

- b) Si el tipo de cambio entre el pnut y el dólar real en el 2002 es de 1 dólar por pnut, ¿está el pnut sobrevalorado o subvalorado respecto a la PPC?
12. A continuación se da información adicional sobre las economías de los Estados Unidos y de Pugelovia.

	1975			2002		
	M^s	Y	P	M^s	Y	P
Estados Unidos	20.000	800	100	65.000	1.000	260
Pugelovia	10.000	200	100	58.500	300	390

- a) ¿Cuál es el valor de k para los Estados Unidos en 1975? ¿Y para Pugelovia?
- b) Demuestre que el cambio en el nivel de precios de 1975 a 2002 para cada país es coherente con la teoría cuantitativa del dinero con una k constante.
- ✦ 13. Considere el ejemplo de sobrevaloración mostrado en la Figura 18.5, en donde la oferta monetaria interna aumentó en un 10 por 100. Suponga que la tendencia del lento ajuste en los precios es que el nivel de precios aumente en un 2 por 100 anual a lo largo de cinco años. ¿Cuál sería la tendencia del tipo de cambio nominal si el PPC se mantiene cada año? Dada la tendencia actual para el tipo de cambio mostrado en la Figura 18.5, ¿se mantiene el PPC a corto plazo? ¿Debería hacerlo a largo plazo?
14. Un país tiene un valor estable para su tipo de cambio flotante (establecido, a la inversa, como el precio en moneda nacional de la moneda extranjera) durante un número de años. El país reduce significativamente su oferta monetaria. El nivel de precios no se ve afectado inmediatamente, pero gradualmente va disminuyendo (respecto al que podría haber sido) durante los años siguientes.
- a) ¿Por qué podría modificarse mucho el tipo de cambio cuando se anuncia y se lleva a la práctica esa restricción monetaria?
- b) ¿Cuál es la tendencia probable que seguirá el tipo de cambio en los años siguientes? ¿Por qué?

Capítulo 20

Préstamos internacionales y crisis financieras

Los flujos internacionales de capital financiero han crecido rápidamente en las últimas décadas. Los prestamistas, o inversores, dan a los prestatarios dinero para que lo empleen ahora a cambio de pagarés o acciones que les den derecho, posteriormente, a recibir intereses y dividendos. Los movimientos internacionales de derechos financieros se dividen convencionalmente en diversas categorías según el tipo de prestamista (derechos privados frente a públicos), por su vencimiento (derechos a corto frente a largo plazo), por la existencia de control directo (inversiones directas frente a derechos de cartera), y según el tipo de prestatario (agentes privados o gobierno). Para las tres primeras distinciones, las principales categorías serían:

A. Préstamos e inversiones privadas.

1. A largo plazo

- a) Inversiones directas (prestar acciones a una empresa extranjera que, en gran parte, es propiedad del inversor o está controlada por él, o adquirir acciones de la misma)
- b) Préstamos (a un prestatario extranjero, con un vencimiento superior al año y concedidos mayoritariamente por los bancos).
- c) Inversiones de cartera (compras de obligaciones y acciones, con un vencimiento superior al año y emitidos por el gobierno o una empresa extranjera no controlada por el inversor)

2. A corto plazo (créditos a un prestatario extranjero, o la compra de bonos emitidos por el gobierno o a una empresa extranjera no controlada por el inversor, con vencimiento de un año o inferior)

B. Préstamos e inversiones públicas (por un gobierno o una institución multilateral como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, la mayoría de los cuales serán, tanto a corto como a largo plazo)

En este capítulo se considerarán con detalle las causas y consecuencias de los préstamos bancarios y las inversiones de cartera (la inversión directa extranjera y el papel del control empresarial se analizaron específicamente en el Capítulo 14).

Los préstamos e inversiones internacionales se han revolucionado. Desde antes de la II Guerra Mundial hasta principios de los ochenta, el principal prestamista era Estados Unidos, al que se unieron en los setenta los exportadores de petróleo que

se habían enriquecido recientemente. Desde principios de los ochenta, Estados Unidos ha sido el mayor prestatario neto en el mundo, así como los países exportadores de crudo. El prestamista dominante desde entonces ha sido Japón. El tipo principal de préstamos lo constituyen los préstamos privados y las inversiones de cartera, al contrario de lo que ocurría desde finales de los cuarenta a principios de los setenta, en que dominaban los préstamos oficiales de los gobiernos y la inversión directa extranjera.

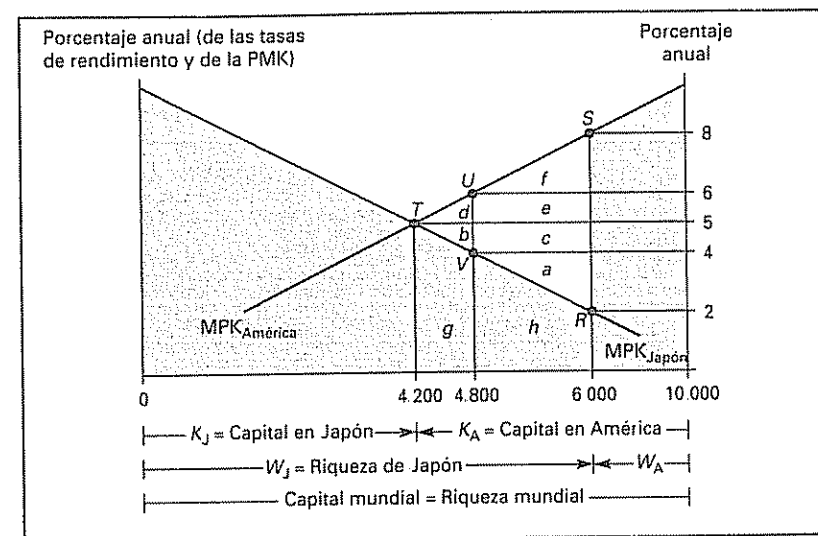
Los préstamos internacionales pueden aportar dos clases principales de beneficios. En primer lugar, representan comercio internacional, por el que el prestamista entrega recursos hoy con la finalidad de conseguir más en el futuro, y el prestatario los obtiene hoy, pero debe estar dispuesto a devolver una mayor cantidad en el futuro. Segundo, permite a los prestamistas e inversores diversificar más ampliamente sus inversiones. La posibilidad de añadir activos financieros extranjeros a las inversiones de cartera puede disminuir el riesgo de la cartera mediante la mayor diversificación. El capítulo comienza con un análisis de algunos de los beneficios de los préstamos internacionales. Nos centramos en los beneficios del comercio intertemporal, que saca partido de las diferentes tasas de rendimientos en los distintos países.

Los préstamos internacionales no se han comportado siempre correctamente. Los préstamos a los países en vías de desarrollo oscilan entre concesiones masivas de créditos y crisis de confianza. Durante las crisis financieras, los créditos se reducen y los prestamistas pelean para que se les pague. El resto del capítulo analiza por qué aparecen las crisis financieras, cómo se debe tratar de resolverlas y que se tendría que hacer para que disminuya su frecuencia.

PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE UNOS PRÉSTAMOS INTERNACIONALES QUE FUNCIONEN CORRECTAMENTE

Si el mundo fuera estable y predecible, y si los prestatarios cumplieran sus compromisos de pago, los préstamos internacionales serían eficientes desde un punto de vista mundial, aportando ganancias a algunos que superarían las pérdidas de otros. En dicho mundo, los efectos sobre el bienestar de los préstamos internacionales son simétricos a los debidos a la apertura al comercio (Capítulo 2) o a los derivados de permitir la libre movilidad de trabajo (Capítulo 14).

La Figura 20.1 muestra los efectos normales de permitir la libertad de préstamos y créditos internacionales. Dividimos el mundo en dos países grandes: «Japón», con una abundante riqueza financiera y unas oportunidades internas de inversión menos atractivas; y una «América», que representa a Argentina, Brasil, Canadá y los Estados Unidos, con una menor riqueza respecto a sus abundantes oportunidades de inversiones rentables (por ejemplo, en nuevas tecnologías o áreas fronterizas ricas en recursos naturales). La longitud del eje horizontal de la Figura 20.1 representa la riqueza total mundial, igual a la riqueza del Japón, W_J , y la de América, W_A . Esta riqueza se emplea en inversiones financieras. El eje vertical indica las tasas de rendimiento obtenidas por el capital invertido; con frecuencia nos referiremos a la tasa de rendimiento de equilibrio como tipo de interés. Las oportunidades de inversión en capital en Japón se representan mediante la curva de la productividad marginal del capital $PMK_{Japón}$, que comienza en el eje vertical izquierdo y ordena las posibles inversiones en Japón en función de los rendimientos



Paso de la ausencia de préstamos internacionales (RS) a unos préstamos libres (T):

Japón	ganancias $(a + b + c) = 27$
América	ganancias $(d + e + f) = 27$
Mundo	ganancias (de la a hasta la f) = 54

Si Japón grava con un impuesto de un 2 % anual los préstamos al extranjero (de T a UV):

Japón	ganancias $(e - b) = 9$
América	pérdidas $(d + e) = 15$
Mundo	pérdidas $(b + d) = 6$

Si América grava con un impuesto de un 2 % anual los préstamos al extranjero (de T a UV):

Japón	pérdidas $(b + c) = 15$
América	ganancias $(c - d) = 9$
Mundo	pérdidas $(b + d) = 6$

Figura 20.1. Pérdidas y ganancias de unos préstamos internacionales correctos

que produce la inversión. Las oportunidades de inversión en América se representan, asimismo, por la curva de la productividad marginal del capital $PMK_{América}$, que comienza en el eje vertical derecho y ordena las oportunidades de inversión en la dirección opuesta, de derecha a izquierda.

Inicialmente, supongamos que las transacciones financieras internacionales están prohibidas. En esta situación, cada país debe utilizar su riqueza financiera para financiar su propio stock de capital real. Si toda la riqueza japonesa W_J se emplea en el interior del país, los prestamistas deben aceptar unas tasas más bajas de rendimiento siguiendo la curva decreciente $PMK_{Japón}$. La competencia, por tanto, fuerza a los prestamistas japoneses a aceptar una baja tasa de rendimiento de un 2 por 100 anual en el punto R. Mientras tanto, en América, la escasez de fondos impide cualquier formación de capital a la izquierda del punto S, ya que W_A es toda la riqueza que posee. La competencia por conseguir préstamos de esa riqueza hace subir el tipo de interés en América hasta el 8 por 100 en el punto S. Se puede utilizar también el gráfico para mostrar el valor de la producción en cada país y en el mundo, suponiendo que parte del capital se emplea en toda la producción. Si sumamos el producto de cada unidad de capital, la PMK, se obtiene la producción to-

tal de todo el capital, que es igual al área por debajo de la curva PMK. Si no existen flujos internacionales de capital, la producción mundial es igual al área sombreada de la Figura 20.1. La producción japonesa es el área sombreada a la izquierda de la línea vertical que pasa por el punto R , y la de América es el área sombreada a la derecha.

Ahora suponga que no existe ninguna barrera a las finanzas internacionales. Los poseedores de riqueza en Japón y aquellos que demandan créditos en América tienen un gran incentivo para llegar a un acuerdo. ¿Por qué un grupo tiene que prestar solamente al 2 por 100 y el otro pedir préstamos al 8 por 100 si, como suponemos aquí, el riesgo o la solvencia de los diferentes prestatarios es la misma? Los prestamistas en el Japón concederían parte de sus préstamos a América y, con el paso del tiempo, esto permitiría más formación de capital en América y menos en Japón. Los préstamos internacionales conducen a un equilibrio distinto, en el que la tasa de rendimiento mundial estará comprendida entre el 2 y el 8 por 100. Ponemos por caso que acaba siendo del 5 por 100, en el punto T . En este caso, la riqueza del Japón excede su *stock* de activos nacionales reales por la misma cuantía ($W_J - K_J$) que lo que América ha pedido prestado para financiar sus activos reales adicionales ($K_A - W_A$).

Con la libertad financiera internacional, la producción mundial se maximiza. Es igual a todo lo que se encuentra por debajo de cualquiera de las curvas de productividad marginal o toda el área sombreada más el área RST . Esto representa una ganancia evidente del área RST (o las áreas de la a la f) respecto a la situación en que los préstamos internacionales estaban prohibidos. La razón de esta ganancia es que la libertad permite a los poseedores de riqueza individuales la oportunidad de buscar la tasa de rendimiento más alta en todo el mundo.

Las ganancias mundiales de los préstamos internacionales se reparten entre los dos países. La renta nacional del Japón proviene de dos sitios:

- Su producción nacional, que es igual al área por debajo de la curva $PMK_{\text{Japón}}$ hasta el punto T (el producto de las 4 200 unidades de riqueza que se invierte en el país).
- Más la renta procedente de sus inversiones en América, que es igual al área $a + b + c + g + h$ (el resultado de prestar, al 5 por 100, 1 800 unidades de riqueza que ha invertido en América).

Japón gana, en términos netos, gracias a su inversión extranjera, el área $a + b + c$. La renta nacional de América es la diferencia entre dos flujos:

- Su producción nacional, que es igual al área por debajo de su curva $PMK_{\text{América}}$ hasta el punto T (el producto de las 6 800 unidades de riqueza que se invierten en América).
- Menos lo que tiene que pagar a Japón por los préstamos que ha pedido, un desembolso que es igual al área $a + b + c + g + h$ (el resultado de haber pedido prestado a Japón, al 5 por 100, 1 800 unidades de riqueza).

América también obtiene, por haber pedido prestado, una ganancia igual al área $d + e + f$.

Dentro de cada país habrá quien gane y quien pierda con la nueva situación. Los prestamistas japoneses ganan al poder prestar al 5 por 100 en vez del 2 por 100. Esto perjudica a los prestatarios japoneses, porque la competencia de los prestatarios ex-

tranjeros les fuerza a pagar más alta la misma tasa por los créditos. En América, los prestatarios han ganado al haber podido conseguir créditos al 5% en vez del 8%. Sin embargo, los prestamistas en América tendrán nostalgia de los tiempos pasados de aislamiento financiero, cuando los prestatarios les tenían que pagar un 8%. Además, el menor *stock* de capital en Japón disminuirá la productividad y los ingresos de sus otros recursos, como trabajo y tierra, mientras que el mayor *stock* de capital en América aumentará la productividad y los ingresos de sus otros recursos.

LOS IMPUESTOS SOBRE LOS PRÉSTAMOS INTERNACIONALES

Se ha comparado la libre movilidad de los préstamos internacionales con una situación en la cual no existen éstos, y se ha encontrado un resultado ortodoxo: la libertad aumenta el producto mundial y las rentas nacionales. Otro resultado convencional también se deduce del análisis del comercio: el **impuesto nacional óptimo**. Si un país es lo suficientemente grande como para influir en la tasa de rendimiento mundial, puede explotar en provecho propio su poder de mercado, a costa de otros países y del mundo en su totalidad.

De acuerdo con la Figura 20.1, se puede decir que Japón tiene poder de mercado. Al restringir sus préstamos al exterior, puede forzar a los prestatarios de América a pagar un mayor tipo de interés (moviéndose al nordeste desde el punto T hacia el S). Supongamos que Japón utiliza su poder de mercado estableciendo un impuesto de un 2 por 100 anual sobre los activos mantenidos en el extranjero por los residentes de Japón. Esto hará subir el tipo de interés que los prestatarios americanos deben pagar y reducirá el tipo que pueden obtener, después de impuestos, los prestamistas nacionales. Se restablecerá el equilibrio cuando la brecha entre el tipo de interés nacional y el extranjero sea exactamente igual al 2 por 100 del impuesto. Esto se representa por la brecha UV en la Figura 20.1. El gobierno japonés recauda unos ingresos totales por el impuesto, área $e + c$, igual al tipo impositivo multiplicado por los 1 200 activos internacionales que Japón continúa teniendo después de ajustarse al impuesto. Japón ha obtenido una ganancia neta por gravar los préstamos extranjeros. Ha obligado a América a pagar un 6 por 100, en vez de un 5 por 100, sobre todas las deudas pendientes. Con el impuesto de un 2 por 100, el sobreprecio, el área e , es lo suficientemente grande como para sobrepasar la pérdida de algunos préstamos al exterior que habían sido anteriormente rentables (triángulo b). Situando ese impuesto en su nivel correcto, que podría no ser el representado aquí, Japón contará con un impuesto óptimo sobre los préstamos exteriores.

En este juego pueden participar los dos países. La Figura 20.1 muestra que América también tiene poder de mercado, ya que restringiendo su demanda de préstamos puede forzar a los prestamistas de Japón a aceptar un tipo de interés menor (moviéndose hacia el sudeste desde el punto T hacia el punto R). ¿Qué ocurre si es América, en vez de Japón, la que impone un impuesto de un 2 por 100 sobre los mismos activos internacionales? En tal caso, los resultados serían los mismos que cuando era Japón el que fijaba el impuesto, con la salvedad de que sería ahora la Administración americana la que se apropiaría de las ganancias del impuesto, área $c + e$. América, ahora, obtiene renta por la cuantía del área a menos el área d , a costa de Japón y del mundo. (Si ambos países gravan los mismos préstamos internacionales, se reducirá su volumen. Como máximo, un país puede ganar en comparación con su situación en libertad de préstamos, y es bastante probable que ambos países pierdan.)

PRÉSTAMOS INTERNACIONALES A LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO

Los préstamos y créditos internacionales entre países industrializados, en general, funcionan correctamente y proporcionan los beneficios mutuos de la clase que se han analizado. El capital financiero fluye desde los países industrializados, como Japón y Alemania, donde es relativamente abundante, a países, como Estados Unidos, que ofrecen amplias oportunidades de inversión. Tanto los prestamistas como los prestatarios se benefician de la ganancias del comercio intertemporal, cuando los países con ahorro neto obtienen tasas de rendimiento más altas y aquellos que son prestatarios netos pagan menos. Surgen ganancias adicionales cuando se utilizan las inversiones financieras internacionales para disminuir el riesgo mediante la diversificación de la cartera. En ocasiones aparecen conflictos sobre las políticas impositivas, pero éstos se pueden solucionar.

Los préstamos internacionales de los países industrializados a los países en vías de desarrollo son otra historia. Se deberían generar los mismos beneficios del comercio intertemporal y diversificación de riesgos, y en gran parte es así. Pero también hay crisis internacionales periódicas y los préstamos no funcionan correctamente. En una crisis financiera, el país prestatario experimenta dificultades para amortizar la deuda y a menudo **suspende pagos**; es decir, dejan de efectuar los pagos especificados en el acuerdo del préstamo. Los prestamistas recortan, o dejan de conceder préstamos, cuando se considera al prestatario como demasiado arriesgado. Esta sección presenta una historia muy resumida de los flujos de capital a los países en vías de desarrollo y la naturaleza de las crisis financieras. Las siguientes secciones analizan por qué suceden éstas y sugieren formas para reducir su frecuencia.

La oleada de préstamos internacionales, 1974-1982

Antes de la I Guerra Mundial hubo un gran volumen de préstamos internacionales; Gran Bretaña fue el principal acreedor, y los principales prestatarios, los países, en número cada vez mayor, que acababan de volver a la normalidad, como, Estados Unidos, Canadá, Argentina y Australia. En gran medida estos préstamos internacionales cuadran con el modelo de la Figura 20.1, cuando los prestamistas buscaban una elevada rentabilidad (aunque las suspensiones de pagos también eran habituales)¹. Durante la década de los veinte, un gran número de gobiernos extranjeros emitieron deuda externa, especialmente en Nueva York, cuando los Estados Unidos se convirtieron en el principal acreedor. Pero en los treinta, la depresión llevó a masivas suspensiones de pagos de los países en vías de desarrollo, que ahuyentaron a los prestamistas hasta los sesenta. Los préstamos a los países en vías de desarrollo siguieron siendo muy reducidos durante cuatro décadas.

Los *shocks* del petróleo de los setenta condujeron a una oleada de préstamos internacionales privados a los países en vías de desarrollo. Entre 1970 y 1980, la deuda en circulación de los países en vías de desarrollo se multiplicó por siete, con

lo que la deuda aumentó de un 8,9 por 100 del producto nacional de esos países a un 18,2 por 100 en el año 1980.

Los *shocks* del petróleo cuadruplicaron y, posteriormente, triplicaron el precio mundial del crudo provocando recesiones o una alta inflación en los países industrializados. ¿Cómo los *shocks* pudieron reanimar al mismo tiempo los préstamos? Se combinaron cuatro fuerzas para originar la expansión. Primero, las ricas naciones exportadoras de petróleo tenían una alta propensión a ahorrar a corto plazo. Conforme sus ahorros se acumulaban, tendieron a invertirlo en activos líquidos, especialmente en bonos y depósitos bancarios en los Estados Unidos y otros centros financieros consolidados. Así, los principales bancos internacionales privados obtuvieron grandes volúmenes de nuevos fondos para prestar a otros prestatarios. Los bancos tenían el problema de «reciclar» o «reinvertir» los «petrodólares». Pero ¿a quién prestar?

Segundo, existía un pesimismo generalizado sobre la rentabilidad de la formación de capital en los países industrializados. En muchos países, los tipos de interés reales eran desacostumbradamente bajos. Una opción prometedora era invertir en equipamientos de ahorro de energía, pero el desarrollo de esos proyectos lleva su tiempo. Llegó un momento en que la mayor capacidad de los bancos para conceder préstamos sobrepasó a las peticiones de préstamo en los países industrializados lo que les incentivó a buscar en otros sitios. Se desplazó la atención a los países en vías de desarrollo, que hacía mucho tiempo que se habían visto obligados a ofrecer elevados tipos de interés y dividendos para atraer siquiera pequeñas cuantías de capital privado.

Tercero, para los países en vías de desarrollo, los setenta fue una época de máxima resistencia a la inversión directa extranjera (IDE), por la cual el inversor extranjero, normalmente una empresa multinacional localizada en un país industrializado, seguía controlando la propiedad de las empresas filiales extranjeras. Los bancos podrían haber prestado a las empresas multinacionales para que efectuasen IDE adicionales, pero los países en vías de desarrollo eran, por lo general, hostiles a la IDE.

Las corrientes ideológicas populistas y unos temores legítimos a las intrigas políticas de las multinacionales redujeron las IDE, desde un 25 por 100 de los flujos financieros a los países en vías de desarrollo, en 1960, a menos de un 10 por 100 en 1980. Para tener acceso a los mayores rendimientos ofrecidos por estos países, los bancos tuvieron que prestar sin ambages a los gobiernos y empresas de esos países.

Cuarto, el comportamiento «gregario de manada» indica que los préstamos a los países en vías de desarrollo alcanzan por sí mismos su velocidad una vez que comienzan a aumentar. Los principales bancos buscaban agresivamente oportunidades para prestar, ansiosos por conceder préstamos antes de que los competidores lo hiciesen. Muchos de los préstamos fueron a proyectos mal planeados en economías mal dirigidas. Pero todos lo estaban haciendo.

La crisis de la deuda de 1982

En agosto de 1982, México anunció que no podía seguir pagando los intereses de su gran deuda externa. Docenas de países en vías de desarrollo siguieron su estela y anunciaron que no podrían devolver tampoco sus préstamos previos. Varios fac-

¹ Estados Unidos era el prestatario en uno de esos casos de suspensiones de pagos. Gran Bretaña le prestó una gran cantidad para financiar canales y el cultivo de algodón durante 1826-1837. En 1837, dio comienzo una depresión, y ocho estados habían hecho suspensión de pagos de sus deudas en 1843.

tores explican por qué surgió la crisis ese año. Los tipos de interés aumentaron de forma aguda en Estados Unidos, cuando la Reserva Federal emprendió una política monetaria contractiva para reducir la inflación. Estados Unidos y otros países industrializados se hundieron en una grave recesión. Las exportaciones de los países en vías de desarrollo disminuyeron y los precios de las mercancías se derrumbaron, mientras que el tipo de interés real seguía siendo alto. La capacidad de los deudores para pagar las deudas se redujo notablemente.

Al principio las respuestas de los bancos acreedores dependía de la cuantía de préstamos que había concedido cada uno de ellos. Los bancos más pequeños, que tenían una cuota reducida de los préstamos totales, encabezaron la retirada y eliminaron su exposición vendiendo sus préstamos o consiguiendo que se les pagase. Los grandes bancos no podían liberarse sin hacer estallar una crisis mayor y confiaban en que los problemas fuesen temporales. Renegociaron los pagos de los préstamos y retrasaron la obligación de devolución, además de conceder nuevos préstamos de poca cuantía para ayudar a que los deudores crecieran y de esta manera conseguir la reparación de la deuda. La Figura 20.2 proporciona información de los flujos financieros a largo plazo a los países en vías de desarrollo. Los préstamos bancarios, que constituían la mayor parte de los préstamos privados a los países en vías de desarrollo a principios de los ochenta, disminuyeron algo en los años 1983 y 1984. Como se muestra en la Figura 20.3, la deuda a largo plazo de los países en vías de desarrollo se duplicó entre 1980 y 1985, de forma que la ratio deuda/producto nacional aumentó desde un 18 por 100 en 1980 a un 35 por 100 en 1985, y la cuota de los ingresos provenientes de las exportaciones, comprometida para el servicio de la deuda, casi se dobla, hasta situarse cerca de un 25 por 100. Cuando los grandes bancos volvieron a calcular las perspectivas de los países en vías de desarrollo deudores llegaron a la conclusión de que era imprudente prestar más. Los flujos netos de préstamos bancarios a estos países se redujeron en 1985 y siguieron siendo bajos hasta 1995.

Cuando la crisis de la deuda pasó por su momento más delicado en los ochenta, se hizo evidente que los países deudores estaban experimentando un bajo crecimiento económico y no tenían acceso a las finanzas internacionales, pero que tales sacrificios no permitían los reembolsos que hubieran acabado con la crisis. En respuesta, el Ministerio de Hacienda de los Estados Unidos creó el Plan Brady (llamado así por el ministro de Hacienda, Nicholas Brady). A principios de 1989, cada país deudor podía alcanzar un acuerdo por el cual se reduciría parcialmente su deuda con los bancos, quedando la mayoría de la deuda restante convertida en «bonos Brady». En 1994, la mayor parte de la deuda a los bancos se había reducido y convertido en bonos. La crisis de la deuda que comenzó en 1982 había sido superada de forma efectiva.

El resurgir de los flujos de capital en los noventa

A principios de 1990, de nuevo los préstamos y la inversión en los países en vías de desarrollo comenzaron a aumentar. Cuatro factores se unieron para llegar a estos nuevos préstamos. Primero, la magnitud y alcance del Plan Brady condujo a que los inversores creyeran que la crisis previa había sido resuelta. Cuando un país deudor convenía un acuerdo Brady, normalmente quedaba cualificado para recibir casi inmediatamente nuevos préstamos privados. Segundo, unos bajos tipos de in-

terés en los Estados Unidos obligaron a los inversores a buscar unos rendimientos elevados mediante inversiones extranjeras. Tercero, los países en vías de desarrollo se convirtieron en lugares más atractivos a los cuales prestar cuando los gobiernos reformaron sus políticas económicas. Los gobiernos estaban abriendo oportunidades para financiar rentablemente nuevas inversiones cuando se desregularon industrias, se privatizaron empresas públicas y se fomentó, con políticas comerciales orientadas al exterior (como se analizó en el Capítulo 13), la producción dirigida a las exportaciones. Cuarto, los inversores individuales, así como las mutualidades y fondos de pensiones en rápida expansión, estaban buscando nuevas formas de inversiones de cartera que pudieran aumentar la rentabilidad y proporcionar una diversificación de riesgos. Los países en vías de desarrollo se convirtieron en los mercados emergentes para sus inversiones de cartera.

La Figura 20.2 muestra el flujo, rápidamente creciente, de las inversiones a largo plazo en los países en vías de desarrollo, cuando las entradas netas de capital financiero aumentaron año tras año desde 1989 a 1997. La mayor parte de ese dinero fue a un pequeño número de países a los que se consideraba los principales mercados emergentes, México, Brasil y Argentina en Latinoamérica, y China, Indonesia, Malasia, Corea del Sur y Tailandia, en Asia. Las clases de inversión

Fuente y clases	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Oficial	34	35	35	34	41	45	45	42	42
Préstamos	22	24	24	21	25	28	27	23	23
Donaciones	11	11	10	13	16	17	18	19	20
Deuda privada	53	45	31	27	22	10	10	15	14
Préstamos bancarios	44	33	23	23	9	2	2	9	6
Bonos	1	4	2	0	6	2	1	4	5
Otros préstamos	8	8	6	5	8	6	7	3	4
Acciones en cartera	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Inversión directa extranjera	13	11	9	9	11	10	14	20	23
Total	100	91	74	72	73	65	68	76	83

Fuente y clases	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Oficial	55	62	54	53	46	54	30	41	53	47	35	37
Préstamos	27	27	23	25	13	21	2	15	26	18	5	8
Donaciones	28	35	31	28	33	33	28	26	27	29	30	29
Deuda privada	16	19	38	50	51	63	97	98	89	6	8	-27
Préstamos bancarios	3	5	16	4	9	31	32	46	52	-23	-6	-32
Bonos	1	11	11	37	38	31	62	50	41	30	17	10
Otros préstamos	11	3	11	9	4	2	2	3	-3	-1	-3	-4
Acciones en cartera	4	8	14	51	35	36	49	30	16	35	51	19
Inversión directa extranjera	24	36	47	67	90	107	131	173	178	184	167	168
Total	99	124	154	221	222	260	307	341	337	272	261	196

Nota: Las entradas netas de capital financiero a corto plazo han sido variables: 17 000 millones de dólares en 1990, que aumentaron a 61 000 millones de dólares en 1995 y disminuyeron a 4 000 millones en 2000.

Fuente: 1990-2001: Banco Mundial. *Global Development Finance*, 2002; 1985-1989: Banco Mundial. *World Debt Tables*, 1992-1993; 1981-1984: Rachel McCulloch y Peter A. Petri. «Equity Financing of East Asian Development», en Kahler (1998).

Figura 20.2. Flujos financieros netos a largo plazo hacia los países en vías de desarrollo (miles de millones de dólares estadounidenses)

fueron distintas de las que llevaron a la primera oleada de préstamos a últimos de los setenta. Las compras netas de acciones y bonos de los inversores de cartera aumentaron de prácticamente nada en 1990 a un tercio de los flujos financieros totales netos en 1996. Los préstamos bancarios eran menos importantes, pero aun así aumentaron notablemente desde 1993 a 1997. La Figura 20.3 muestra que la deuda en circulación de los países en vías de desarrollo aumentó, como porcentaje de su producto nacional, desde un 30,9 por 100 en 1990 a 38,2 por 100 en 1995, aunque los menores tipos de interés realmente hicieron bajar la proporción de las exportaciones de bienes y servicios que tenían que dedicarse a la amortización de la deuda.

La crisis mexicana, 1994-1995

Una sucesión de crisis hizo disminuir, en general, los fuertes préstamos internacionales concedidos desde 1990 a los países en vías de desarrollo. La primera de ellas alcanzó a México a finales de 1994.

México tenía grandes entradas de capital a principios de los noventa cuando los inversores buscaban unas elevadas rentabilidades y quedaban impresionados con las reformas económicas de México y su entrada en el Área de Libre Comercio Norteamericana. Pero también surgieron tensiones. El valor real del tipo de cambio del peso, aumentó, pues el gobierno sólo permitía una lenta depreciación nominal del peso mientras que la tasa de inflación era superior a la de los Estados Unidos, su principal socio comercial. El déficit de la balanza de operaciones corrientes aumentó hasta el 8 por 100 del PNB en 1994, aunque se podía financiar fácilmente por las entradas de capital. El sistema bancario mexicano era bastante débil, con una supervisión y regulación inadecuadas por parte de la Administración. Con los aumentos de fondos en el sistema bancario debidos a la entrada de capital, los préstamos bancarios crecieron rápidamente y aumentó la morosidad. 1994 era un año de elecciones caracterizado por el desorden, incluidos un alzamiento en Chiapas y dos asesinatos políticos. El peso sufrió una presión bajista y el gobierno utilizó una intervención esterilizada para defender el valor del tipo de cambio, disminuyendo el nivel de sus reservas oficiales.

Tipo de deuda	1970	1980	1985	1990	1995	2000
Deuda a largo plazo	63	436	899	1.180	1.674	2.061
Pública y garantizada públicamente	47	365	797	1.115	1.454	1.527
Privada no garantizada	15	71	102	66	220	534
Préstamos del FMI	1	12	41	35	61	64
Deuda a corto plazo	10	139	184	245	427	402
Deuda total	73	587	1.123	1.460	2.163	2.528
Deuda/PNB (porcentaje)	9,8	18,2	35,4	30,9	38,2	40,5
Servicio de la deuda/exportaciones de bienes y servicios (porcentaje)	NA	12,8	24,7	18,1	16,0	17,0

NA: no disponible

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 1999 y 2002*, y Banco Mundial, *World Debt Tables, 1992-1993*

Figura 20.3. Deuda pendiente de los países en vías de desarrollo (1970-2000) (en miles de millones de dólares norteamericanos, a menos que se indique lo contrario):

La política fiscal de México era aceptable, con un déficit presupuestario moderado. Sin embargo, las autoridades fiscales efectuaron un cambio que se convirtió en el núcleo de la crisis, modificando la clase de deuda pública. A comienzos del año 1994, el gobierno reemplazó la deuda pública nominada en pesos con deuda a corto plazo indicida en dólares denominada *tesobonos*. A finales de 1994, se habían emitido unos 28.000 millones de tesobonos, la mayoría de los cuales vencían en el primer semestre de 1995.

La crisis estalló por una gran huida de capitales, la mayoría de residentes mexicanos que temían una devaluación de la moneda y convertían sus pesos en otras monedas. En diciembre se permitió que la moneda se depreciara, pero las reservas oficiales de México habían disminuido a unos 6.000 millones de dólares. La crisis financiera surgió cuando los inversores rehusaron comprar nuevos *tesobonos* para amortizar la deuda, que vencía porque parecía que el gobierno era incapaz de cumplir con sus obligaciones en dólares. Cada inversor quería que se le liquidase en dólares —una huida hacia la salida—, pero lo que era racional para cada uno de los inversores individuales no necesariamente lo era para todos ellos conjuntamente. El gobierno mexicano no podría pagar a todos en un periodo reducido de tiempo. Cuando los inversores reconsideraron su inversión en los mercados emergentes, retiraron sus inversiones no solamente en México, sino también en muchos otros países en vías de desarrollo (el efecto «tequila»).

El gobierno de los Estados Unidos comenzó a preocuparse por los efectos políticos y económicos de la crisis financiera en México, y dispuso un paquete de medidas urgentes que permitió que el gobierno mexicano pudiera pedir préstamos por un valor máximo de 50.000 millones de dólares, la mayoría procedentes del gobierno de los Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional². El gobierno mexicano pidió unos 25.000 millones de dólares, y utilizó el dinero para amortizar los tesobonos cuando vencían y reponer sus fondos de reserva. La depreciación de la moneda y el desorden financiero causaron unos ajustes rápidos y dolorosos en México. La economía entró en una intensa recesión y el déficit de la balanza de operaciones corrientes desapareció cuando las importaciones disminuyeron y aumentaron las exportaciones.

Cuando estas ayudas urgentes se materializaron, el puro contagio, que llevó a los inversores a retirarse de casi todos los préstamos a los países en vías de desarrollo se calmó transcurrido el primer cuarto del año 1995. El efecto tequila persistió para un número más pequeño de países, conforme los inversores siguieron retirándose de Argentina, Brasil y, en menor cuantía, de Venezuela y Filipinas. Sin embargo, una parte considerable de la crisis financiera mexicana de 1994-1995 se resolvió rápidamente. Como se muestra en la Figura 20.2, los flujos globales de capital a los países en vías de desarrollo continuaron aumentando en 1995 y 1996.

La crisis asiática, 1997

A principios y mediados de los noventa, los inversores extranjeros consideraban favorablemente a los países en vías de desarrollo que crecían rápidamente crecientes del sudeste y este de Asia. En esos países las políticas macroeconómicas eran fir-

² Para obtener información acerca del FMI y cómo efectúa préstamos a los países con problemas en la balanza de pagos, véase el recuadro «¿Escaso de reservas? Llame al 1-800-IMF-LOAN».

Caso de estudio ¿Escaso de reservas? Llame al 1-800-IMF-LOAN

El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue diseñado como parte del acuerdo de Bretton Woods, que también creó el sistema de tipos de cambio fijos de posguerra. El FMI comenzó sus operaciones en el año 1946, y en el 2004 tenía 184 países miembros. Al unirse al FMI, cada miembro contribuye con recursos, denominados la *cuota* del país. Una cuarta parte de tales recursos son activos reconocidos, por lo general, como reservas oficiales internacionales, y las tres cuartas partes restantes son moneda del país. El tamaño de la cuota está relacionado aproximadamente con el tamaño e importancia económica del país, y dicho tamaño determina los derechos de voto del país en la Junta de Directores. Por ejemplo, Estados Unidos tiene, aproximadamente, el 17 por 100 de los derechos de voto. Periódicamente, el volumen de las cuotas de los países se aumenta para expandir los recursos financieros del FMI. Éste también se endeuda con algunos de sus miembros y recibe contribuciones voluntarias de algunos otros.

El FMI tiene varios objetivos. Estimula la expansión del comercio internacional y la cooperación monetaria internacional entre países. Busca mantener la disciplina de los acuerdos referentes al tipo de cambio, vigilando las políticas cambiarias de sus países miembros. Concretamente, los países no deben manipular su tipo de cambio para obtener ventajas competitivas injustas. El FMI busca establecer una convertibilidad sin límites de las monedas para poder efectuar los desembolsos originados en la balanza de operaciones corrientes. Creó los derechos especiales de giro (DEG) como un nuevo activo oficial de reserva y, de forma ocasional, asigna a sus miembros nuevos DEG (la más reciente durante 1979-1981). El FMI recoge y publica datos económicos y financieros de las naciones. Y, como más importante para nuestros propósitos, el FMI presta a sus miembros cuando lo juzga apropiado para darles tiempo para corregir los desequilibrios en los pagos. En los primeros años, gran parte de esos préstamos fueron a países industrializados, en plena recuperación de la destrucción de la guerra. En décadas recientes, casi todos los préstamos del FMI han sido a países en vías de desarrollo.

La mayoría de los préstamos del FMI son a países con grandes déficit en sus pagos, países cuyas reservas oficiales están disminuyendo a bajos niveles. El préstamo proporciona activos oficiales de reservas adicionales que se pueden utilizar para ganar tiempo de cara a efectuar los

ajustes metódicos que reduzcan el déficit sin tener que recurrir a controles de cambio o a restricciones comerciales. Idealmente, los ajustes pueden efectuarse sin excesivos costes o perturbaciones para el país u otros países. El FMI efectúa préstamos según un cierto número de programas. Se efectúan préstamos estándar, según las líneas de crédito de cada país, que están ligados a las contribuciones de la cuota del país. El FMI también puede conceder unos mayores préstamos o de más duración. Además, varios programas van dirigidos a objetivos específicos; entre otros, préstamos para cubrir insuficiencias temporales en los ingresos de las exportaciones debidas a una disminución en el precio mundial de la mercancía, y préstamos con un tipo de interés reducido a los países muy pobres. La mayoría de los préstamos del FMI han de devolverse en un plazo de 5 años, aunque en algunos casos debe hacerse en 10 años. La cuantía máxima de los préstamos en cualquier programa está en proporción a la cuota del país.

El FMI sólo concede préstamos cuando espera que se lo devuelvan y exige al país deudor concertar como pretende corregir su desequilibrio en los pagos. Es decir, el FMI impone condiciones; concede un préstamo sólo si el país prestatario se compromete, y establece, cambios en sus políticas, con criterios cuantitativos de los resultados que se pretenden conseguir. Las políticas deben prometer alcanzar el equilibrio externo en un tiempo razonable. El FMI desembolsa los préstamos a plazos a lo largo del tiempo y retiene los pagos si los criterios de resultados no se cumplen. Los cambios políticos y económicos que se incluyen normalmente en los programas de ajuste del FMI no son sorprendentes. Incluyen políticas monetaria y fiscal contractivas, liberalización de las restricciones que afectan a los mercados internos y al comercio internacional, y desregulaciones.

¿Cuál es el historial de esos préstamos? ¿Funcionan? Una respuesta es el reembolso. Antes de mediados de los ochenta, casi todos los préstamos se reembolsaron a tiempo. Sin embargo, desde 1985 a 1992, montantes crecientes, que superaban más del 10% de los préstamos pendientes, no se han devuelto a tiempo. Los reembolsos vencidos, pero impagados, disminuyeron al 5% de los préstamos vigentes en el año 2001.

¿Ayudan los préstamos a ajustar los pagos? La valoración de los efectos de los préstamos y

las condiciones de los mismos es difícil como precisar lo que habría ocurrido sin ellos. Sin embargo, los programas que acompañan a los préstamos del FMI parecen aumentar tradicionalmente las exportaciones del país, disminuir las importaciones y la reducción del déficit en la balanza de pagos, pero tales cambios suelen ser temporales. Muchos países parecen depender de forma crónica de los préstamos del FMI. Sesenta países han solicitado préstamos casi cada año desde que pidieron el primero a dicho organismo.

Las condiciones que exige que cumplan los gobiernos para conseguir un préstamo suelen ser impopulares en el interior del país. Los cambios en las políticas económicas son normalmente contractivos, como, por ejemplo, reducción en las tasas de nuevos préstamos por los bancos del país. Tales cambios tienden a reducir la inversión real y el crecimiento económico. En realidad, hay oposición a tales condiciones, y la mitad, o más, de los programas de

préstamo no se llevan a cabo porque los gobiernos no cumplen las condiciones exigidas, como ocurrió en Rusia en 1998 y en Argentina en 2001.

En los programas para los países asiáticos en crisis, la utilización de las condiciones se fue de las manos. El acuerdo con Indonesia tenía 140 condiciones, y el correspondiente a Filipinas, más de 100. Algunas de ellas exigían modificaciones en las estructuras económicas básicas e instituciones, como cambios en las normas laborales y en la forma de llevar los negocios. Los críticos consideraron que esas condiciones estructurales eran innecesarias para solucionar el desequilibrio externo. En el año 2001, el FMI se comprometió a centrar la condicionalidad a medidas esenciales para las necesidades del ajuste económico y para que fuera más fácil de comprobar su cumplimiento. El Fondo espera que este cambio suscite más apoyo de los gobiernos de los países prestatarios (y la ciudadanía) a sus exigencias.

Los gobiernos tenían unos presupuestos con superávit o con pequeños déficit; unas políticas monetarias estables mantenían baja la inflación, y las políticas comerciales estaban orientadas al exterior. La mayor parte de la deuda extranjera era propiedad de empresas privadas y no de los gobiernos.

Una mirada más atenta permitía detectar unos pocos problemas. En Tailandia y Corea del Sur, una gran parte de los préstamos extranjeros los habían solicitado los bancos y otras instituciones financieras. La supervisión y regulación por parte de la Administración era débil. Los bancos asumían un considerable riesgo de cambio al endeudarse en dólares y yenes y conceder préstamos en monedas locales. Y el auge de los préstamos llevó a conceder créditos a peticionarios con un mayor riesgo y a un número creciente de suspensiones de pagos. En Indonesia, gran parte de los préstamos extranjeros los habían tomado empresas privadas ajenas al sector financiero que aceptaban el riesgo de cambio directamente.

El saldo externo de los países también presentaba algunos problemas. El valor real del tipo de cambio de las monedas parecía estar algo sobrevalorado, y el crecimiento de las exportaciones se ralentizó a principios del 1996. Los déficit de la balanza de operaciones corrientes no eran cuantiosos, con la excepción de Tailandia. En este último país, el déficit aumentó hasta un 8 por 100 del PNB en 1996, aunque las fuertes entradas de capital proporcionaron financiación para los déficit.

La crisis golpeó primero a Tailandia. A principios de 1996, las expectativas de que las exportaciones disminuyeran llevó a grandes decrementos en los precios, nominados en moneda local de los activos inmobiliarios y mobiliarios. El valor del tipo de cambio del baht se vio sometido a presiones a la baja. A mediados de 1997,

las presiones se habían vuelto muy intensas. Los bancos y otras empresas locales, que habían pedido préstamos en dólares y yenes sin cubrirse, empezaron a vender baht a toda prisa para adquirir activos en divisas. El gobierno de Tailandia no podía seguir manteniendo la defensa del baht y dejó que se depreciase a principios de julio de 1997.

Durante el resto del año 1997, la crisis se extendió a otros países asiáticos, especialmente a Indonesia y Corea del Sur, pero también a Malasia y Filipinas, cuando los inversores extranjeros perdieron confianza en los bancos endeudados y en las bolsas de valores en esta zona, y cuando los prestatarios de estos países compitieron por vender moneda local para cubrirse contra el riesgo de cambios. La Figura 20.4 muestra la disminución de casi un 50 por 100 en el valor del tipo de cambio de las monedas de Tailandia, Indonesia, Corea, Malasia y Filipinas durante la segunda mitad de 1997. (La Figura también muestra que el valor del dólar de Singapur fue afectado en menor cuantía, y que el valor del dólar de Hong Kong, con una paridad fija respecto al dólar estadounidense mediante un comité monetario no fuera afectado en absoluto)

En respuesta, el FMI organizó grandes paquetes de salvamento con compromisos de prestar hasta 17.000, 42.000 y 58.000 millones de dólares estadounidenses a Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, respectivamente, si bien los préstamos realmente concedidos a tales países fueron de 13.000, 9.000 y 27.000, respectivamente. Como en el caso de México, los grandes paquetes de salvamento y los cambios en la política económica contuvieron la crisis, aunque no sin costes. Las depreciaciones de las monedas y la recesión condujeron a mejorar el saldo de la ba-

lanza de operaciones corrientes, en gran parte, debido a la reducción de las importaciones. Sin embargo, estos países también entraron en una grave recesión que duro varios años

La crisis rusa, 1998

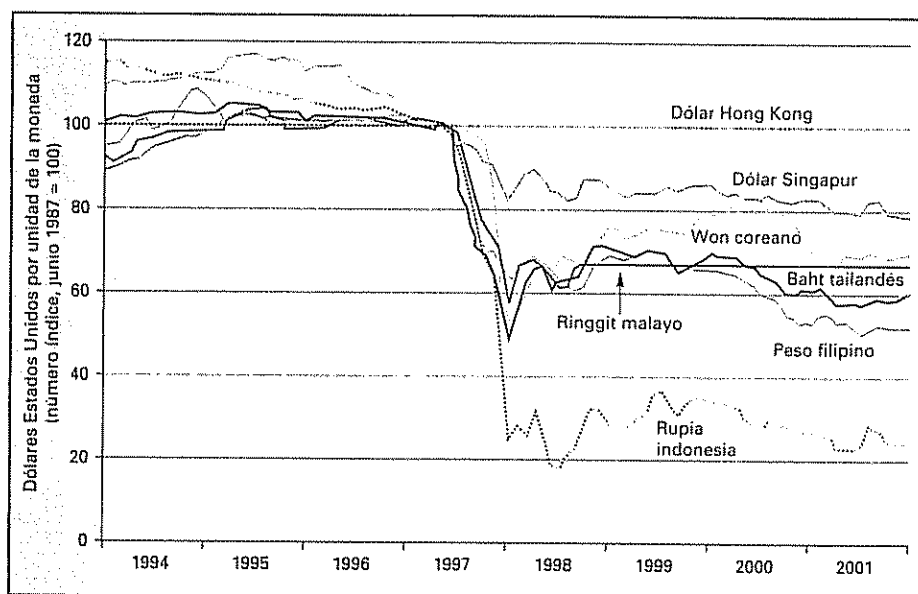
Rusia aguantó muy bien la crisis asiática de 1997, pero su posición fundamental subyacente era notablemente débil. Tenía un gran déficit presupuestario, y los préstamos gubernamentales condujeron a un rápido incremento en la deuda tanto con respecto a los prestamistas internos como a los externos. A mediados de 1998, los prestamistas se resistieron a comprar aún más deuda pública, y en julio de 1998 el FMI organizó un conjunto de préstamos por el cual la Administración rusa podía pedir prestado hasta 23.000 millones de dólares, y el FMI concedió el primer préstamo de 5.000 millones. Sin embargo, el gobierno ruso fracasó en impulsar cambios políticos que estaban incorporados como condiciones de los préstamos. El valor del tipo de cambio del rublo estuvo sometido a intensas presiones con la huida de capital llevada a cabo por los rusos ricos y que llevó a grandes ventas de rublos por divisas. Con un sustancial servicio de la deuda, debidas a la deuda gubernamental durante la segunda mitad de 1998, la confianza de los inversores disminuyó, con presiones bajistas sobre los precios de las acciones y bonos rusos.

En agosto de 1998, el gobierno ruso anunció drásticas medidas. El gobierno «reestructuró» unilateralmente su deuda nominada en rublos, destruyendo efectivamente la mayoría de su valor para los acreedores. Fijó una moratoria de 90 días sobre el pago de muchas obligaciones en divisas de bancos y otras empresas privadas, un movimiento dirigido a proteger a los bancos rusos. Y permitió que el rublo se depreciara pasando a un tipo de cambio flotante. Rusia solicitó aplazar el próximo pago de su préstamo con el FMI, pero este rehusó, porque el gobierno no había cumplido las condiciones de reformas fiscales.

Los prestamistas extranjeros sufrieron un *shock*. Habían supuesto que Rusia era demasiado importante como para fracasar y que el paquete de mediadas de ayuda del FMI proporcionaría a Rusia fondos para reembolsarlos. Volvieron a calcular el riesgo de la inversión en todos los mercados emergentes y buscaron rápidamente reducir sus inversiones. Las ventas masivas provocaron que el precio de los bonos y acciones se desplomaran, con una huida de capital general hacia inversiones de mayor calidad, como la de los bonos gubernamentales de los Estados Unidos. El cambio de rumbo de los préstamos de la banca internacional y la inversión en bonos y acciones en 1998 llevó a la primera disminución de los flujos netos financieros a largo plazo a los países en vías de desarrollo desde mediados de los ochenta (véase la Figura 20.2).

La crisis brasileña, 1999

Brasil estuvo entre los países golpeados duramente por las consecuencias de la crisis rusa. En noviembre de 1998, el FMI organizó un paquete de ayudas que permitió al gobierno brasileño pedir prestado hasta 41.000 millones de dólares para permitir que Brasil luchara contra las presiones que la empujaban a una crisis. Brasil tenía un gran déficit en la balanza de operaciones corrientes y el gobierno estaba defendiendo su tipo de cambio ajustable mediante la intervención y con unos elevados



Fuente: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*

Figura 20.4. Tipo de cambio, países asiáticos, 1994-2001

tipos de interés internos. Sin embargo, el gobierno fracasó en imponer las reformas fiscales exigidas por el préstamo del FMI, y las salidas de capital aumentaron.

En enero de 1999, el gobierno brasileño acabó con la vinculación de su tipo de cambio y el real se depreció. Sin embargo, esta situación no produjo una crisis total, porque los problemas no se extendieron al sistema bancario, que era sólido y bien regulado. En abril de 1999, Brasil y otros países en vías de desarrollo fueron capaces de emitir nueva deuda destinada a los inversores extranjeros. En general, los precios de mercado de los activos financieros de los mercados emergentes comenzaron a aumentar, aunque los flujos netos de capital a los países en vías de desarrollo siguieron siendo menores de lo que habían sido en 1997.

La crisis turca, 2001

La economía turca y sus políticas gubernamentales han sido problemáticas durante décadas, y ha estado pidiendo prestado continuamente al FMI desde 1958. En enero de 2000 Turquía entró en otro programa de préstamos de 8 000 millones de dólares del FMI y del Banco Mundial, y se comprometió a reducir su tasa de inflación (que había estado cerca del 100 por 100 durante cierto número de años), mejorar la regulación del sistema bancario y cerrar los bancos que habían suspendido pagos, privatizar las empresas propiedad del Estado, dejar de conceder subvenciones y reducir el déficit fiscal. Como parte de la lucha contra la inflación, Turquía adoptó un tipo de cambio devaluable periódicamente (vinculado a una cesta compuesta a través del euro y el dólar estadounidense).

El anuncio del nuevo programa atrajo grandes entradas de capital. Los bancos turcos fueron capaces de pedir prestadas divisas a bajos tipos de interés para invertir los fondos en bonos gubernamentales turcos con altos tipos de interés. El país creció rápidamente y la inflación disminuyó por debajo del 50 por 100, aunque el déficit fiscal permaneció alto y el déficit de la balanza de operaciones corrientes se amplió hasta el 5 por 100 del PNB. Noviembre trajo las primeras señales de nuevas dificultades, y los inversores extranjeros comenzaron a retirarse. El gobierno turco empleó una gran cuantía de sus reservas oficiales para defender el tipo de cambio. El mes de diciembre trajo nuevas presiones cuando varios importantes banqueros fueron arrestados. De la noche a la mañana, los tipos de interés aumentaron a una tasa anual de casi un 2 000 por 100 para detener las salidas de capital. Un nuevo programa del FMI prometió préstamos adicionales hasta 7 500 millones de dólares durante el siguiente año.

Después de un periodo de calma, las condiciones se deterioraron de nuevo en febrero del 2001 debido a los retrasos legislativos y luchas políticas entre el presidente y el primer ministro sobre las reformas. De la noche a la mañana, los tipos de interés fueron de nuevo de cuatro dígitos y el gobierno gastó una gran cuantía de sus reservas oficiales defendiendo el tipo de cambio. Entonces, el gobierno abandonó y la lira perdió un tercio de su valor en dos días. Los bancos turcos incurrieron en grandes pérdidas. Turquía entró, sin embargo, en otro programa del FMI en mayo del 2001.

La crisis de Argentina, 2001-2002

Como se describió en el primer capítulo, durante gran parte de los noventa a Argentina se la consideró la historia de un éxito. Dominó una hiperinflación, fijo el

peso con el dólar utilizando un Comité Monetario y creció rápidamente hasta 1998. Asimismo, fortaleció su sistema bancario y estableció una regulación y supervisión sólidas.

Pero, a principios del 1997, el peso experimentó una apreciación real, primero debido a la fortaleza del dólar respecto a otras monedas y, a continuación, porque la moneda del Brasil se depreció por una gran cuantía en 1999. Las perspectivas comerciales de Argentina se oscurecieron. Su situación fiscal había sido uno de sus puntos débiles desde el principio, y esta situación se deterioró más cuando la economía pasó a través de años de recesión a principios de 1998. La mayoría de la deuda pública estaba nominada en divisas y eran propiedad de prestamistas extranjeros y mantenedores de bonos.

A últimos del año 2000, Argentina alcanza un acuerdo para recibir un paquete de préstamos de hasta 40 000 millones de dólares, 14 000 de los cuales provenían del FMI. Sin embargo, las cosas no mejoraron y el gobierno argentino no cumplió con las obligaciones que formaban parte de las condiciones del programa del FMI de reducir el déficit fiscal. En septiembre el FMI hizo un desembolso inusualmente grande de 6 000 millones, pero fue el último. En respuesta, los depositantes corrieron a los bancos. Éstos se cerraron en noviembre, y cuando reabrieron, las retiradas de fondos fueron muy limitadas.

A principios del 2002, el gobierno abandonó el tipo de cambio fijo, y el peso perdió el 75 por 100 de su valor en los primeros seis meses del año. El gobierno también suspendió los pagos de su deuda. Además, la depreciación del peso causó amplias pérdidas a los bancos debido al mal emparejamiento de los activos con los pasivos en dólares y a los términos bajo los que el gobierno obligó la conversión de activos y pasivos en dólares a pesos. Varios bancos cerraron y la gente perdió la confianza en los bancos y en el gobierno. A mediados de 2002 Argentina estaba en una dura recesión.

Al principio parecía que el colapso tendría pocos efectos en otros países en vías de desarrollo, ya que se había previsto ampliamente. Pero después de unos pocos meses, los problemas de Argentina se extendieron a sus vecinos. Uruguay dependía de Argentina para el negocio turístico y bancario. El turismo se evaporó y las retiradas argentinas de las cuentas en Uruguay aumentaron. Después de que sus fondos de reserva oficiales cayeran en picado por defender un tipo de cambio devaluable periódicamente, el gobierno permitió la flotación de la moneda en junio; después de dos semanas, la moneda había caído al mitad. En agosto un préstamo de emergencia de los Estados Unidos permitió a Uruguay reabrir sus bancos, que habían sido cerrados durante cuatro días para detener una estampida de sus nerviosos depositarios.

Brasil también fue golpeado por las consecuencias de la crisis Argentina. En julio los inversores extranjeros retiraron sus inversiones en Brasil, y el valor del tipo de cambio del real cayó casi un 20 por 100. En agosto el FMI anunció un nuevo programa de préstamos de 30 000 millones de dólares y el real se estabilizó.

LAS CRISIS FINANCIERAS: QUE PUEDEN IR, Y VAN, MAL

Los préstamos internacionales a los países en vías de desarrollo aportan beneficios pero, como se acaba de ver en la historia de las últimas décadas, también traen cri-

sis financieras recurrentes. Se obtiene una mejor visión de estas últimas si se centra la atención en cinco fuerzas principales que pueden originar, y de hecho lo hacen, crisis financieras.

1. Oleadas de excesivos préstamos y deudas.
2. *Shocks* internacionales exógenos.
3. El riesgo de cambio.
4. Préstamos volubles internacionales a corto plazo.
5. Contagio global.

Oleadas de préstamos y deudas excesivas

El modelo de un préstamo que se comporta bien, representado en la Figura 20.1, supone que los prestamistas sólo prestan (y los prestatarios sólo piden) para proyectos de inversión que generan unos rendimientos en el futuro que pueden emplearse para atender la deuda. Esto no siempre es cierto. A finales de los setenta y de nuevo a mediados de los noventa, los prestamistas parecían que prestaban un volumen excesivo a algunos países.

La explicación clásica de estos préstamos (deudas) en exceso es que son la consecuencia de una política gubernamental excesivamente expansionista en el país prestatario. Esas políticas llevan a que el gobierno pida prestado para financiar déficit presupuestarios crecientes, y el gobierno debe garantizar también préstamos a los prestatarios privados para financiar los déficit al alza en la balanza de operaciones corrientes. Los préstamos a los gobiernos nacionales, como el efectuado al gobierno mexicano a finales de los setenta y los ochenta, o al gobierno argentino en los noventa, parecían tener un bajo riesgo, pero no era así. Cuando el gobierno se dio cuenta de que se había endeudado mucho, encontró un incentivo para presentar una suspensión de pagos, por lo que surge la crisis financiera (la Extensión «El caso especial de la deuda soberana» analiza las suspensiones gubernamentales de pagos con más detalle).

La crisis asiática (y en menor cuantía la crisis mexicana de 1994-1995) presentó una nueva forma de préstamos y deudas en exceso: demasiados préstamos a prestatarios privados en vez de a los gobiernos nacionales. En los noventa, los préstamos a los bancos en países asiáticos parecían tener pocos riesgos, porque los gobiernos de tales países garantizaban que se repararían los créditos. Grandes entradas de capital llevaron a facilitar los créditos internos y, en pleno auge de préstamos, algunos fueron al consumo, de modo que no se invertía para generar rendimientos futuros³. Otros créditos van a inversiones de baja calidad, proyectos que ofrecen unos rendimientos bajos o son demasiado arriesgados (con muchas probabilidades de que no rindan ningún beneficio). En términos más generales, las entradas de capital y el auge de los préstamos tienden a hinchar los precios de las acciones y de los activos reales. Durante algún tiempo, parece que las entradas de capital están obteniendo unos rendimientos elevados, hasta que la burbuja de precios explosiva.

³ Pedir prestado para consumir hoy puede ser razonable si forma parte de una estrategia para reparar el consumo del país en el tiempo. Tiene sentido si la renta del país va a ser mayor en el futuro, de tal modo que parte de la misma pueda emplearse en devolver el préstamo. Pero aceptar préstamos para el consumo actual es también arriesgado, porque no está añadiendo nada a la renta potencial del futuro.

Una vez que los prestamistas extranjeros notan que se ha prestado demasiado, cada uno tiene un incentivo para dejar de hacerlo y tratar de que se le devuelva lo prestado antes de que el dinero disponible se agote. Todos no pueden conseguirlo rápidamente y estalla una crisis financiera. Estos préstamos y/o deudas excesivas que pueden llevar a una crisis financiera se denominan algunas veces **exceso de deuda**, cantidad por la cual las obligaciones de la deuda exceden el valor presente de los desembolsos que se dirigirán al servicio de la deuda.

Shocks internacionales exógenos

Cuando un *shock* internacional exógeno incide en una economía, los prestamistas y prestatarios internacionales deben volver a calcular la capacidad del prestatario para cumplir su obligación de servir a la deuda. Por ejemplo, una disminución en las ganancias provenientes de las exportaciones, quizás debido a una disminución en el precio mundial de la principal mercancía exportada por el país, puede dificultar la amortización de la deuda y, por tanto, aumenta la probabilidad de una suspensión de pagos.

Las experiencias de principios de los ochenta y mediados de los noventa indican que una modificación en el tipo de interés real de los Estados Unidos es el principal *shock* exógeno. Los nuevos flujos financieros a los países en vías de desarrollo disminuyen conforme disminuyen los proyectos que satisfacen las exigencias de una mayor rentabilidad. Además, proyectos que previamente habían encontrado financiación pueden no ser suficientemente beneficiosos, lo que dificultaría la devolución de los préstamos bancarios y disminuiría los precios de las acciones y bonos en los países en vías de desarrollo. Los inversores extranjeros pueden estar descontentos con sus inversiones y tratar de liquidarlas antes de que su valor disminuya más. El cambio abrupto de los flujos puede acabar en una crisis si los prestatarios no pueden ajustarse lo suficientemente rápido.

El riesgo de cambio

Algunas veces, la naturaleza de la deuda puede ayudar a entender la crisis financieras. En las crisis mexicana, asiática y turca los prestatarios privados asumieron grandes volúmenes de deudas nominadas en divisas, mientras que adquirían activos valorados en moneda local. Los prestatarios tomaron unas posiciones expuestas a riesgos de cambio, ya que esperaban (¿confiaban?) que el gobierno continuaría defendiendo el tipo de cambio fijo o lo controlara fuertemente. Una gran parte de esos préstamos extranjeros descubiertos eran del tipo de lo que «soporta el comercio», por el que las instituciones financieras piden prestados dólares o yenes a un tipo de interés reducido, cambian el dinero a la moneda local y lo prestan en el país deudor a un tipo de interés mayor. Es una actividad muy rentable siempre que el valor del tipo de cambio de la moneda local sea estable (de tal modo que pueda volverse a cambiar en dólares o yenes al mismo tipo de cambio en el futuro, para devolver los préstamos extranjeros).

Cuando la probabilidad de una devaluación o depreciación comienza a ser alta, los prestatarios intentan cubrir sus posiciones expuestas vendiendo moneda local, pero esto ocasiona una presión adicional a la defensa del tipo de cambio por parte del gobierno. Si éste abandona el tipo de cambio por parte del gobierno fijo, los

Extensión El caso especial de la deuda soberana

La mayoría de la deuda de los países en vías de desarrollo es deuda soberana, deuda del gobierno del país o deuda de prestatarios privados que se garantiza por el gobierno. Según la información de la Figura 20.3, la deuda soberana representaba el 94 por 100 de la deuda a largo plazo en 1990, y todavía era del 74 por 100 en el 2000, a pesar de la creciente importancia de las inversiones en títulos de empresas privadas.

Los prestatarios que tienen soberanía son diferentes. No se les puede obligar legalmente a pagar si no desean hacerlo. Los acreedores no pueden demandarlos en un tribunal o apoderarse de sus activos. Por supuesto, ha habido ocasiones en el pasado en que los acreedores podían obligar a que se les reembolsara: Gran Bretaña y Francia pudieron encargarse de la recaudación de impuestos en Egipto, en la última mitad del siglo XIX, después de que Egipto no fuera capaz de pagar a los acreedores británicos y franceses; los acreedores fueron respaldados por cañoneras cuando, a principios del siglo XX, demandaron a Venezuela que les reembolsase una deuda. Pero los días de las cañoneras han pasado. Si Malasia no hace frente a los pagos de sus deudas, Estados Unidos y otros países prestamistas no pueden enviar cañoneras a Malasia. Ni pueden enviar matones para que den una paliza al ministro de Finanzas.

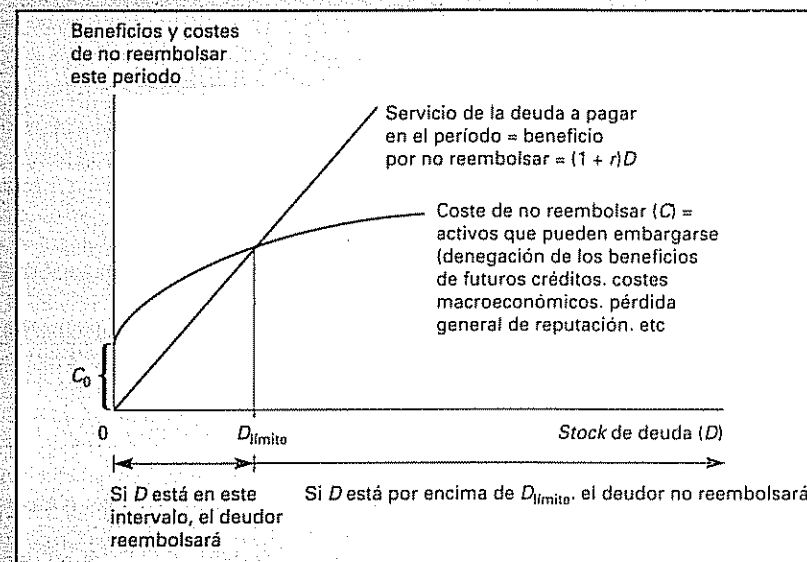
Si a los deudores soberanos no se les puede obligar a que paguen, ¿por qué hacerlo? La respuesta habitual, que considera que los deudores pagarán a tiempo para proteger su solvencia futura, sorprendentemente resulta ser falsa, al menos en su formulación. Si los nuevos créditos siguen creciendo lo suficientemente rápido, el país deudor puede afrontar el pago de la amortización de una deuda siempre creciente. Pero esto no es ninguna solución si el deudor, realmente, nunca reembolsa la cuantía total. Si los prestamistas se cansan de «reembolsarse a sí mismos» y se niegan a seguir prestando, el deudor entonces hace suspensión de pagos.

Dejando aparte la solvencia, ¿qué podría perder un deudor soberano que presenta una suspensión de pagos? Hay modos de crear garantías internacionales embargables, aunque no sean unas perfectas contrapartidas de las garantías reconocidas por las leyes nacionales. Si un país deudor tiene inversiones reales en los bancos y empresas del país acreedor, debería preocuparse por que no fueran embargados en represalia, como cuando Estados Unidos con-

geló activos iraníes en respuesta a la crisis de rehenes en Teherán en 1979-1981 y varios países congelaron también los activos iraquíes cuando Irak invadió Kuwait en 1990. En la práctica, sin embargo, el mecanismo internacional de garantías no está puesto a punto. El valor de tales activos no es necesariamente semejante a la cuantía de la posible suspensión de pagos del país deudor y puede ser legalmente difícil para los acreedores apoderarse de ellos.

Hay otras dos posibles fuentes de pérdidas para el país deudor de una suspensión de pagos. En primer lugar, el país puede experimentar costes macroeconómicos. Se ha visto que las suspensiones de pagos están ligadas a las crisis financieras que perturban el sistema financiero nacional y la economía interna. La economía, normalmente, entra en una grave recesión que supone un gran coste para el país. Además, el país deudor puede perder potencialidad para exportar e importar si pierde acceso a la financiación del comercio o si se imponen nuevas barreras a su comercio por los países acreedores. Segundo, el país puede experimentar una pérdida total de reputación, que conlleva la disipación de otros beneficios. Por ejemplo, las empresas multinacionales pueden considerar la suspensión de pagos como una señal de un mayor riesgo del país. Si las multinacionales no invierten, o se retiran del país, se pierden los beneficios indirectos de la tecnología, dirección, prácticas, formación de trabajadores y recursos de mercadotecnia que la multinacional aportaba al país.

Estas pérdidas adicionales crean un auténtico problema de coste-beneficio para el deudor soberano que esté considerando una suspensión de pagos. Y la respuesta al mismo indica los límites, que dicta la prudencia, a los préstamos concedidos a un deudor soberano. Las fuerzas principales se resumen en el gráfico que acompaña a estas líneas. Para simplificar, examinemos el caso en que el deudor debe la totalidad de la deuda y los intereses al final del período, igual al *stock* de la deuda (D) más el interés debido sobre la deuda (rD). El deudor está considerando no pagar, de modo que la línea recta $(1+r)D$ muestra los beneficios derivados de no pagar, reembolsar. Los costes para el deudor (C) de hacer esto también dependen del *stock* de deuda, pero sólo hasta cierto punto. Hay un coste fijo (C_0) referido al hecho de no pagar, con independencia de la cantidad que se adeuda. Este coste adopta la forma de una reducción de la solvencia, unos costes ma-



croeconómicos o alguna pérdida de la reputación. Más allá de C_0 , el coste de no pagar aumenta probablemente con la cuantía de deuda no saldada, aunque este coste no aumenta tan rápido como *stock* de la propia deuda. Pérdidas de acceso a préstamos futuros, embargos de activos, costes macroeconómicos y una pérdida más seria de reputación son, probablemente, mayores si lo que se deja de pagar es, asimismo, mayor, pero las pérdidas están limitadas. Una suspensión de pagos de mayor cuantía no conlleva una sanción mucho mayor.

El hecho de que el coste de no pagar aumente más despacio con la deuda adicional que el beneficio de no reembolsar, significa que el deudor soberano reembolsará con exactitud la deuda siempre que la deuda no sea muy grande. Sin embargo, más allá de algún umbral (D_{limite}), la disposición a reembolsar desaparece. Los préstamos correctos son los que ocurren a la izquierda del umbral, porque los costes de no reembolsar exceden la cuantía de la amortización de la deuda que podría haberse evitado.

Una suspensión de pagos puede ocurrir por diversas razones. En primer lugar, el deudor debe acumular más deuda que D_{limite} . Existe el exceso de préstamos y endeudamiento discutidos en el texto. Se deduce una sutil considera-

ción a partir de este análisis. El deudor soberano puede decidir que no es conveniente reembolsar aun cuando pueda hacerlo. Segundo, un aumento en el tipo de interés real aumenta los beneficios de no reembolsar. Esto implica una rotación hacia arriba de la línea de beneficios $(1+r)D$ en el gráfico. Si la deuda soberana es exactamente igual a D_{limite} antes del aumento en el tipo de interés, ahora está por encima de la nueva D_{limite} para el tipo de interés mayor. El país tiene un incentivo para suspender pagos. Esto es un ejemplo de cómo un *shock* exógeno, analizado en el texto, se aplica al caso concreto de la deuda soberana.

¿Deben los prestamistas conceder nuevos préstamos si el deudor anuncia que no «puede» reembolsar si no obtiene nuevos préstamos que cubran la amortización de la deuda? El gráfico sugiere una respuesta negativa. El anuncio del deudor significa que el *stock* de deuda está ya por encima del umbral seguro ($D > D_{\text{limite}}$). Conceder más préstamos para cubrir los pagos de intereses nos moverá más a la derecha (D aumenta). La brecha entre los beneficios de los deudores y los costes de no reembolsar aumenta más. A menos que alguna otra cosa cambie, se producirá la suspensión de pagos.

prestarios sufrirán pérdidas en la medida en que su posición todavía siga siendo descubierta. Esas pérdidas pueden hacer más difícil la amortización de la deuda con el exterior. Los prestamistas extranjeros pueden reducir sus nuevos préstamos y tratar de que se les devuelvan los concedidos rápidamente, trayendo una crisis financiera.

Préstamos versátiles internacionales a corto plazo

Otra clase de deuda puede ayudar a entender las crisis financieras. La deuda a corto plazo, deuda que debe liquidarse pronto, puede originar un grave problema ya que los prestamistas extranjeros pueden negarse a financiarla de nuevo. La incapacidad del gobierno mexicano para refinanciar la gran cantidad de los tesobonos a corto plazo que estaban próximos a su vencimiento fue una de las principales causas de la crisis mexicana de 1994-1995. En la crisis asiática, la gran cantidad de préstamos a corto plazo que vencían de los bancos crearon un dilema político a los gobiernos de esos países. Podían aumentar los tipos de interés para atraer una financiación extranjera continua, pero esto debilitaría a los prestatarios locales y perjudicaría la devolución de los préstamos de los bancos. En vez de eso, los gobiernos podían garantizar, o asumir, los préstamos extranjeros a los bancos basándose en la necesidad de impedir que estos suspendieran pagos. Pero los gobiernos por sí solos no tenían las divisas suficientes para amortizar las deudas, de tal modo que plantearon que se arriesgaran a desencadenar una crisis financiera ellos mismos en caso de que los prestamistas extranjeros exigieran que se les pagase.

La deuda a corto plazo es arriesgada para el país deudor porque los prestamistas internacionales pueden cambiar rápidamente de un equilibrio a otro basándose en sus opiniones sobre las perspectivas de un país. En un equilibrio, los prestamistas refinancian la deuda a corto plazo y esto puede continuar en el futuro. Pero un desplazamiento rápido a otro equilibrio es también posible cuando los prestamistas exigen el reembolso. Si el país deudor no puede efectuar rápidamente la liquidación, sucederá una crisis financiera.

Contagio global

Las cuatro fuerzas ya analizadas, excesivos préstamos y deudas, *shocks* exógenos, riesgo de cambio y préstamos a corto plazo, nos dan una visión de por qué podría golpear a un país una crisis financiera. Pero las crisis financieras, desde el año 1980, fueron más que lo que se ha mencionado. Cuando una crisis incide en un país, normalmente se difunde y afecta a muchos otros países. Parece que alguna clase de **contagio global** entra en escena. Algún contagio es el resultado de unos vínculos comerciales estrechos entre los países afectados; de modo que una crisis en un país, Argentina, tiene unos efectos inducidos en otro, como Uruguay.

El contagio puede ser una sobre-reacción de los prestamistas extranjeros cuando comienzan a luchar buscando una salida. Puede darse un comportamiento gregario. Los prestatarios no suelen proporcionar una información total a los prestamistas. Los elevados costes de conseguir una apropiada información por sí mismos puede llevar a algunos prestamistas a imitar a otros que tengan mejor información sobre los prestatarios, o el miedo a que otros países deudores tengan similares problemas a los del país en crisis, aunque no haya evidencia de que eso sea cierto.

El contagio también puede fundamentarse en el reconocimiento de que los problemas actuales en otros países son similares a los del país con la crisis inicial. La crisis financiera en un país puede servir para caer en la cuenta de que otros países tienen realmente problemas similares. La crisis en México condujo a un efecto tequila más grave en aquellos países que tenían problemas similares a los de ese país; monedas que habían experimentado apreciaciones reales, sistemas bancarios débiles y auges en los préstamos internos, así como unos fondos de reserva internacional relativamente bajos. En Asia, la crisis de Tailandia condujo al reconocimiento de que Indonesia y Corea del Sur tenían problemas similares, como un sector bancario débil, una calidad decreciente en la formación de capital interno y una disminución en el ritmo del crecimiento de las exportaciones con un régimen de tipos de cambio fijos que no podrían defenderse durante mucho tiempo.

El análisis sugiere que las diferentes formas de contagio pueden ser importantes y suceden al mismo tiempo en muchas crisis. La reacción inicial a la crisis en un país suele ser puro contagio, como cuando los prestamistas internacionales retiran prácticamente la totalidad de las inversiones en los países en vías de desarrollo. Los prestamistas analizan a los demás países con más detalle y reanudan los préstamos con aquellos países que no parece que tengan problemas. Pero la crisis financiera se difunde a aquellos países que parecen tener problemas similares. Aunque la propagación de la crisis tenga su causa en el reconocimiento de los problemas reales, todavía hay una clase de efecto contagio. Sin la existencia de una crisis en el primer país, los demás países probablemente habrían evitado sus propias crisis.

RESOLUCIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS

Una crisis financiera tiene unas serias consecuencias negativas para el país prestatario y su economía. Cuando han desaparecido los nuevos préstamos al país, la economía entra en una recesión. Asimismo, una crisis financiera en un país puede amenazar las economías de otros países y el sistema financiero global mediante el efecto contagio que reducen los flujos de capital a otros prestatarios y puede originar en algunos sus propias crisis. En las crisis ocurridas en pasadas décadas, las dos clases de esfuerzos internacionales más importantes para resolver las crisis financieras fueron los paquetes de medidas urgentes, o de rescate, y la reestructuración de la deuda. Consideremos cada una de ellas, cómo funcionan y las preguntas que surgen sobre tales esfuerzos.

Paquetes de rescate

Cuando una crisis financiera golpea a un país, su gobierno busca normalmente un **paquete de rescate** de préstamos garantizados para terminar con la crisis.

Como se señaló en el análisis de la historia de los préstamos a los países en vías de desarrollo, el tamaño de tales paquetes ha sido grande desde mediados de los noventa, por ejemplo, 17 000 millones de dólares para Tailandia y 58 000 millones para Corea del Sur. Los prestamistas incluían el FMI, el Banco Mundial y algunos gobiernos nacionales.

Un paquete de medidas urgentes puede servir para varios propósitos. En primer lugar, los préstamos incluidos en el paquete compensan la falta de préstamos pri-

vados durante la crisis. El dinero permite al país satisfacer sus necesidades de divisas proporcionándole algo de financiación para nuevas inversiones internas, y amortiguar la disminución de la demanda agregada y la producción nacional. Segundo, el paquete puede restaurar la confianza de los inversores al reponer las tenencias de reservas oficiales y señalar el apoyo internacional oficial al país y a su gobierno. Esto puede detener las salidas de capital, aunque no se concedan inmediatamente nuevos préstamos privados al país. Tercero, el FMI y otros prestamistas oficiales del paquete de rescate esperan que éste limite los efectos de contagio que pudieran difundir la crisis a otros países. Como líder en la mayoría de estos esfuerzos, el FMI está organizando una red internacional de seguridad, de forma similar a los esfuerzos de ámbito nacional (como asegurar los depósitos y descuentos en los préstamos), para impedir que los problemas en un banco se difundan a otros. Cuarto, el FMI impone condiciones para conceder el préstamo y exigen al gobierno del país en crisis que efectúe cambios políticos que aceleren el final de la crisis financiera. Estas reformas políticas son, normalmente, una política monetaria y fiscal contractivas y pueden comprender otras reformas estructurales, como la liberalización de las restricciones en el comercio internacional o mejorar la regulación del sistema bancario (una cuestión que se volverá a considerar en la sección final de este capítulo).

Una cuestión básica acerca de los paquetes de medidas urgentes es su grado de efectividad real. El paquete de rescate para México en 1995 pareció ayudar en buena medida a ese país a resolver su crisis financiera. El correspondiente a los países asiáticos en 1997 tuvo un éxito más moderado. Las economías entraron en unas recesiones sorprendentemente largas y profundas y el valor del tipo de cambio de sus monedas disminuyó antes de estabilizarse. Rusia no vale como prueba, pues no pudo soportar las condiciones del FMI y el paquete nunca se materializó. El de Brasil no impidió que cayese la moneda, probablemente debido a que el gobierno de ese país no puso en marcha las reformas fiscales que había prometido. Pero el paquete pareció de utilidad al atajar una crisis financiera total. El paquete a Turquía pareció tener éxito, de nuevo, en impedir básicamente el contagio. El dirigido a Argentina no consiguió evitar la crisis, pero también se retiró antes de que ésta surgiese debido a que el gobierno argentino no cumplió las condiciones del FMI.

La otra cuestión importante sobre los paquetes de medidas urgentes es si contribuyen a aumentar la probabilidad de una crisis financiera debido a que incentivan los préstamos y las deudas excesivas. Un gran paquete de rescate proporciona un paracaídas a los prestamistas y prestatarios cuando golpea la crisis. Pero si tanto unos como los otros creen que están «asegurados» por éste, se preocuparán menos de los riesgos de una crisis financiera. Esto les llevará a prestar y endeudarse más de lo que es prudente, un ejemplo de **azar moral** por el que el acto de tener un seguro lleva a que el asegurado sea menos cuidadoso, debido a que el seguro le ofrece compensaciones si se producen eventos desgraciados. Dados los costes en que incurren los prestatarios cuando golpea la crisis, no da la impresión de que el azar moral vaya a ser para ellos demasiado grande. Todavía pierden mucho, incluso con un paquete de rescate.

Los paquetes de medidas urgentes pueden crear azar moral para los prestamistas. En la crisis de México de 1994-1995, se utilizaron para pagar a los inversores extranjeros, un reembolso total a los tenedores de *tesobonos*. La ausencia de gran-

des pérdidas en los acreedores así salvados fomentó que se dieran excesivos préstamos internacionales durante 1996-1997, porque los prestamistas se preocuparon demasiado poco por el riesgo de los préstamos.

En la crisis asiática, a los prestamistas a bancos de los países en crisis se les reembolsó, en general, la totalidad de lo prestado utilizando dinero de los paquetes de rescate. Sin embargo, el ámbito del azar moral tiene sus límites. Los inversores extranjeros en bonos privados y acciones sufrieron grandes pérdidas en los préstamos efectuados a prestatarios privados no financieros.

El fracaso del paquete de rescate para Rusia implicó unas grandes pérdidas para todos los acreedores extranjeros. Muchos prestamistas confiaban en un rescate que limitara su riesgo (el azar moral en funcionamiento), lo que hizo que se quedaran bastante sorprendidos. La precaución al prestar a los países en vías de desarrollo después de la crisis de Rusia es, en parte, resultado probable de la reconsideración de los riesgos de ese préstamo. El mensaje se reforzó cuando Argentina hizo suspensión de pagos en el 2002 sin que apareciese ninguno que pagase la fianza. El azar moral ha disminuido porque los prestamistas se han dado cuenta de que los paquetes de rescate no aseguran ningún rescate.

La reestructuración de la deuda

La reestructuración de la deuda alcanza a dos clases de modificaciones en los términos de la deuda:

- *Cambios en el calendario* sobre cuándo deben hacerse los pagos, retrasando las fechas de los reembolsos. La cuantía de la deuda es efectivamente la misma, pero el prestatario tiene más tiempo para liquidarla.
- *Reducción de la deuda* mediante la disminución de la *cuantía* de la misma.

Cuando una crisis financiera incide en un país debido a que éste tiene más deuda de lo que está dispuesto a amortizar, la solución de la crisis suele pasar por una reestructuración de la deuda. Concediendo más tiempo para amortizar la deuda o reduciéndola, el país deudor dispone de una mejor posibilidad de conseguir una corriente de pagos, presentes y futuros, más manejables para amortizar la misma. Una cuestión clave es el proceso de alcanzar el acuerdo de reestructuración entre los acreedores y deudores. Surge así un problema *free-rider*. Cada acreedor individual tiene un incentivo para aguantar sin modificar su acuerdo de préstamo, esperando que los demás reestructuren previamente los suyos, de tal forma que el *free-rider* recibe su reembolso rápidamente, mientras que los demás acreedores que han acordado la reestructuración deben esperar más tiempo o conseguir menos. Pero si el problema del *free-rider* impide alcanzar un acuerdo de reestructuración, entonces todos los acreedores probablemente perderán cuando no se resuelva la crisis.

La crisis de la deuda de 1982 se alargó en los ochenta debido, en parte, a que no había ninguna estructura para subsanar el problema de coordinación entre los cientos de bancos que habían prestado a los países en crisis. Además del problema del *free-rider*, las cláusulas legales en muchos acuerdos sindicados de préstamos limitaban la reestructuración de la deuda. Como se vio anteriormente, el Plan Brady de 1989 estableció finalmente un proceso para reestructurar la deuda. Ofreció un menú de alternativas a los bancos acreedores, así como cierta coacción cuando era preciso, para que obviarán los problemas *free-rider*. En un acuerdo clásico del Plan

Brady, a cada banco acreedor se le ofrecía elegir entre una reducción parcial de la deuda y continuar con su acuerdo de préstamo junto con nuevos créditos al país en crisis. La reducción de la deuda ocurría cuando el banco cambiaba sus préstamos bancarios por una cantidad menor de nuevos bonos que estaban respaldados por garantías (normalmente, bonos del Estado estadounidenses). El país deudor pudo establecer una garantía subsidiaria pidiendo prestado parte del valor de la deuda al FMI y al Banco Mundial (Como es habitual, el FMI también impuso condiciones de cambios políticos en el país acompañando al préstamo). Los acuerdos Brady permitieron reducir la deuda de 18 países en crisis en 65 000 millones de dólares, aproximadamente un tercio de la deuda total. Cuando los pactos Brady resolvieron las crisis persistentes, se reanudaron los préstamos internacionales a esos países.

Durante las crisis de los noventa, la reestructuración de la deuda bancaria se efectuó sin complicaciones. El número limitado de deudores y acreedores facilitó las negociaciones. La cuestión esencial que surgió en los noventa fue la gran dificultad de reestructurar los bonos, ya que suele haber cientos o miles de propietarios. Los términos legales del bono internacional típico requieren que todos aquellos que los posean estén de acuerdo en las condiciones de la reestructuración. Y un pequeño número de los poseedores pueden presentar una demanda para obligar a un reembolso total inmediato si el emisor deja de pagar cualquier reembolso. Desde finales de los noventa, ha habido reestructuraciones en unos pocos países, entre otros Pakistán, Ucrania y Ecuador. En 1999, Ecuador suspendió los pagos de sus bonos Brady. Aunque sus poseedores se resistieron, finalmente aceptaron nuevos bonos que valían menos que el valor nominal de los bonos viejos, pero más que el valor del mercado de éstos.

Dada la creciente importancia de los bonos en los flujos financieros a los países en vías de desarrollo, existen ciertas sugerencias para revisar las condiciones de éstos, como exigir la mayoría de votos para reestructurar, compartir equitativamente cualquier pago parcial y limitar la capacidad de algunos poseedores de bonos para obligar a un reembolso total inmediato, o emprender otras acciones legales respecto a los bonos. Pero estas sugerencias no se han adoptado todavía, por lo que la reestructuración de los bonos sigue siendo muy difícil.

REDUCCIÓN DE LA FRECUENCIA DE LAS CRISIS FINANCIERAS

Las crisis financieras originan grandes pérdidas a los prestamistas internacionales por las suspensiones de pagos, la reestructuración de la deuda y la disminución de los precios de mercado de los bonos, acciones y préstamos que se comercian en los mercados secundarios. Las crisis financieras también imponen grandes costes a los países prestatarios por las restricciones súbitas al acceso en el mercado de préstamos y los costes macroeconómicos de las recesiones, así como el crecimiento económico más lento que, normalmente, acompaña a las crisis. Así como tenemos medios para tratar de resolver las crisis una vez que éstas suceden, sería una gran cosa encontrar medios para impedir que aparezcan las crisis financieras o, al menos, para reducir su frecuencia.

No hay escasez de propuestas para mejorar la «arquitectura financiera internacional». Cuatro opciones de reforma disfrutaron de un amplio apoyo. Primero, los países en vías de desarrollo deberían perseguir sólidas políticas macroeconómicas para evitar crear las condiciones en que el exceso de préstamos o la pérdida de confianza

en la capacidad del gobierno puedan conducir a la crisis. Segundo, los países deberían mejorar los datos que publican y proporcionar suficientes detalles sobre la deuda total y sus peculiaridades, así como sobre los fondos de reserva internacionales, y hacerlos públicos inmediatamente. La creencia general es que con mejores datos los prestamistas adoptarán decisiones más informadas en cuanto los préstamos e inversiones, lo que reducirá la probabilidad de los excesos de préstamos así como el riesgo de un puro contagio contra la deuda de los mercados emergentes. Mientras que la solicitud de una mayor información no es objeto de controversia, también tiene sus límites. Los gobiernos de los países en vías de desarrollo tienen un incentivo para proporcionar datos engañosos, o incompletos, precisamente en los momentos en que los prestamistas necesitan un mayor volumen de información adecuada. Tercero, los gobiernos de los países en vías de desarrollo deben evitar endeudarse a corto plazo en divisas, para evitar unas crisis que comienzan cuando los prestamistas extranjeros exigen repentinamente el reembolso. En la próxima parte de esta sección se considerará con más detalle la cuarta propuesta, que dispone de un soporte generalizado: una mejor regulación y la supervisión de los bancos en los países en vías de desarrollo.

Otras propuestas de reforma son más controvertidas, e incluso, en algunos casos, propuestas que compiten seriamente parecen tomar en direcciones opuestas. Una propuesta es que los países en vías de desarrollo acaben con sus esfuerzos por fijar, o dirigir fuertemente, el valor del tipo de cambio de sus monedas. Entre otros beneficios posibles, el hecho de pasar a unos tipos de cambio más flexibles hace palpable la existencia de riesgo de cambios, de tal forma que resulta menos probable que los prestatarios privados mantengan grandes deudas descubiertas en divisas. Pero una propuesta competitiva es que estos países adopten un tipo de cambio casi permanentemente fijo, con una mayor utilización de los Comités Monetarios y de la dolarización. Tales acuerdos podrían disciplinar las políticas macroeconómicas haciéndolas más sólidas. En otro conjunto de propuestas competitivas, una propugna que el FMI reciba más recursos para así poder establecer grandes líneas de crédito para los países en vías de desarrollo con políticas económicas sólidas. Así, estos países podrían utilizar este respaldo para rechazar cualquier ataque financiero. La otra es la abolición del FMI o, al menos, que sus actividades de rescate se limiten fuertemente, porque crean un considerable azar moral con sus préstamos. Al incentivar los préstamos excesivos, hace que sean más probables las crisis⁴.

Después de analizar las propuestas para una mejor regulación bancaria, que no es controvertida, se acabará este capítulo con la exposición de una propuesta que sí lo es: ampliar el uso de los controles de capital para limitar los préstamos.

La regulación y supervisión bancaria

Se considera que los bancos desempeñan un papel especial en la economía. Son el núcleo del sistema de pagos y facilitan las transacciones económicas. Adquieren

⁴ Es un ejemplo el teorema de Jeffrey Frankel: Por cada crítica al FMI, existe una crítica igual y opuesta, proveniente de otra dirección. Para un resumen de los puntos de vista de Joseph Stiglitz, un crítico declarado del FMI, véase el Caso de estudio «El poderoso José encuentra la increíble fuerza monetaria».

Caso de estudio El poderoso Jose encuentra la increíble fuerza monetaria

El ganador del Premio Nobel Joseph Stiglitz tenía un asiento de primera fila para observar al FMI durante la resolución de las crisis y la puesta en práctica de los esfuerzos de rescate en los noventa. Previamente fue el presidente de la junta de consejeros económicos del presidente Bill Clinton y, a continuación, el economista jefe del Banco Mundial, la organización para promover el desarrollo también constituida por el acuerdo de Bretton Woods. No estaba contento con lo que veía y saltó al ring con conferencias, artículos y un libro, *El malestar en la globalización* (2002).

PODEROSO JOSÉ

Stiglitz comparte el punto de vista de Keynes de que debería ser el FMI (recuerde la mención a Keynes y White en Bretton Woods en el Capítulo 19). Stiglitz considera que el propósito de los préstamos del FMI es financiar déficit temporales sin obligar a un país a adoptar políticas excesivamente contractivas. Este objetivo es importante, porque el sistema global dirige la mayor parte de su presión sobre los países en déficit para que ajusten su balanza de pagos. Se debe resistir a la tendencia de resolver problemas causando recesiones. Stiglitz, desde su posición ventajosa, le da al FMI una baja calificación por sus políticas en Asia durante 1997 y 1998: «Una vez que un país estaba en crisis, los fondos y programas del FMI no sólo fracasaban en estabilizar la situación, sino que, en muchas ocasiones, realmente empeoraban las cosas, especialmente para los pobres» (pág. 15).

Stiglitz afirma que el FMI utiliza las mismas recetas macroeconómicas y soluciones para todas las crisis, sin considerar las condiciones reales de los países a los que se aplica. Exige a los países deudores que restrinjan sus políticas fiscales y monetarias; tienen que utilizarse unos tipos de interés altos para detener la disminución del valor del tipo de cambio de las monedas. Con los países ya encaminados hacia una recesión y debido a los efectos adversos de la propia crisis, las políticas restrictivas hacen que la recesión sea más profunda y larga. Las quiebras bancarias de los negocios pequeños y medianos aumentan alarmantemente.

Stiglitz afirma que habría sido mucho mejor dejar que disminuyeran los tipos de cambio tanto como fuese necesario. Finalmente, los tipos de cambio se estabilizarían y, presumiblemente, se recuperarían después de la sobre-reacción. Cuestiona si los préstamos del FMI se centran demasiado en reembolsar a los acreedo-

res extranjeros y no lo suficiente en los resultados económicos del país prestatario y en su población.

Observa que Malasia rehusó solicitar un programa del FMI y, finalmente, promulgó unas políticas contrarias a las que el FMI estaba recomendando. Malasia impuso controles de capital para limitar que los inversores sacaran sus fondos fuera del país, con lo que restableció el tipo de cambio fijo entre el ringgit y el dólar, manteniendo los tipos de interés bajos. La recesión de Malasia fue más corta y más superficial.

Asimismo, cuestiona las condiciones estructurales incluidas en el acuerdo de préstamo. Parecen ser innecesarias para afrontar la crisis y socavan la soberanía nacional. Por ejemplo, ¿qué necesidad había de exigir a Corea del Sur que modificara su estructura de gobierno y adoptara otra con un banco central independiente, con la finalidad de conseguir la estabilidad de precios? ¿O la exigencia de que se acelerasen algunas liberalizaciones comerciales?

En pocas palabras, encuentra que el FMI utiliza teorías económicas equivocadas y es técnicamente incompetente. «¿Cómo puede una organización con unos burócratas gubernamentales con talento (y bien pagados) cometer tantos errores?» (pág. 230).

LA RÉPLICA DEL FMI

En julio de 2002, Kenneth Rogoff, economista consejero del FMI y director del Departamento de investigación, respondió con una carta abierta al profesor Stiglitz, publicada en el IMF Survey (8 julio de 2002). Rogoff recuerda que los países que acuden al FMI tienen problemas muy difíciles: «Ud. condena al FMI porque allí donde está, los países tienen dificultades. ¿No es esto como observar que donde hay epidemias se tiende a encontrar más médicos?» (pág. 210). «Si los problemas fueran fáciles de resolver, el gobierno del país no llamaría al FMI. Por el contrario, el gobierno está en una posición insostenible y le pide al FMI una medicina urgente.»

Argumenta que Stiglitz es, sencillamente, poco realista. En el escenario de la crisis asiática, el gobierno no podría haber incrementado el gasto público o reducir los impuestos sin imprimir moneda para hacerlo, porque no había nadie que estuviese dispuesto a comprar deuda pública o prestar al gobierno. Si el gobierno imprimía dinero, el país acabaría con el problema de una inflación incontrolada. En vez de esto, la política de subir temporalmente los tipos de interés era necesaria para estabilizar

los tipos de cambio antes de que pudiera adoptarse cualquier otra política útil. El FMI también admitió rápidamente que había cometido un error con la política fiscal, y estuvo de acuerdo en dejar que el déficit fiscal aumentase algo y permitir que los estabilizadores automáticos trabajasen.

Rogoff afirma que Stiglitz es demasiado rápido en ver fracasos en el mercado que exigen

políticas gubernamentales para remediarlas. Rogoff cree que los fracasos gubernamentales son, con mucho, un problema mayor que los fracasos del mercado en los países en vías de desarrollo. Y concluye: «Joe, como académico que es, es un genio en su torre de marfil. Como su compañero ganador del Premio Nobel, John Nash, tiene "una mente maravillosa". Como político, sin embargo, es algo menos impresionante».

depósitos de sus clientes basándose en la confianza de que podrán rembolsar los mismos en el futuro, pero si la confianza se rompe, los depositantes se abalanzan sobre los bancos para tratar de conseguir su dinero rápidamente.

En los países en vías de desarrollo, los bancos suelen ser especialmente importantes, porque los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación de las empresas locales. El mercado de acciones y bonos está, a menudo, subdesarrollado. Pero la regulación gubernamental y la supervisión en los países en vías de desarrollo tiende a ser débil. Con una regulaciones laxas, los bancos emprenden actividades con más riesgo. Los bancos conceden préstamos basándose en relaciones personales, un «capitalismo de amigotes» con préstamos a los directores de los bancos, directivos, sus amigos, la gente políticamente importante y sus negocios. Los bancos aceptan grandes exposiciones a los riesgos de cambio, endeudándose en divisas para financiar préstamos en moneda local (lo que el comercio soporte). Los bancos operan con muy poco capital social, de tal modo que es más probable que acepten riesgos y necesitan de rescates gubernamentales. Además, a menudo, el gobierno suele ejercer una influencia directa sobre las decisiones de conceder préstamos que favorecen a algunos prestatarios, basándose en la estrategia gubernamental de lograr el desarrollo económico.

Por lo tanto, con una supervisión laxa y una garantía, explícita o implícita, de que el gobierno irá en ayuda de los bancos con dificultades, los bancos tienen incentivos para endeudarse sobremanera en la esfera internacional (y los prestamistas se sienten cómodos prestando) y están más dispuestos a aceptar el riesgo de un descubierto en divisas, con lo que se hace más probable una crisis financiera.

Hay una necesidad obvia de una mejor regulación y supervisión gubernamental de los bancos locales en los países prestatarios. Los reguladores deberían exigir a los bancos que utilizaran unas mejores técnicas contables y revelaran públicamente más información, y que hicieran una valoración y gestión de riesgos para reducir la exposición a los mismos, que reconocieran los malos préstamos bancarios y efectuaran provisiones para los mismos, y que dispusieran de un mayor capital social. Los reguladores deben estar dispuestos a identificar los bancos en apuros, insistir en que varíen sus prácticas y dirección, y certificarlos si son insolventes. Además, el gobierno deberá permitir que haya más bancos extranjeros que operen en el país, porque traen consigo unas mejores prácticas y técnicas de dirección para controlar los riesgos. Además, el gobierno de un país debería seguir una secuencia de reformas. Para reducir el riesgo de una crisis, el país debería consolidar la regu-

lación de bancos y otras instituciones financieras *antes* de liberalizar su cuenta de capital y proporcionarles un fácil acceso a endeudarse en divisas.

En términos generales, las propuestas para una mejor regulación y supervisión bancaria en los países en vías de desarrollo no es controvertida. El desafío está en su puesta en práctica. Habrá, probablemente, resistencia política, de los bancos, de los prestatarios favorecidos por ese capitalismo de compadreo y de los funcionarios que pierden algo de poder sobre los préstamos directos de los bancos. Aunque se pueda superar esa resistencia política, habrá también escasez de individuos con la capacidad técnica para regular a los bancos efectivamente. La regulación y supervisión bancaria debe cumplir unos estándares mundiales en algunos países, como Brasil, y, en general, continuar mejorando en los países en vías de desarrollo, pero es probable que esta mejora sea un proceso lento.

Controles de capital

Una propuesta controvertida para reducir la frecuencia de las crisis financieras es incrementar el uso, en los países en vías de desarrollo, de los controles o impedimentos a las entradas de capital⁵. Tales controles pueden adoptar muchas formas; entre otras, un límite absoluto o prohibición, un impuesto que debe pagarse al gobierno e igual a alguna porción de los préstamos, la exigencia de que una porción de esos préstamos se coloque en un depósito en el banco central del país. (Si estos depósitos no obtienen ningún tipo de interés, se trata efectivamente de un impuesto sobre pedir prestado.) Hay tres formas para que tales controles puedan reducir el riesgo de una crisis financiera. En primer lugar, el control puede impedir grandes entradas de capital que podrían acabar llevando a unos préstamos y deudas excesivas. Segundo, pueden usarse los controles para desincentivar los préstamos a corto plazo. Tercero, pueden reducir la exposición del país al contagio al limitar la cuantía que los prestamistas extranjeros pueden retirar del país.

Chile suele presentarse como ejemplo de un país que utilizó con éxito controles sobre las entradas de capital durante los noventa. El gobierno chileno requirió que un porcentaje del valor de los nuevos préstamos e inversiones en el país se colocaran en un depósito en el banco central que no rendía intereses durante un año. Y el gobierno exigía que el inversor extranjero mantuviese sus inversiones en Chile durante al menos un año. Estas exigencias parecieron tener su principal efecto en modificar la combinación de préstamos, reduciendo la deuda a corto plazo. El gobierno chileno también cambió el porcentaje que debía depositarse para sintonizarlo con las condiciones cambiantes del mercado a lo largo del tiempo. Empezó con un 20 por 100, aumentó a un 30 por 100, a continuación lo redujo al 10 por

⁵ Otra posible utilización de los controles de capital es limitar las salidas de éste durante una crisis financiera. Malasia adoptó tales controles como una medida temporal en 1998. La finalidad es impedir una huida de capital continua y eliminar las presiones sobre las instituciones financieras locales, mercados de capital y sobre el tipo de cambio de la moneda del país. La política monetaria y fiscal del gobierno puede utilizarse para corregir el desequilibrio interno de la recesión con menos temor de que este cambio a una política expansiva empeore la crisis financiera. Tales controles son efectivos durante un corto periodo de tiempo, hasta que comienzan las presiones y los inversores encuentran caminos para eludir los controles. Su mayor coste es que, probablemente, ahuyenten las entradas de capital en el futuro, aun después de que se eliminen los controles, de tal modo que el país pierda las ganancias de los préstamos internacionales.

100, y a cero en el año 1998, cuando las entradas de capital se enfriaron siguiendo la crisis rusa. En el 2000, Chile también eliminó la regla de un año.

¿Cuáles son los beneficios globales y los costes de los controles sobre las entradas de capital? El principal coste es la pérdida de las ganancias de los préstamos internacionales, hasta el extremo de desincentivar las entradas de capital. Aunque esto puede aportar beneficios, al reducir el riesgo de una crisis financiera, es una política de segundo óptimo. Sería mejor si el gobierno del país prestatario pudiera identificar los problemas concretos que podrían conducir a una crisis y dedicarse a resolverlos directamente (recuerde la *regla de la especificidad* del Capítulo 9). Por ejemplo, si hay unos préstamos excesivos o demasiados préstamos de divisas a corto plazo debido al excesivo riesgo aceptado por los bancos locales, la respuesta política directa es mejorar la regulación y supervisión bancaria. Si la regulación bancaria no puede mejorarse inmediatamente, entonces los controles de capital pueden ser la respuesta política de segundo óptimo. Sin embargo, es probable que los controles de capital pierdan efectividad con el transcurrir del tiempo, cuando los prestamistas e inversores encuentren maneras de eludirlos. Probablemente sólo consiguen tiempo para que el gobierno adopte la mejor política directa, como una mejor regulación bancaria. Además, los gobiernos también pueden cometer errores con los controles sobre las entradas de capital. Por ejemplo, Corea del Sur eliminó los controles sobre los préstamos bancarios a corto plazo al tiempo que continuaba restringiendo las entradas de capital a largo plazo, como las compras extranjeras de acciones e inversiones directas extranjeras. Los bancos coreanos prestaron a una escala masiva, lo que supuso una parte esencial de la crisis coreana de últimos de 1997.

En conclusión, se dispone de una amplia variedad de propuestas para reducir la frecuencia de las crisis financieras, que van desde las irreales y controvertidas hasta las útiles y factibles, y se están implementando algunas reformas. Los préstamos internacionales aportan beneficios considerables a los países prestamistas y a los prestatarios, pero los préstamos internacionales son propensos a las crisis financieras de vez en cuando. Esperamos que se reduzca la frecuencia de las crisis mientras se resuelven las crisis que se van produciendo y se intenta minimizar el contagio.

Resumen

Los préstamos internacionales adecuados (o los flujos internacionales de capital) proporcionan el mismo tipo de resultados sobre el bienestar que el comercio internacional de productos. Los préstamos internacionales aumentan la producción total mundial y comportan ganancias netas tanto para los países prestamistas como para los prestatarios, aunque hay determinados colectivos en cada país que perderán bienestar. El gobierno del país prestamista, o el del país prestatario, puede gravar con impuestos los préstamos internacionales. Si cada país tiene poder de mercado (es decir, es capaz de influir en el tipo de interés mundial), puede tratar de mejorar su bienestar estableciendo un **impuesto óptimo** sobre los préstamos internacionales. Pero si el otro país adopta represalias imponiendo su propio impuesto, ambas partes pueden acabar peor.

La historia de los préstamos internacionales a los países en vías de desarrollo muestra oleadas de préstamos y crisis financieras periódicas. El drástico aumento

de los préstamos en los setenta, cuando los bancos reciclaban los petrodólares, condujo a una crisis de deuda que comenzó en el año 1982. La crisis abarcó los ochenta, con unos reducidos flujos de capital a los países en vías de desarrollo. El Plan Brady de 1989 aportó una solución a la crisis mediante reducciones de la deuda y la conversión de muchas deudas bancarias en bonos Brady. Los flujos de capital hacia los países en vías de desarrollo aumentaron notablemente durante los noventa, bajo la forma mayoritaria de inversiones de cartera en acciones y bonos. Sin embargo, también se observaron una serie de crisis financieras: México en 1994-1995, varios países de Asia en 1997, Rusia en 1998, Turquía en el 2001 y Argentina en el 2001-2002, así como una breve crisis en el tipo de cambio en Brasil en 1999.

Se pueden identificar cinco fuerzas principales que pueden llevar a crisis financieras o a profundizar en ellas. En primer lugar, pueden darse excesivos préstamos y deudas como resultado de préstamos al gobierno para financiar políticas expansivas, préstamos excesivos a los bancos o un comportamiento gregario de los prestamistas que buscan unas rentabilidades más elevadas. Para el caso de la deuda pública emitida por los gobiernos deudores, los préstamos pueden resultar excesivos si los beneficios de la suspensión de pagos superan a los costes. Segundo, los *shocks* exógenos, como los aumentos en el tipo de interés exterior —especialmente, el de los Estados Unidos—, pueden desviar los flujos de los países en vías de desarrollo y hacer que la reparación de sus deudas sea más difícil. Tercero, los prestatarios, especialmente los bancos, pueden aceptar demasiada deuda en divisas sin cubrirse, lo que es muy caro de reparar si la moneda local se deprecia inesperadamente. Cuarto, el país prestatario puede pedir muchos préstamos a corto plazo y bonos. El prestatario puede experimentar dificultades si los inversores extranjeros se niegan a refinanciarlos. Y, finalmente, el **contagio** puede difundir la crisis desde el país en que ésta se origina hacia otros países. Éstos pueden ser vulnerables debido a problemas en sus políticas económicas, o a sus resultados económicos, pero es el contagio desde el país inicial en crisis lo que lleva a los prestamistas extranjeros a temer una crisis y dejar de prestar a esos otros países. Las crisis financieras tienen elementos de pánico que se autocumplen, por los que el inversor tiene miedo a la suspensión de pagos, deja de prestar y demanda que se le devuelva rápidamente lo prestado. Si son muchos los prestamistas que tratan de hacerlo de pronto, el prestatario no podrá afrontar la situación y aparecerán la suspensión de pagos y la crisis.

Las dos mayores clases de esfuerzos internacionales para resolver las crisis financieras son los paquetes de medidas urgentes y la reestructuración de la deuda. Un **paquete de rescate** proporciona ayuda financiera temporal, y puede contribuir a restaurar la confianza del inversor y a limitar el contagio. En la década pasada, estos paquetes fueron cuantiosos. Una cuestión clave es si han originado un considerable **azar moral**, por el que los prestamistas creen que pueden prestar con un riesgo reducido pues un paquete de ayudas le permitirá recuperar lo prestado. La **reestructuración de la deuda** intenta que la amortización de la deuda sea menos traumática para el país deudor. La reestructuración de la deuda alarga los pagos en el tiempo, y la reducción de la deuda disminuye su cuantía. La reestructuración puede dificultarse si cada acreedor individual tiene un incentivo para seguir un comportamiento *free-rider*, es decir, espera que los demás reestructuren, mientras que él recibe la reparación total en su momento. El Plan Brady puso en marcha una reestructuración con éxito de las deudas de los bancos desde la crisis de los

ochenta. Debido a las cláusulas legales de los bonos internacionales, éstos son muy difíciles de reestructurar.

Hay un abanico de propuestas de reformas de la «arquitectura financiera internacional» para reducir la frecuencia de las crisis financieras. Algunas son radicales e improbables, y otras son controvertidas. Otras están apoyadas ampliamente: los gobiernos de los países en vías de desarrollo deberían tener sólidas políticas macroeconómicas, proporcionar mejores datos a los prestamistas e inversores para que los utilicen en su toma de decisiones, minimizar la deuda a corto plazo y mejorar la regulación y supervisión de sus bancos. Una propuesta controvertida es que los gobiernos de los países en vías de desarrollo utilicen más los controles a las entradas de capital. Si bien esto puede limitar un excesivo endeudamiento, la deuda a corto plazo y la exposición al contagio también reducirían los beneficios potenciales de los préstamos internacionales.

Lecturas recomendadas

Obstfeld y Taylor (2002) y Kahler (1998) proporcionan un amplio análisis de los movimientos internacionales de capital. Rogoff (1999), Eichengreen (1999) y Goldstein (1998) analizan crisis financieras recientes y propuestas de reforma. Kindleberger (1998) ofrece una visión amena de varios siglos de crisis. Edwards (1995) y Eichengreen y Lindert (1989) estudian la crisis de la deuda de los ochenta. Beim y Calomiris (2001) y Malkiel y Mei (1998) estudian las crisis financieras y otros aspectos de la inversión en mercados emergentes.

Fieleke (1994) aborda los propósitos y actividades del Fondo Monetario Internacional. Bird (2001) revisa los efectos macroeconómicos de los programas de préstamos del FMI. Aylward y Thorne (1998) presentan un análisis estadístico de los países con retrasos en reparar los préstamos del FMI.

Preguntas y problemas

- ✦ 1. «Es mejor para un país que nunca pida préstamos el exterior.» ¿Está de acuerdo o en desacuerdo? ¿Por qué?
2. «Dado que un gobierno no puede ir a la bancarrota, es seguro prestar a un gobierno extranjero.» ¿Está de acuerdo o en desacuerdo? ¿Por qué?
- ✦ 3. ¿Por qué hubo tantos préstamos privados a los países en vías de desarrollo desde 1974 a 1982, y ha habido tan pocos desde 1973 a 1974?
4. ¿Qué desencadenó la crisis de la deuda en 1982?
- ✦ 5. Considere la Figura 20.1. ¿Cuál es la cuantía de cada uno de los siguientes conceptos? (Cada respuesta debe ser una cifra):
 - a) Producto mundial sin préstamos internacionales.
 - b) Producto mundial con libertad de préstamos internacionales.
 - c) Producto mundial con un impuesto de Japón de un 2 por 100 sobre los préstamos extranjeros.

¿Qué sugieren las diferencias entre las respuestas a y b? ¿Y entre las respuestas b y c?

6. Considere la Figura 20.1. Si se compara con el caso de unos préstamos internacionales libres, ¿qué sucederá si cada país establece un impuesto de un 2 por

- 100 sobre los préstamos internacionales (de tal modo que hay un impuesto de un 4 por 100)? ¿Cuáles son las ganancias o las pérdidas netas para cada país?
- ✦ 7 ¿Cómo contribuirá cada uno de los siguientes casos a una crisis financiera en un país en vías de desarrollo?
- Una gran deuda a corto plazo nominada en dólares.
 - Una crisis financiera en otro país en vías de desarrollo en la región
- 8 Considere el gráfico de la Extensión «El caso especial de la deuda soberana»:
- Muestre gráficamente el efecto de un aumento en el tipo de interés. Si el gobierno del país no ha presentado suspensión de pagos con anterioridad a este cambio, ¿podría provocarlo éste?
 - Muestre gráficamente el efecto de un aumento en el coste de una suspensión de pagos. Si el gobierno del país no ha presentado una suspensión de pagos con anterioridad a este cambio, ¿podría provocarlo éste?
- ✦ 9 ¿Cómo podría cada uno de los siguientes casos reducir la frecuencia de las crisis financieras?
- Proporcionar rápidamente una información apropiada y detallada de la deuda y de las reservas oficiales de la mayoría de los países en vías de desarrollo.
 - La utilización por más países en vías de desarrollo de controles para limitar las entradas de capital.
10. El problema del «haragán óptimo»: El Banco Mundial está considerando hacer una serie de préstamos al gobierno pugliano para ayudarle a desarrollar sus áreas nacionalizadas de crudo y refinerías. Éstos son los únicos préstamos que el Banco Mundial ofrecerá a Puglia. Si Puglia no hace frente a sus compromisos, no recibirá más fondos de este conjunto de préstamos del Banco Mundial. Si el gobierno presenta suspensión de pagos o paga, no tiene ningún otro impacto en su economía. Si la serie de préstamos del Banco Mundial tiene los efectos que se muestran en el cuadro siguiente, ¿sería alguna vez de su interés no reembolsar los préstamos? En caso negativo, ¿por qué no? Si es así, ¿por qué? ¿Cuándo?

Efectos de los préstamos (millones de dólares)

Año	Entradas de fondos del Banco Mundial	Stock de deuda acumulada al finalizar el año	Interés a pagar por los préstamos (8 %)	Beneficios de exportaciones adicionales de petróleo
1	200 (préstamo)	200	0	0
2	100 (préstamo)	300	16	30
3	50 (préstamo)	350	24	30
4	0	350	28	30
5	-50 (pagos)	300	28	30
6	-50 (pagos)	250	24	30
7	-50 (pagos)	200	20	30
8	-50 (pagos)	150	16	30
9	-50 (pagos)	100	12	30
10	-50 (pagos)	50	8	30
11	-50 (pagos)	0	4	30