

## Resolución de crisis y adaptación del sector privado



Gabrielle Lipworth, economista en la Unidad de Mercados Mundiales del Departamento de Estudios del FMI.

*El enfoque de las crisis de deuda de los países en desarrollo era equilibrado, en el sentido de que todas las partes aceptaban la necesidad de compartir la carga en el marco de un esfuerzo concertado. Se consideraban las particularidades de cada caso, reconociéndose las circunstancias propias de los países en proceso de reestructuración económica, y el enfoque tenía que ser flexible, dadas las numerosas variables políticas y económicas en juego internacionalmente y dentro de cada país.*

—William R. Rhodes, Citibank (1989)

### Gabrielle Lipworth y Jens Nystedt



Jens Nystedt, economista en la Unidad de Mercados Mundiales del Departamento de Estudios del FMI.

ANTES de la crisis de los años ochenta, la forma predominante de las corrientes internacionales de capital eran los préstamos a mediano plazo de grandes consorcios de bancos comerciales a los gobiernos y entidades públicas de los países en desarrollo. Para hacer frente a las crisis, el sector oficial recurría en buena medida al refinanciamiento concertado y la ulterior reestructuración y amortización parcial del préstamo otorgado por el consorcio de bancos (en valores actualizados). Los bonos internacionales emitidos por los gobiernos afectados en general escapaban a la reestructuración porque los montos eran pequeños y estos instrumentos, en poder de una amplia gama de acreedores, eran difíciles de reestructurar.

Al surgir las crisis, los mercados de crédito se adaptaron a la nueva realidad. En los años noventa prácticamente desaparecieron los préstamos de consorcios bancarios a mediano plazo para los gobiernos de los países en desarrollo (gráfico 1). Los bancos internacionales pasaron a otorgar préstamos interbancarios con plazos mucho más breves. Los empréstitos internacionales de los gobiernos se obtenían sobre todo mediante la emisión de eurobonos. Estas variaciones de las corrientes internacio-

nales de crédito plantearon nuevas dificultades para la resolución de las crisis financieras de los noventa. Los prestamistas de los mercados emergentes eran miles de tenedores de bonos —cuya acción era difícil de coordinar— o bancos internacionales, con préstamos sobre todo a corto plazo pendientes de reembolso, que podían fácilmente retirarse del mercado ante una crisis. El desplazamiento hacia los eurobonos obedeció en parte al objetivo de incrementar el costo del incumplimiento de pago para los deudores, pues los acreedores consideraban que este instrumento de deuda en particular requeriría una difícil y prolongada reestructuración y que toda reestructuración probablemente causaría grandes pérdidas de producto para el deudor moroso. Estas pérdidas de producto inducirían a los deudores a hacer todo lo posible por atender el servicio de los eurobonos. El crecimiento de los préstamos interbancarios se explicaba en parte por el desplazamiento de los bancos internacionales a un instrumento de deuda que tendría un valor de recuperación más alto ante una cesación de pagos inminente (el total de pagos previsto después de la cesación de pagos), puesto que el vencimiento a más corto plazo incrementaría la probabilidad de que el acree-

dor pudiera detectar los problemas antes de que se produjera una cesación de pagos y, por ende, exigir el reembolso del préstamo antes de estallar la crisis. Además, a los ojos de los bancos internacionales, el otorgamiento de préstamos sólo con vencimientos a corto plazo hacía menos probable que se pidiera a los bancos que participaran en la resolución de las crisis, como había ocurrido a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa.

Sin embargo, dado el difundido uso de estos nuevos instrumentos de deuda, era inevitable que la comunidad oficial (incluidos los gobiernos y los organismos multilaterales) tuviera que reestructurarlos al surgir una nueva serie de crisis. Por tanto, también era necesario adaptar los mecanismos de participación del sector privado en la resolución de crisis de acuerdo con las nuevas realidades de los préstamos transfronterizos a los mercados emergentes en los años noventa. Sería interesante determinar si los factores que trajeron consigo el desplazamiento de los instrumentos de préstamo a comienzos de los años noventa darán lugar a un desplazamiento similar después de la serie más reciente de crisis financieras.

### Riesgo moral

Puede haber riesgo moral para el acreedor cuando las decisiones del sector privado en materia de préstamos están sesgadas por las expectativas de que la comunidad oficial brinde asistencia si el gobierno deudor se ve en una crisis. Hay quienes sostienen que, si bien la comunidad oficial se ha centrado en la limitación del riesgo moral del acreedor, los acreedores del sector privado procuran instrumentos de deuda que atenúen el riesgo moral del deudor. Puede haber riesgo moral del deudor cuando existe riesgo de que, si se hace menos costosa la cesación de pagos de la deuda soberana (del Estado), más deudores opten por el incumplimiento de los pagos aunque todavía puedan atender el servicio de la deuda. El riesgo de que el deudor trate de evitar el pago de la deuda es una preocupación fundamental de todo acreedor y debe ser evaluado antes de que el acreedor decida si otorgará nuevo financiamiento. Por supuesto, si se considerase que un

deudor no está dispuesto a rembolsar el préstamo que ha solicitado, el préstamo no se concedería.

Los acreedores privados creían y siguen creyendo que muchas iniciativas de la comunidad oficial para fomentar la participación del sector privado en la resolución de crisis debilitan su posición de negociación frente a los deudores y reducen para estos el costo de la cesación de pagos. Esta situación se da sobre todo en el caso de los préstamos a los gobiernos de los países de mercados emergentes, que con frecuencia gozan de inmunidad, pueden ocultar sus activos y saben que el acreedor no dispone de un procedimiento de quiebra bien definido. A falta de un tribunal que entienda en las quiebras, el acreedor tiene que buscar otros medios para determinar si el incumplimiento de pago se debe a una incapacidad de pago y no a una falta de voluntad de pagar (un “incumplimiento de pagos estratégico”).

### Costos del incumplimiento de pago y valores de recuperación

¿Cómo puede el acreedor incrementar el costo del incumplimiento de pago para el gobierno deudor? ¿Puede este costo imponerse sólo cuando el deudor opta por un incumplimiento de pagos estratégico? Los costos reales del incumplimiento para el deudor incluyen la pérdida de reputación y del acceso al mercado —tanto para el comercio como para el financiamiento a largo plazo—, ser blanco de un litigio oneroso, y pérdidas de producto durante la cesación de pagos debido a la falta de capital extranjero para inversiones. Lamentablemente, es muy difícil, tanto teórica como prácticamente, que el acreedor sepa qué deudor ha incurrido en incumplimiento de pago. Lo mejor que puede hacer el acreedor, dado que no puede condicionar el costo del incumplimiento, es asegurarse de que el deudor tenga que asumir un costo, independientemente del tipo de incumplimiento. Pero éste es un resultado ineficiente, y sería mejor para el deudor y el acreedor que se pudieran establecer las causas del incumplimiento. Se ha sostenido que, después de una cesación de pago, independientemente de su tipo, convendrá siempre al acreedor evitar la imposición de un costo después de producida la cesación de pago, porque ello reduciría el valor de recuperación. Los acreedores y los deudores han comprendido que no resulta creíble la imposición de un costo de incumplimiento de pago una vez producido éste, y que no se concederían préstamos si el acreedor no cuenta con un dispositivo de disciplina. Acreedores y deudores han procurado incluir en los instrumentos de préstamo otro dispositivo que impondría un costo de incumplimiento que no resulte fácil de reducir por parte del acreedor o el deudor. En consecuencia, se han estructurado instrumentos de préstamo/endeudamiento de difícil reestructuración. Michael Dooley (2000), por ejemplo, sostiene que la dificultad de renegociar los eurobonos no es accidental, sino una de las maneras de resolver el riesgo moral del deudor que han encontrado los acreedores y deudores.

### Consecuencias para los gobiernos de los países de mercados emergentes

¿De qué manera se verían afectadas las corrientes de crédito a los gobiernos de los países de mercados emergentes y qué gobiernos deudores serían los más afectados por una reducción

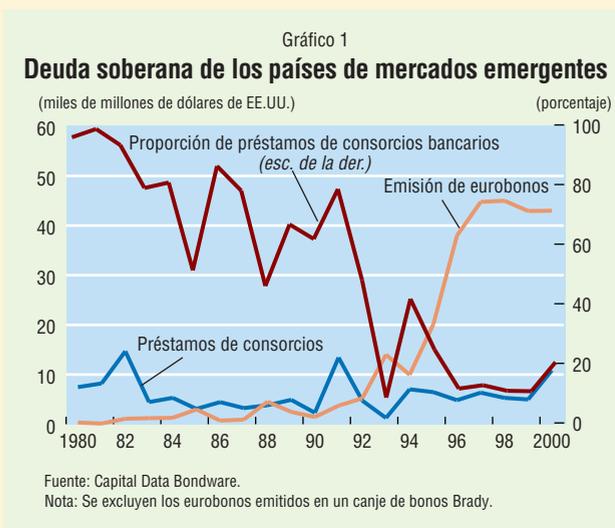
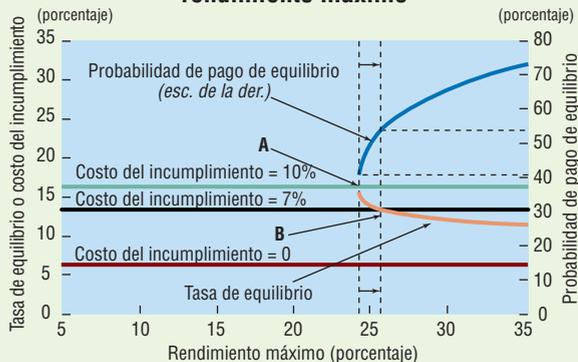


Gráfico 2  
Tasa de equilibrio, probabilidad de pago, rendimiento máximo



Fuente: Lipworth y Nystedt, 2000.

del costo del incumplimiento de pago? El acreedor tenderá a adaptarse a los cambios que perciba en el costo del incumplimiento y a toda variación que afecte su estimación del valor de recuperación en caso de incumplimiento. Podría decirse que el costo del incumplimiento para el deudor y el valor de recuperación para el acreedor son sólo dos variables que ayudan a calcular el valor de un determinado contrato de deuda. Para el acreedor, sin embargo, una reducción del costo del incumplimiento y del valor de recuperación reduciría el valor de la deuda ya pendiente. Para el nuevo crédito, el acreedor tal vez desee ajustarse a esa reducción aplicando una tasa de interés inicial superior, reduciendo el monto del nuevo financiamiento disponible o pasando a nuevos instrumentos de préstamo con costos de incumplimiento o valores de recuperación más elevados que los instrumentos utilizados hasta el momento.

Utilizando el modelo teórico sencillo que elaboramos y asignando valores arbitrarios sólo con fines ilustrativos (véase Lipworth y Nystedt, 2000), vemos que la reducción del costo del incumplimiento de pago puede tener tres efectos en los préstamos a los gobiernos de los países de mercados emergentes (gráfico 2). Los deudores de baja y alta calidad se distinguen determinando el rendimiento máximo (de las inversiones hechas con recursos obtenidos en préstamo). Cuanto más alto el rendimiento potencial, mayor es la probabilidad de reembolso, porque es cada vez más probable que el rendimiento supere la tasa de interés del préstamo y el deudor pueda rembolsar el préstamo original.

- Primero, como se indica en el gráfico 2, si el costo del incumplimiento de pago es cero, no se concedería préstamo alguno (la línea no cruza la curva de la tasa de equilibrio). Con un costo de incumplimiento cero, en nuestro modelo, los gobiernos deudores casi siempre optarían por incurrir en incumplimiento, estén o no en condiciones de efectuar el reembolso. Las variaciones pequeñas del costo del incumplimiento, en consecuencia, no afectarían el monto de financiamiento que se canaliza a los mercados emergentes.

- Segundo, dado que, en los hechos, se canaliza financiamiento a los gobiernos de los países de mercados emergentes, el costo del

incumplimiento tiene que ser superior a cero. Por ejemplo, si el costo del incumplimiento aumenta al 7% del monto originalmente obtenido en préstamo, algunos gobiernos de los países de mercados emergentes constituyen un riesgo crediticio que justifica la aplicación de una tasa de equilibrio (el precio que tienen que pagar por un préstamo, dados sus factores económicos fundamentales) inferior al 7% (por debajo de la línea del 7% en el gráfico 2), lo que implica que no tendrán incentivos para recurrir a un incumplimiento estratégico (porque el costo supera la tasa de interés). Estos deudores, cuyas probabilidades de reembolso superan el 53% (determinadas siguiendo la línea del punto de equilibrio B hacia arriba, hasta la curva de probabilidad de reembolso de equilibrio, y avanzando horizontalmente hacia el borde derecho del gráfico), recibirán financiamiento.

- Tercero, si el costo del incumplimiento aumenta más, los gobiernos de los países de mercados emergentes de mayor riesgo pueden obtener financiamiento hasta que el costo del incumplimiento llegue al 10%. Una vez en este punto, todo nuevo aumento del costo del incumplimiento es un desperdicio, que produce una pérdida de bienestar neta, porque ningún nuevo deudor de mercado emergente obtendrá nuevo financiamiento; en otras palabras, el costo del incumplimiento deja de ser una limitación obligatoria.

Las consecuencias del costo del incumplimiento para la política de la comunidad oficial con respecto a la participación del sector privado son, pues, muy claras. Por un lado, si el costo del incumplimiento es demasiado elevado antes de la intervención de la comunidad oficial, reducir el costo del incumplimiento fomentaría el bienestar. Por otro lado, si el costo del incumplimiento es una restricción obligatoria, toda iniciativa que reduzca ese costo estimulará un desplazamiento del equilibrio (por ejemplo, del punto A al punto B en el gráfico 2) que reducirá el monto de financiamiento que se canaliza a los gobiernos de los países de mercados emergentes.

Dado que en general se desconocen el costo del incumplimiento correspondiente a un determinado instrumento de deuda y su valor de recuperación, los acreedores y deudores tienen que calcularlos. La nueva información o las nuevas observaciones sobre el incumplimiento de pago pueden dar lugar a una actualización de esas estimaciones. Las nuevas observaciones podrían incluir los resultados de las reestructuraciones de deuda iniciadas por otros deudores y acreedores en relación con instrumentos de crédito similares. Por lo tanto, toda nueva crisis que dé lugar a la reestructuración de los préstamos transfronterizos del sector privado a los gobiernos probablemente llevará a una adaptación de los acreedores del sector privado. Los agentes del mercado han tenido sus primeras experiencias en mucho tiempo en materia de incumplimiento real de pago, valores de recuperación y costos del incumplimiento, debido a las recientes reestructuraciones de los bonos internacionales. De esta manera, los acreedores del sector privado tenderán a un nuevo ajuste, como lo hicieron tras la conclusión de los acuerdos relativos a los bonos Brady, a comienzos de los años noventa.

## Experiencia con el canje de bonos

El éxito de los recientes canjes de bonos (Ecuador, Pakistán, Rusia y Ucrania) y la facilidad con que se llevaron a cabo han

sorprendido a muchos porque los eurobonos y los bonos Brady se consideraban técnicamente difíciles y lentos de reestructurar, lo que implicaba un alto costo del incumplimiento de pago, por razones legales y prácticas. Además, comúnmente se creía que los valores de recuperación de los eurobonos eran del 18% al 20% del préstamo original, pero los canjes recientes parecen indicar que este cálculo era muy bajo y requeriría un ajuste al alza.

La experiencia con respecto a los recientes canjes de bonos puede afectar el precio y los resultados de las reestructuraciones futuras de los bonos existentes, así como las condiciones y estructuras de las nuevas emisiones. Los efectos de los canjes en los bonos existentes y, por ende, en los futuros canjes de bonos, podrían ser los siguientes:

- Los acreedores privados ajustarán al alza los precios a los que están dispuestos a participar en futuros canjes de bonos si los valores estimados de recuperación parecen haber sido muy bajos. Además, las recientes reestructuraciones de bonos se realizaron mucho más rápidamente que lo previsto, llegando a su conclusión en un par de meses, lo que resulta favorable en comparación con las reestructuraciones de préstamos de los años ochenta.

- Los canjes de bonos recientes, como los de Ecuador y Ucrania, se han basado en un enfoque de incentivos y penalizaciones para fomentar la participación de los tenedores de bonos. Sin embargo, a medida que, a la luz de la experiencia, aumentan las expectativas de los acreedores en materia de valores de recuperación, se hará más difícil ofrecer incentivos similares. Por lo tanto, está por verse si la experiencia recogida en los recientes canjes de bonos asegurará un éxito similar en los futuros canjes.

Los efectos en las condiciones y la estructura de los futuros bonos emitidos por los gobiernos de los países de mercados emergentes podrían estar determinados por los siguientes elementos:

- El éxito de los recientes canjes de bonos ha planteado dudas acerca de las estimaciones del costo del incumplimiento de pago por parte de los acreedores, que tal vez hayan sido muy bajas. Asimismo, un uso más difundido de las cláusulas de acción colectiva o de salida en las emisiones de eurobonos reduce aún más el costo del incumplimiento. Si éste fuera una limitación obligatoria, como se señaló anteriormente, la reducción restringiría las corrientes financieras a los gobiernos de mercados emergentes más riesgosos o proporcionaría los incentivos para que acreedores y deudores busquen nuevos instrumentos, con mayores costos de incumplimiento, de manera que se mantengan los montos y costos actuales del financiamiento.

- El éxito reciente de los litigios en torno a la deuda externa (por ejemplo, *Elliott Associates v. Perú*), sin embargo, podría indicar que la amenaza de litigio se había subestimado y podría en realidad hacer más costosos los canjes de bonos en el futuro.

- Si los valores de recuperación —que han registrado un promedio de cerca del 47% en algunos canjes de bonos recientes— siguen siendo superiores a lo previsto, ello ayudaría a los deudores de los mercados emergentes y reduciría el costo del financiamiento futuro, pues los acreedores ajustan sus expectativas al alza.

## Conclusiones

La experiencia de los años ochenta en materia de reestructuración de la deuda dio lugar a un desplazamiento de los préstamos de consorcios a los eurobonos y la deuda interbancaria. Tras la serie de refinanciamientos de la deuda interbancaria y reestructuraciones de la deuda en bonos a fines de los años noventa, es posible, en efecto, que el sector privado se vuelva a adaptar, ajustando en consecuencia el monto, precio y estructura de las corrientes de financiamiento futuras a los gobiernos de los países de mercados emergentes. Que los acreedores del sector privado pasen a nuevos instrumentos de préstamo dependerá de que el riesgo moral del deudor sea una limitación obligatoria para los acreedores. El efecto de las recientes reestructuraciones y refinanciaciones en la deuda existente es algo ambiguo y depende de que las noticias positivas sobre los valores de recuperación de instrumentos concretos se impongan sobre las noticias negativas acerca de los costos del incumplimiento de pago.

Específicamente, la manera en que el mercado de eurobonos reaccionará en teoría a las iniciativas recientes del sector oficial para fomentar la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras de los países en desarrollo dependerá del modelo elegido. Sin embargo, la experiencia de los años ochenta nos enseña que probablemente se produzca algún tipo de reacción a las reestructuraciones recientes. Los eurobonos y los préstamos de consorcios se han vuelto cada vez más parecidos en términos de costos de incumplimiento de pago y valores de recuperación. Aunque aún es escasa la experiencia empírica, el año 2000 fue testigo de la primera recuperación sustancial —en muchos años— de los préstamos de consorcios a los gobiernos de los países de mercados emergentes. Esto es lo que cabría esperar si los participantes en el mercado crediticio consideran que los eurobonos y los préstamos de consorcios son instrumentos intercambiables. Si así fuera, este cambio en los instrumentos de préstamo podría continuar. **F&D**

---

*Este artículo se basa en el estudio de los autores "Crisis Resolution and Private Sector Adaptation", presentado ante la primera conferencia anual sobre investigación económica del FMI, celebrada en Washington en noviembre de 2000.*

### Bibliografía:

Dooley, Michael P., 2000, "Can Output Losses Following International Financial Crises Be Avoided?" NBER Working Paper No. 7531 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Elliott Associates L.P. v. Banco de la Nación and The Republic of Peru, 194 F. 3D 363.

Fondo Monetario Internacional, 2000, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Chapter V, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

———, 2001, Emerging Market Financing Report (Washington).

Rhodes, William R., 1989, "A Negotiator's View", en *Solving the Global Debt Crisis: Strategies and Controversies by Key Stakeholders*, edición a cargo de Christine Bogdanowicz-Bindert (New York: Harper & Row), págs. 19–28.