuperar las deudas y logren que los acreedores pechen con las consecuencias de los riesgos que toman. Como en el caso de los bonos, unos acuerdos contractuales ex ante pueden facilitar reestructuraciones ordenadas de la deuda. Una posibilidad consistiría en introducir opciones de compra en las líneas de crédito interbancarias que proporcionasen una renovación automática en determinadas condiciones, tales como una petición de asistencia del FMI por el país deudor. Con todo, a menos que todo los contratos de deuda incorporen esas cláusulas de moratoria automática, el incluirlas sólo en las líneas interbancarias puede resultar contraproducente y provocar huidas de capital tan pronto como un país deudor incurra en dificultades financieras y entable negociaciones con el FMI. Pero es poco probable que unas cláusulas de esa índole se introduzcan voluntariamente.

F. Conclusiones

Resultaría así que una estrategia eficaz y viable para que el sector privado participe en las crisis financieras de los mercados emergentes sería combinar mecanismos voluntarios destinados a facilitar la reestructuración de la deuda con moratorias temporales internacionalmente sancionadas que se usarían cuando fuera menester. Esos acuerdos tendrían que ir acompañados de un suministro de liquidez internacional encaminada principalmente a ayudar a los países deudores a que mantengan las importaciones y la actividad económica, más bien que a mantener abiertas las cuentas de capital y permitir que acreedores e inversores privados escapen de la crisis sin pérdidas. Por lo general, el acceso normal a las ayudas del FMI, ajustadas debidamente para tener presente la expansión de la producción y el comercio, debería cubrir esas necesidades. Si bien en algunos casos se requeriría financiación adicional, también hay que

reconocer que, una vez que se hicieran excepciones para prevenir contagios globales e inestabilidades sistémicas, tales salvedades podrían fácilmente convertirse en la regla, agravando con ello el problema del riesgo moral. En este particular, la estrategia mínima debería ser requerir la participación privada, siempre que la financiación oficial se eleve por encima de los límites normales de préstamo – o el nivel considerado como umbral – tal como han sugerido algunos de los miembros del Directorio del FMI.

Mucho se ha escrito sobre los pros y los contras de las moratorias de los pagos sancionadas oficialmente en la solución de las crisis financieras en mercados emergentes. Hay una fuerte renuencia de algunos grandes países acreedores, así como de los inversores privados, a que se establezca una suspensión temporal obligatoria de las acciones judiciales de los acreedores con el argumento de que

suscitaría un riesgo moral en el deudor y debilitaría la disciplina de mercado. Que esto no tiene por qué ser así lo demuestran los siguientes argumentos de peso esgrimidos por el Subgobernador del Banco de Inglaterra:

Algunos han aducido que arbitrar un papel más claro para las moratorias puede alterar negativamente los incentivos de los deudores, menoscabando la presunción de que los deudores deberían pagar sus deudas en su totalidad y a su debido tiempo. Pero unas moratorias ordenadas deberían respaldar y no suplantar las fuerzas y la disciplina del mercado. La legislación concursal se desarrolló cuando se hizo patente que las fuerzas del mercado producían tanto perdedores como ganadores y que era menester algunos medios ordenados para ocuparse de los perdedores. De este modo, esa legislación afianza el mecanismo del mercado.

La situación no es diferente en un contexto soberano. Un marco bien articulado para abordar los problemas de liquidez en ese caso debería reducir las ineficiencias y desigualdades del enfoque actual y poco estructurado de las moratorias. Tal cosa sustentaría el mecanismo de los mercados internacionales de capital. Decir que induciría a los deudores a pagar sería lo mismo que afirmar que las leyes concursales incitan a las empresas deudoras a quebrar (Clementi, 2000).

Otra preocupación es que la amenaza de una moratoria podría acelerar la salida de capital, agravando con ello la crisis. A decir verdad, ésta es la razón de que esa medida, junto con los controles cambiarios, tenga que imponerse con rapidez, y por qué la decisión de hacerlo debería incumbir al país interesado. Asimismo, como se ha señalado con anterioridad, la amenaza de una suspensión de pagos daría a los acreedores el incentivo para que aceptasen soluciones voluntarias, en particular de deudas soberanas, evitando con ello la necesidad de recurrir a moratorias.

Se aduce también que las moratorias dificultarían que el país deudor recuperara con rapidez el acceso a los mercados financieros internacionales, obligándolos a hacer dolorosos ajustes comerciales o a seguir basándose en la financiación oficial. Pero éste es precisamente el motivo de que haya que esperar que las decisiones de esa índole se tomen con prudencia. Después de todo, los países que puedan verse en la necesidad de imponer moratorias temporales serán probablemente aquéllos que están muy integrados en

los mercados financieros internacionales y saldrían perdiendo si la decisión no se adoptara con cautela y prudencia. En este particular, la experiencia reciente de Malasia ofrece interesantes lecciones. Entre las medidas tomadas por ese país figuraban moratorias de pagos temporales y selectivas, que perseguían impedir que se intensificara la crisis monetaria y hubiera insolvencias generalizadas. Cuando los controles se levantaron en septiembre de 1999 no hubo salidas apreciables de capital y el país gozó de una mejora de su crédito en moneda extranjera en diciembre del mismo año, así como de una normalización de sus relaciones con los mercados internacionales de capital²³.

Preocupa a las autoridades económicas de algunos mercados emergentes que la inclusión de moratorias sancionadas internacionalmente en el arsenal de medidas destinadas a gestionar y resolver las crisis financieras, y la vinculación de una financiación de emergencia en gran escala a una mayor participación del sector privado, limiten el acceso de esos países a los mercados internacionales de

capital y reduzcan también las entradas de corrientes privadas. Esas preocupaciones se dan sobre todo en los países de ingreso mediano con tasas de ahorro e inversión bajas y altibajos en el crecimiento, y con sólo resultados limitados a la hora de atraer IED nueva en sectores que participan en el comercio exterior para lograr así una base de exportación más sólida. Esos países dependen mucho de las entradas financieras para enjugar los déficit por cuenta corriente que tienden a aumentar con rapidez tan pronto como la demanda interna se recupera.

Las medidas aquí propugnadas reducirán seguramente algo las entradas financieras totales a los mercados emergentes al disuadir al capital especulativo a corto plazo. No obstante, ello tendría su parte beneficiosa, ya que esas corrientes de capital añaden poco a la financiación del desarrollo, al tiempo que provocan inestabilidad y hacen que el crecimiento avance a sacudidas (véanse el *TDR 1999*, cap. V, y el *TDR 2000*, cap. IV). En este sentido, los argumentos a favor de esas medidas tienen una

justificación similar a aquéllas que propugnan la reglamentación y control de las entradas de capital especulativo a corto plazo. Muchas veces los países se ven tentados a aprovechar los auges de las entradas financieras, sin prestar suficiente atención a sus consecuencias a más largo plazo. Sin embargo,

La amenaza de una suspensión de pagos daría a los acreedores el incentivo para que aceptasen soluciones voluntarias, en particular de deudas soberanas, evitando con ello la necesidad de recurrir a moratorias.

Las medidas aquí propugnadas reducirán seguramente algo las entradas financieras totales a los mercados emergentes al disuadir al capital especulativo a corto plazo. No obstante, ello tendría su parte beneficiosa.

resulta difícil lograr un crecimiento rápido y sostenido sin emprender las reformas necesarias para remover los impedimentos estructurales e institucionales que se oponen a la acumulación de capital y al incremento de la productividad, reformas que reducirán la dependencia de las entradas financieras.

Como ya se dijo, el riesgo de que los efectos se extiendan y contagien a otros mercados emergentes parece ser el motivo principal de la renuencia de las instituciones financieras internacionales a fomentar las moratorias en países que se consideran importantes para la estabilidad del sistema en su conjunto. En este contexto se han mencionado varios canales por los que podría producirse el contagio, como recortar los créditos a terceros países, liquidar activos en otros mercados con el fin de atender al pago de márgenes o proceder a una retirada general de fondos de los mercados emergentes (FMI, 2000f: 22). No obstante, la introducción y uso de moratorias como parte de los instrumentos habituales de intervención en el caso de crisis influirían en el comportamiento de inversores y acreedores y en las decisiones sobre las carteras, lo que podría redundar en una reducción de esas interdependencias potencialmente desestabilizadoras. Y lo que es más importante, como ya queda dicho, esos mecanismos de reestructuración ordenada de la deuda son del todo diferentes de unas suspensiones de pagos unilaterales y desordenadas en lo que atañe a su impacto sobre el funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

Tal vez una de las posibles ventajas más importantes de vincular y hacer participar al sector privado es el efecto que ello puede tener sobre la política económica de los principales países acreedores. Los tipos de interés y la política cambiaría de esos países ejercen mucha influencia sobre la competitividad, la balanza de pagos y las corrientes de capital de los países en desarrollo deudores, que no siempre puede contrarrestarse con

ajustes en la política económica interna. A decir verdad, casi todas las grandes crisis financieras en mercados emergentes han ido asociadas a alteraciones grandes de los tipos de cambio, las tasas de interés y la liquidez de los mercados en los grandes países industriales. Éstos no siempre han prestado atención a las repercusiones mundiales de sus acciones, principalmente porque los efectos adversos para sus mercados financieros de las crisis en las economías emergentes se han visto contenidas gracias sobre todo a las operaciones de socorro. Tampoco ha sido capaz el FMI de ocuparse de los impulsos unidireccionales derivados de cambios en la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos

y otros grandes países de la OCDE, en buena parte por causa de las deficiencias y modalidades actuales de la vigilancia multilateral (Akyüz y Cornford, 1999: 31- 33). Cabe así esperar que el reparto de la carga entre los acreedores en las crisis de los mercados emergentes obligue a las autoridades económicas de los grandes países industriales a prestar mayor atención al posible impacto de su política económica sobre aquellos mercados. En realidad, parece que la posibi-

lidad de unos efectos adversos de la crisis de la Federación de Rusia desempeñó un papel crucial en la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de bajar los tipos de interés a finales de 1998, incluso aunque, en vísperas del impago ruso, muchos esperaban un paso en dirección opuesta. Como es bien conocido, la falta de pago causó pérdidas considerables a inversores y acreedores occidentales, y amenazó con sentar un precedente en el cumplimiento por los mercados emergentes de sus obligaciones con el exterior. Así, es previsible que unos mecanismos efectivos destinados a involucrar al sector privado en la solución de las crisis en mercados emergentes redunden en una mayor disciplina mundial de las autoridades económicas de los principales países industriales, algo que la vigilancia multilateral hasta ahora no ha logrado.

Unos mecanismos efectivos destinados a involucrar al sector privado en la solución de las crisis en mercados emergentes podrían redundar en una mayor disciplina mundial de las autoridades económicas de los principales países industriales, algo que la vigilancia multilateral hasta ahora no ha logrado.

Notas

1. Para un análisis de la respuesta de la política económica a la crisis asiática, véanse *TDR 1998* (cap. III) y *TDR 2000* (cap. IV).
2. Un uso más amplio del concepto incluye una mayor transparencia en las normas de política económica y una mejor divulgación de datos, al considerarse esas medidas esenciales para que los mercados evalúen los riesgos y les asignen un precio (FMI, 2000g, cap. V).
3. Según el Institute of International Finance, las pérdidas incurridas por inversores privados desde 1997 en las crisis de los mercados emergentes han ascendido a 240.000 millones de dólares para quienes adquirieron acciones y obligaciones, 60.000 millones de dólares para los bancos internacionales y 50.000 millones de dólares para otros acreedores privados sobre la base del valor de mercado (Haldane, 1999: 190). Las pérdidas sufridas por bancos extranjeros en la crisis asiática se estiman en cerca de 20.000 millones de dólares (Zonis y Wilkin, 2000: 96).
4. Pérdidas derivadas de los ajustes diarios para reflejar el valor del mercado en cada momento, en contraposición con el valor contable (o en libros) histórico.
5. Sobre la posición del sector privado, véanse IIF (1999) y FMI (2000g).
6. A menos que se indique otra cosa, todas las citas que siguen en esta sección proceden de la misma fuente (es decir, FMI, 2000h). Para un análisis más detallado, véase FMI (2000f). La suspensión temporal se propuso en un informe anterior del Grupo de trabajo al Grupo de los Diez: "... en ciertos casos excepcionales, la suspensión del pago de la deuda puede ser un paso necesario en la solución de la crisis" (Grupo de los Diez, 1996: 3). Con posterioridad recibió el respaldo del Grupo de trabajo del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos; véase CFRTF (1999).
7. Esto también se propuso primero por el Grupo de trabajo del G-10: "Unos préstamos de esa índole pueden a la vez mostrar confianza en la política económica del país deudor y sus perspectivas a largo plazo e indicar a los acreedores que no hayan cobrado que sus intereses saldrán mejor librados si llegan rápidamente a un acuerdo con el deudor" (Grupo de los Diez, 1996: 3).
8. Sobre el principio de "comparabilidad de trato" y su aplicación reciente, véanse Buchheit (1999); De la Cruz (2000); y FMI (2000g).
9. Para el problema llamado de "la inconsistencia de los planes óptimos" véase Kydland y Prescott (1977).
10. Véase Miller y Zhang (1998). Los mismos argumentos sobre la ineficacia de la política de asistencia oficial para lograr que el sector privado participe en la solución de las crisis se usaron a favor de la introducción de cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos con miras a facilitar la reestructuración (véase Eichengreen y Ruhl, 2000).
11. Una notable excepción en las peticiones de medidas menores del FMI es el llamado "Informe Meltzer" (véase International Financial Institutions Advisory Commission, 2000). Para un examen del debate sobre los préstamos del FMI en caso de crisis, véase Goldstein (2000).
12. Al crear ese servicio todos los miembros del Fondo convendrían en donarle su parte de la asignación y también habría el acuerdo de que sólo los países en desarrollo estarían facultados para recurrir al mismo. Esto difiere claramente de otra propuesta consistente en dejar que el Fondo emita DEG reversibles en su favor para usarlos en operaciones de prestamista de última instancia; es decir, los DEG asignados se recomprarían cuando terminase la crisis. Véanse Ezekiel (1998); Naciones Unidas (1999); y Ahluwalia (1999).
13. Las *cláusulas de aceleración* permiten a los acreedores demandar el reembolso inmediato del principal no pagado después de una suspensión de pagos. En las *cláusulas de reciprocidad en caso de impago* (o de aceleración cruzada), los acreedores están facultados para reclamar lo que se les debe si el deudor no ha pagado otras deudas. Las *opciones de compra* facultan a los acreedores a demandar en determinadas circunstancias el reembolso antes de la fecha prevista en el contrato.
14. Véase, por ejemplo, Grupo de los Diez (1996). Esta recomendación se reiteró a raíz de la crisis asiática (véase Grupo de los Veintidós, 1998). Para un examen de los problemas con la reestructuración de los bonos y las CAC, véanse Eichengreen y Portes (1995); Dixon y Wall (2000); y Buchheit (1999).
15. En el caso de los bonos que se rigen por el derecho inglés y que se emiten de forma sindicada, el síndico representa los intereses de todos los tenedores y reparte cualesquiera fondos recuperados mediante un prorrateo. Sin embargo, los síndicos rara vez existen en las emisiones soberanas (Yianni, 1999: 79 – 81; Dixon y Wall, 2000, recuadro 1).
16. Para algunas experiencias recientes de reestructuración de bonos por mercados emergentes, véase el recuadro 6.2.
17. Esto también lo reconoce el FMI (2000f: 16).
18. El asunto búlgaro de 1996-1997 se cita como un ejemplo de esas rupturas de mercado conducentes a acciones judiciales (Miller y Zhang, 1998: 16).
19. Véanse, por ejemplo, FMI (1999: 41- 42 y 2000b, cap. V); y Eichengreen y Ruhl (2000: 5, nota 7).
20. Para un apoyo a esta posición basado en un estudio de los controles de capital en Malasia, véase Kaplan y Rodrik (2000, especialmente págs. 27 y 28).

21. Para una descripción de las reestructuraciones en el Asia oriental, véase Radelet (1999: 66 y 67).
22. El acuerdo incluía una deuda total de 21.740 millones de dólares con 13 bancos, y los vencimientos se ampliaron de uno a tres años, con unos márgenes comprendidos entre 225 y 275 puntos básicos. El diferencial respecto del SCR era de 300 puntos básicos, inferior el margen máximo en la ampliación de los vencimientos mencionados en la nota anterior (Ministerio de Economía y Finanzas, República de Corea, 1999: 14).
23. Véase *TDR 2000*, recuadro 4.1. El FMI también reconoció esta situación: “Los controles en Malasia no parecen haber tenido ningún efecto apreciable a la larga sobre el comportamiento de los inversores” (FMI, 2000f, nota 28). Si bien se sugiere que “los controles de capital pueden haber contribuido a un descenso de la IED” en comparación con la República de Corea y Tailandia (*ibid.*: 24), es muy probable que un aspecto importante de la mayor recuperación de la IED en esos dos países en 1999 fuera el incentivo de la compra de activos a precios de saldo y las absorciones de empresas a raíz del desplome de esos precios y de los tipos de cambio.

REFERENCIAS

- Acosta A (2000). Fallacies of the renegotiation of the Ecuadorian external debt. *Focus on Trade*, 56, noviembre.
- Ahluwalia MS (1999). The IMF and the World Bank in the new financial architecture: Are overlapping roles a problem? En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25, Nueva York y Ginebra.
- AIIS (2000a). *Insurance Core Principles*. Basilea, Asociación Internacional de Inspectores de Seguros, octubre.
- AIIS (2000b). *Insurance Core Principles Methodology*. Basilea, Asociación Internacional de Inspectores de Seguros, octubre.
- Akyüz Y (2000a). The debate on the international financial architecture: Reforming the reformers. Documento de debate de la UNCTAD, 148, abril.
- Akyüz Y (2000b). Causes and sources of the East Asian financial crisis. Documento presentado en el evento del país de acogida: Simposio sobre la recuperación económica y financiera en Asia, UNCTAD X, Bangkok, 12 de febrero.
- Akyüz Y y Cornford A (1995). International capital movements: Some proposals for reform. En: Michie J y Grieve Smith J, eds. *Managing the Global Economy*. Oxford, Oxford University Press.
- Akyüz Y y Cornford A (1999). Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system. Documento de debate de la UNCTAD, 143, Ginebra, noviembre.
- Akyüz Y y Dell S (1987). Issues in international monetary reform. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3. Nueva York.
- Banco de Francia (1997). La zone franc. Note d'information no. 106. París.
- Banco del Japón (1999). *Price Developments in Japan – A Review Focussing on the 1990s*. Tokio, 6 de octubre.
- Banco de Reserva de la India (2000). *Comments of the Reserve Bank of India on a New Capital Adequacy Framework*. Nueva Delhi, abril.
- Banco Mundial (1998). *Global Development Finance, 1998*. Washington, DC.
- Banco Mundial (2000). *Global Development Finance, 2000*. Washington, DC.
- Bofinger P y Flassbeck H (2000). The European monetary system (1979–1988). Achievements, flaws and applicability to other regions of the world. Mimeografiado. Ginebra, UNCTAD.
- BPI (1997). *Payments Systems in the Group of Ten Countries*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales.
- BPI (1999). The effects of CACs on sovereign bond spreads. *BIS Quarterly Review*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, noviembre.
- BPI (2000a). *International Banking and Financial Market Developments*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, noviembre.
- BPI (2000b). *International Banking and Financial Market Developments*. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, agosto.
- Buchheit LC (1999). Sovereign debtors and their bondholders. Programas de formación del UNITAR sobre relaciones económicas exteriores, Documento No. 1. Ginebra, Naciones Unidas.
- Buiter W y Silbert A (1999). UDROP: A small contribution to the new international financial architecture. *International Finance*, julio.
- Calvo G y Reinhart CM (2000). Fear of Floating. NBER Working Paper, 7993. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Caouette JB, Altman EI y Narayanan P (1998). *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*. Nueva York, John Wiley and Sons.
- CEPE (2000). *Economic Survey of Europe 2000*, no. 2/3. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.E.28. Nueva York y Ginebra, Comisión Económica de las Naciones Unidas para Europa.

- CFRTF (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*. Washington, DC, Council Foreign Relations Independent Task Force (Grupo de trabajo independiente del Consejo de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos), noviembre.
- Chang R (2000). Regional monetary arrangements for developing countries. Documento preparado para el Seminario del G-24 sobre coherencia o disonancia del marco institucional internacional, Viena, septiembre.
- Chang R y Velasco A (1998). The Asian liquidity crisis. NBER Working Paper, 6796. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Clément JAP (1996). Aftermath of the CFA franc devaluation. IMF Occasional Paper, 138. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, mayo.
- Clementi D (2000). Crisis prevention and resolution – Two aspects of financial stability. *BIS Review*, 11 de septiembre.
- CNUET (1991). *Transnational Banks and the International Debt Crisis*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.91.II.A.19. Nueva York, Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales.
- Cornford A (1999). Standards for transparency and banking regulation and supervision: Contrasts and potential. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Cornford A (2000a). Commentary on the Financial Stability Forum's Report of the Working Group on Capital Flows. Serie de documentos de debate para el G-24, 7. Nueva York y Ginebra, UNCTAD y Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard, diciembre.
- Cornford A (2000b). The Basel Committee's proposals for revised capital standards: Rationale, design and possible incidence. Serie de documentos de debate para el G-24, 3. Nueva York y Ginebra, UNCTAD y Centro de Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard, mayo.
- Cornford A y Brandon J (1999). The WTO agreement on financial services; problems of financial globalization in practice. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.14. Nueva York y Ginebra.
- CSBB (1999a). *Core Principles Methodology*. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, octubre.
- CSBB (1999b). *A New Capital Adequacy Framework*. Documento consultivo. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, junio.
- CSBB (1999c). *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*. Basilea, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, abril.
- CSPL (2000a). *Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes. Parte 1 - Los Principios básicos*. Informe consultivo del Grupo de trabajo sobre Principios y Prácticas del Sistema de Pago. Basilea, Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, julio.
- CSPL (2000b). *Principios básicos para los sistemas de pagos sistémicamente importantes. Parte 2 - Aplicación de los Principios básicos*. Informe consultivo del Grupo de trabajo sobre Principios y Prácticas del Sistema de Pago. Basilea, Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación, julio.
- Culpeper R (2000). Systemic reform at a standstill: A flock of "Gs" in search of global financial stability. Documento preparado para la Conferencia sobre los países en desarrollo y la arquitectura financiera mundial de la Secretaría del Commonwealth y el Banco Mundial, Marlborough House, Londres, 22-23 de junio.
- Cunningham LA, ed. (2000). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers*. Nueva York, John Wiley and Sons.
- Dam KW (1982). *The Rules of the Game. Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Das BL (1999). *The World Trade Organization. A Guide to the Framework for International Trade*. Penang, Malasia, Third World Network.
- De la Cruz A (2000). The new international financial architecture. Has 1999 (Ecuador and others) changed anything? Documento presentado a la Conferencia DMFAS sobre gestión de deuda, UNCTAD, Ginebra, abril.
- Delhaise PF (1998). *Asia in Crisis: The Implosion of the Banking and Finance Systems*. Singapur, John Wiley and Sons.
- Departamento de Finanzas, Canadá (1998). Finance Minister announces six-point Canadian plan to deal with global financial turmoil. Comunicado de prensa, 29 de septiembre (www.fin.gc.ca/newse98/98-094e.html).

- Díaz Alejandro C (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19(1/2), septiembre/octubre.
- Dixon L y Wall D (2000). Collective action problems and collective action clauses. *Financial Stability Review*, junio.
- Drage J, Mann F y Michael I (1998). Some issues for policy makers arising from the international financial crisis. *Financial Stability Review*, otoño.
- Eatwell J y Taylor L (1998). International capital markets and the future of economic policy. Documento de trabajo de CEPA, 9. Nueva York, Centre for Economic Policy Analysis, septiembre.
- Eatwell J y Taylor L (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nueva York, The New Press.
- Edwards RW (1985). *International Monetary Collaboration*. Dobbs Ferry, NY: Transnational Publishers.
- Eichengreen B (1999). *Toward a New International Financial Architecture*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Eichengreen B y Hausmann R (1999). Exchange rates and financial fragility. NBER Working Paper, 7418. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Eichengreen B y Mody A (2000a). Would collective action clauses raise borrowing costs? NBER Working Paper, 7458, Cambridge, MA, enero.
- Eichengreen B y Mody A (2000b). Would collective action clauses raise borrowing costs? An update and additional results. Berkeley, CA, Universidad de California, mayo.
- Eichengreen B y Portes R (1995). *What Crises? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen B y Portes R (2000). A shortsighted vision for IMF reform. *Financial Times*, 9 de marzo.
- Eichengreen B y Ruhl C (2000). The bail-in problem: Systemic goals, ad hoc means. Mimeografiado. Berkeley, CA, Universidad de California en Berkeley, y Washington DC, Banco Mundial, mayo.
- Ezekiel H (1998). The role of special drawing rights in the international monetary system. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.3. Nueva York y Ginebra.
- FATF/GAFI (1999). *Las cuarenta recomendaciones* (incluida una versión actualizada de las *Notas interpretativas de las cuarenta recomendaciones*). París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- FATF/GAFI (2000). *Review to Identify Non-Cooperative Countries or Territories: Increasing the Worldwide Effectiveness of Anti-Money Laundering Measures*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, junio.
- FEF (2000a). Issues Paper of the Task Force on Implementation of Standards. Documento preparado para la reunión del Foro sobre Estabilidad Financiera, Singapur, 25–26 de marzo.
- FEF (2000b). *Report of the Working Group on Capital Flows*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000c). *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000d). *Report of the Working Group on Offshore Centres*. Foro sobre Estabilidad Financiera, abril.
- FEF (2000e). *Report of the Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards*. Preparado para la reunión del Foro sobre Estabilidad Financiera, 7–8 de septiembre.
- Feldstein M (1998). Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, 77(2), marzo/abril.
- Fischer S (1999). On the need for an international lender of last resort. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), otoño.
- Fischer S (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Nueva Orleans, American Economic Association, enero.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2000). *Logros y Proyecciones* (www.flar.net/index-htm)
- FMI (1998a). Código de buenas prácticas sobre transparencia fiscal – Declaración de principios. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, Comité Provisional de la Junta de Gobernadores, abril (www.imf.org/external/np/-fad/trans).
- FMI (1998b). *IMF Survey*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 12 de enero.
- FMI (1999). *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2000a). *Perspectivas de la economía mundial*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, octubre.

- FMI (2000b). *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2000c). Normas y Códigos – Código de buenas prácticas de transparencia de las políticas monetarias y financieras. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 3 de agosto (www.imf.org/external/standards/index.htm).
- FMI (2000d). *Experience with Basel Core Principle Assessments*. Washington, DC, Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, Fondo Monetario Internacional, 12 de Abril.
- FMI (2000e). Outreach efforts on standards and codes stress consultation and inclusiveness. *IMF Survey*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 14 de agosto.
- FMI (2000f). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Standstills – Preliminary Considerations*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 5 de septiembre.
- FMI (2000g). *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, septiembre.
- FMI (2000h). Executive Board discusses involving the private sector in the resolution of financial crisis. Nota de información pública del FMI 00/80. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 19 de septiembre.
- FMI (2000i). *Review of Fund Facilities – Preliminary Considerations*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 2 de marzo.
- FMI (2000j). Review of IMF Loan Facilities. A Factsheet. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, 30 de noviembre.
- Friedman M (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Godley W. (2000). Drowning in debt. *London Review of Books*, 6 de julio.
- Goldstein M (2000). Strengthening the international financial architecture. Where do we stand? Documento de trabajo, 00-8. Washington DC, Institute for International Economics, octubre.
- Goodhart C, Hartmann P, Llewellyn D, Rojas-Suárez L y Weisbrod S (1998). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* Londres y Nueva York, Routledge.
- Grossfeld B (2000). Global accounting: Where Internet meets geography. *The American Journal of Comparative Law*, 48(2), primavera.
- Grupo de los Diez (1996). The resolution of sovereign liquidity crises: A report to the Ministers and Governors. Informe del Grupo de trabajo al Grupo de los Diez. Basilea.
- Grupo de los Treinta (1998). *International Insolvencies in the Financial Sector*. Informe del Grupo de estudios. Washington, DC.
- Grupo de los Treinta (2000). *Reducing the Risks of International Insolvency: A Compendium of Work in Progress*. Washington, DC.
- Grupo de los Veintidós (1998). *Report of the Working Group on International Financial Crises*. Washington, DC.
- Hadjimichael MT y Galy M (1997). The CFA franc zone and the EMU. Documento de trabajo del FMI WP/97/156. Washington, DC, noviembre.
- Haldane A (1999). Private sector involvement in financial crisis: Analytics and public policy approaches. *Financial Stability Review*, noviembre.
- Hausmann R (1999). Should there be five currencies or one hundred and five? *Foreign Policy*, otoño.
- von Hayek FA (1937). *Monetary Nationalism and International Stability* (reimpresión de 1971 de la primera edición). Nueva York, Augustus M Kelley.
- Helleiner G (2000). Markets, politics and globalization. Can the global economy be civilized? Décima Conferencia Raúl Prebisch, UNCTAD, diciembre.
- IIF (1999). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets*. Washington, DC, Institute of International Finance, abril.
- IIF (2001). *Capital Flows to Emerging Market Economies*. Washington, DC, Institute of International Finance, 24 de enero.
- International Financial Institutions Advisory Commission (IFIC) (2000). Informe (“Meltzer Report”). Washington, DC, marzo.
- Iqbal MZ, Melcher TU y Elmallah AA (1997). *International Accounting: A Global Perspective*. Cincinnati, OH, South-Western College Publishing.
- Jackson JH (1997). *The World Trading System: Law and Policy of International Economic Relations* (segunda edición). Cambridge, MA, y Londres, The MIT Press.
- JP Morgan (2000a). *World Financial Markets*. Nueva York, 5 de octubre.
- JP Morgan (2000b). *Global Data Watch*. Nueva York, 27 de octubre.
- JP Morgan (2000c). *Latin American Economic Outlook*. Nueva York.

- Kaplan E y Rodrik D (2000). Did the Malaysian capital controls work? Documento preparado para una conferencia del NBER. Mimeografiado. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, diciembre.
- Kaufman H (1992). Ten reasons to reform. *Euromoney*, noviembre.
- Kennedy A (2000). *The End of Shareholder Value*. Londres, Orion Business Books.
- Kydland F y Prescott E (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85.
- Lastra RM (1996). *Central Banking and Banking Regulation*. Londres, Grupo de mercados financieros de la London School of Economics and Political Science.
- Mathieson DJ, Schinasi GJ, et al. (2000). Internacional capital markets: Developments, prospects and key policy issues. *World Economic and Financial Surveys*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, septiembre.
- McKinnon RI (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53.
- Miller M y Stiglitz J (1999). Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: The case for a "super" Chapter 11. Documento presentado a la Conferencia sobre corrientes de capital, crisis financieras y política económica, Banco Mundial, Washington, DC, abril.
- Miller MH y Zhang L (1998). Sovereign liquidity crises: The strategic case for a payments standstill. Documento de debate del CEPR, 1820, febrero.
- Ministerio de Economía y Finanzas, República of Corea (1999). The Republic of Korea's crisis resolution and its policy implications. Informe al G-20 (último borrador). Seúl, diciembre.
- Ministerio de Finanzas, Japón (2000a). The road to the revival of the Asian economy and financial system (www.mof.go.jp/english/i/if022g.htm).
- Ministerio de Finanzas, Japón (2000b). Announcement of 24 November 2000 (www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kaigi006.htm) (en japonés).
- Ministerio de Finanzas, Japón (2001). Exchange rate regimes for emerging market economies. Documento de debate preparado por funcionarios de los Ministerios de Finanzas de Francia y Japón. Tokio, 16 de enero (www.mof.go.jp/english/asem).
- Ministerio de Relaciones Exteriores del Reino de Tailandia (2000). The Chiang Mai Initiative. Documento de debate. Reunión especial de los viceministros de Finanzas de la ASEAN +3, Bangkok.
- Mistry PS (1999). Coping with financial crises: Are regional arrangements the missing link? En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. Vol. X. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Naciones Unidas (1999). *Towards a New International Financial Architecture*. Informe del Grupo especial del Comité Ejecutivo de las Naciones Unidas de Asuntos Económicos y Sociales. Nueva York, enero.
- Naciones Unidas (2000). Evolución reciente de la situación de la deuda en los países en desarrollo. Informe del Secretario General (A/55/422). Nueva York, Asamblea General de las Naciones Unidas, 26 de septiembre.
- NCVA (2001). Venture capital investments achieve record levels in 2000 – Torrid pace relaxed in fourth quarter. Washington, DC, National Venture Capital Association (Asociación estadounidense de capital de riesgo), 29 de enero.
- NU/DAES-UNCTAD (2001). *World Economic Situation and Prospects*. Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas.
- OCDE (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, Grupo de Trabajo ad hoc de Gobierno Corporativo.
- OCDE (2000a). *OECD Economic Outlook*, 68. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, diciembre.
- OCDE (2000b). *Development Cooperation 2000 Report*. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- OCDE (2000c). Mergers and acquisitions in the financial sector. *Financial Market Trends*, 75. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, marzo.
- OCDE (2000d). *Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices*. Informe aprobado por el Consejo de la OCDE el 16 de junio de 2000 y reproducido en OCDE, *Financial Market Trends*, 77. París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, octubre.
- OICV (1998). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Montreal, Organización Internacional de Comisiones de Valores, septiembre.
- OMC (2000). *Estadísticas del Comercio Internacional 2000*. Ginebra, Organización Mundial del Comercio, noviembre.

- Park YC y Wang Y (2000). Reforming the international financial system: Prospects for regional financial cooperation in East Asia. En: Teunissen JJ, ed. *Reforming the International Financial System. Crisis Prevention and Response*. La Haya, FONDAD.
- Radelet S (1999). Orderly workouts for cross-border private debt. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25. Nueva York y Ginebra.
- Raffer K (1990). Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face. *World Development*, 18(2).
- Reinhart C (2000). The mirage of floating exchange rates. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mayo.
- Rodrik D (1999). Governing the global economy: Does one architectural style fit all? Documento preparado para la Conferencia del Foro de política comercial de la Institución Brookings sobre cómo gobernar en una economía mundial, Universidad de Harvard, abril.
- Rogoff K (1999). International institutions for reducing global financial instability. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), otoño.
- Roldán J (2000). Entrevista. *The Financial Regulator*, 5(2), septiembre.
- Sachs J y Larraín F (1999). Why dollarization is more straightjacket than salvation. *Foreign Policy*, otoño.
- Sawyer D y Trundle J (2000). Core principles for systemically important payment systems. *Financial Stability Review*, 8, junio.
- Scott HS y Wellons PA (2000). *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation* (séptima edición). Nueva York, Foundation Press.
- Secretaría de la UNCTAD (1987). The exchange rate system. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.87.II.D.3. Nueva York.
- Silverman G y Hill A (2001). Downturn tests United States Banks. *Financial Times*, 16 de enero.
- Sociedad de las Naciones (1944). *International Currency Experience – Lessons of the Inter-War Period*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Soros G (1998). Avoiding a breakdown. *Financial Times*, 31 de diciembre de 1997 y 1 de enero de 1998; y *The Crisis of Global Capitalism*. Nueva York, Public Affairs Press.
- Summers LH (2000a). The troubling aspects of IMF reform. *Financial Times*, 23 de marzo.
- Summers LH (2000b). International financial crises: Causes, prevention and cures. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mayo.
- Triffin R (1976). Jamaica: “major revision” or fiasco. En: Bernstein EM et al., eds. *Essays in International Finance*, 115. Princeton, NJ, Universidad de Princeton, abril.
- UNCTAD (1999). *Least Developed Countries 1999 Report*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.2. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000a). *World Investment Report*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.D.20. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000b). *Informe de 2000 sobre los Países Menos Adelantados*. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.D.21. Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2000c). *Corrientes de capital y crecimiento en África* (UNCTAD/GDS/-MDPB/7). Nueva York y Ginebra, Naciones Unidas.
- White WR (1996). International agreements in the area of banking and finance: Accomplishments and outstanding issues. Documento de trabajo del BPI, 38. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, octubre.
- White WR (1998). Promoting international financial stability: The role of the BIS. En: Teunissen JJ, ed. *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*. La Haya: FONDAD.
- White WR (2000). What have we learned from recent financial crises and policy responses? Documento de trabajo del BPI, 84. Basilea, Banco de Pagos Internacionales, enero.
- Williamson J (1983). *The Exchange Rate System*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Williamson J (2000). Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option. Washington, DC, Institute of International Economics, septiembre.
- Wolf M (2000). Between revolution and reform – The Meltzer Commission’s vision. *Financial Times*, 8 de marzo.

- Woods N (1998). Governance in international organizations: The case for reform in the Bretton Woods institutions. En: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.3. Nueva York y Ginebra.
- Yam J (1998). Discurso del Gobernador de la Autoridad Monetaria de Hong Kong, Singapur, 14 de octubre; reproducido en *BIS Review*, 23 de octubre.
- Yianni A (1999). Resolution of sovereign financial crises – Evolution of the private sector restructuring process. *Financial Stability Review*, junio.
- Zeile (2000). U.S. affiliates of foreign companies. *Survey of Current Business*, 2, agosto.
- Zonis M y Wilkin S (2000). Crisis management. *The Banker*, mayo.