

## El riesgo moral en los préstamos del FMI

### ¿Hasta qué punto debe preocupar?

Kenneth S. Rogoff



Kenneth S. Rogoff,  
Consejero Económico y  
Director del Departamento  
de Estudios del FMI.

MUCHOS de los que critican al FMI creen firmemente que los contribuyentes de los países industriales son quienes financian el costo de los préstamos que el FMI otorga a los países en crisis, las llamadas “operaciones de rescate”. Supuestamente, el proceso es el siguiente: Un país en desarrollo pide dinero prestado, tiene dificultades para pagar el préstamo, los mercados de capitales se quedan sin liquidez, el FMI otorga un préstamo de gran magnitud, el país se salva de las consecuencias de su prodigalidad, se amortiza por completo la deuda con los acreedores privados, el FMI asume la carga y, de esa manera, los contribuyentes de los países industriales, que son a su vez los principales accionistas del FMI, son los que terminan pagando la cuenta. De manera engañosa, la esperanza de que haya futuras operaciones de rescate alimenta no solo el excesivo otorgamiento de préstamos a países con mercados emergentes a tasas de interés que no reflejan los riesgos subyacentes, sino que, además, incentivan la aplicación de políticas económicas irresponsables. Así pues, los que alzan sus voces críticas contra el FMI señalan que éste contribuye a generar y agravar el tipo de crisis que, la institución, debería precisamente evitar y mitigar.

Soy el primero en afirmar que esta teoría del “riesgo moral” en los préstamos que otorga el FMI está bien pensada, ya que en la década de los ochenta, pasé varios años estudiándola y escribiendo documentos de trabajo al respecto. Ciertamente, la preocupación sobre las operaciones de rescate y el consecuente riesgo moral, han cobrado mucha importancia en los círculos de la política económica, sobre todo tras la crisis de los mercados emergentes de los años noventa. Pero, ¿qué pruebas hay de que el riesgo

moral de los préstamos del FMI sea importante, por lo menos de esta forma tan clara?

La verdad es que no es fácil de demostrar. El primer inconveniente es que los préstamos del FMI siempre han sido reembolsados íntegramente y de manera previsible. Aunque algunos países han incurrido en mora o en atrasos, casi todos han reembolsado sus préstamos al FMI: la tasa histórica real de incumplimiento de pagos es prácticamente cero. Si vivimos en un mundo en el que prácticamente todos los países siempre reembolsarán los préstamos otorgados por la institución, la teoría del riesgo moral es, en este caso, un espejismo, por lo menos en su forma más alarmante. Pero ¿es que acaso las operaciones de rescate del FMI no han terminado algunas veces por ayudar a los acreedores privados? Quizá sea verdad hasta cierto punto, pero las pérdidas que sufrieron los inversionistas y los acreedores internacionales, incluidos los bancos extranjeros, en las crisis que el FMI ha ayudado a resolver (como resultado de crisis monetarias, caídas en los precios de activos e incumplimiento de los pagos por parte de los deudores), indican que es poco probable que los préstamos del FMI hayan servido a los intereses de los prestamistas privados.

Ahora bien, el positivo historial de reembolso de los préstamos del FMI, ¿podría deberse al reciclaje (entendiéndose como tal la conversión del principal y los intereses de un préstamo en nuevos préstamos)? Es decir, ¿es posible que hasta ahora el FMI haya evitado el incumplimiento de los pagos restando continuamente el principal más los intereses, y postergando así los incumplimientos hasta un futuro “día del juicio”?

Naturalmente, todavía no se ha dicho todo respecto a los préstamos de las operaciones de rescate de los años noventa, que provocaron

señales de alarma por la posibilidad de riesgo moral. No obstante, con la excepción de Indonesia, todos los países que recibieron préstamos del FMI han empezado a amortizar su deuda con la institución.

Aunque, un momento: ¿qué pasa si el reciclaje adopta una forma más sutil, tal como se infiere de un estudio que realicé con Jeremy Bulow y Afonso Bevilaqua en 1992? ¿Qué sucede si el país deudor considera que los préstamos del FMI, los del Banco Mundial y otros préstamos oficiales provienen, todos ellos, de una misma fuente (los bolsillos de los contribuyentes de los países acreedores)? En tal caso, se aplicaría el enfoque Ponzi, pero ello conlleva el uso de sistemas complejos de contabilidad entre las entidades prestamistas internacionales y los organismos de asistencia, que deben analizarse cuidadosamente para determinar su verdadera naturaleza. Quizás haya algo de cierto en esto, pero no podríamos probarlo; encontramos casos individuales que corroboraban la conjetura del enfoque Ponzi de interrelaciones, pero, en conjunto, la evidencia no fue concluyente.

También tratamos de examinar los diferenciales de la deuda bancaria en el mercado secundario, que fue la principal fuente de financiamiento antes de la década de los noventa. Observando dichos diferenciales, cabría preguntarse si los mercados prevén la posibilidad de futuros incumplimientos en el pago de los préstamos del FMI o del Banco Mundial, aunque (prácticamente) no se ha producido ninguno hasta la fecha. Resulta muy complicado tratar de hacer la prueba y, con las regresiones que calculamos, no llegamos a conclusiones definitivas. Utilizando el diferencial entre los bonos, se ha observado, en algunos estudios, evidencia de riesgo moral antes de la crisis de la deuda de Rusia de 1998, pero no después. Esta ruptura de la tendencia, de existir, sería coherente con la hipótesis de que, al permitir que Rusia incumpliera el pago de su deuda en 1998, el FMI adquirió una reputación más dura.

Es tan difícil encontrar evidencia histórica concluyente que corrobore el supuesto problema de las “operaciones de rescate”, que cabría preocuparse porque el historial de reembolsos es quizá demasiado brillante y que la institución no ha asumido suficientes riesgos en el pasado. Yo diría que no. Visto desde fuera, durante las crisis mexicana y asiática, el FMI hizo todo lo posible. Estos programas funcionaron y los primeros diagnósticos en el sentido de que la institución no había sabido manejar la crisis asiática quedaron arrinconados. Hoy día, Asia sigue siendo la región que registra un mayor crecimiento económico. Y no cabe duda de que el FMI ha seguido asumiendo riesgos importantes para ayudar a sus países miembros.

Por tanto, ¿cuál podría ser la magnitud de los costos del riesgo moral asociado a las operaciones del FMI? Consideremos, en primer lugar, una analogía. A mediados de los años treinta, Estados Unidos fue el primer país en establecer un amplio sistema de seguro o garantía de los depósitos bancarios. Aparentemente, dicho invento fue un factor muy importante en la posterior estabilidad del sistema bancario de Estados Unidos, así como en el papel que cumplieron los bancos como motor del crecimiento. La garantía de los depósitos, al igual que los préstamos del FMI, entraña un cierto riesgo moral. Pero no fue hasta la crisis de las instituciones de ahorro y préstamo de los años ochenta que el

riesgo moral generó un costo fiscal importante. En última instancia, el costo del rescate de las instituciones de ahorro y préstamo ascendió al 3% del PIB. ¿Es un precio muy alto por 50 años de estabilidad? Claro está, a algunos países les ha ido mucho peor, con operaciones de rescate que les han costado más del 10% del PIB.

¿Qué costo representa una operación de rescate para los accionistas contribuyentes del FMI? Tomemos, por ejemplo, la estimación de Jeanne y Zettelmeyer de una tasa de incumplimiento del 5% y supongamos que un país con mercado emergente típico recibe un préstamo del FMI equivalente al 10% de su PIB (Corea y México, por ejemplo, considerados como casos de rescate “masivo”, recibieron menos del 5% del PIB). Suponiendo que el país beneficiario represente el 1% del PIB mundial (como es el caso de los países con mercados emergentes más grandes), el costo del subsidio del préstamo del FMI ascendería solamente a la mitad de una diezmilésima del PIB mundial. Esto, obviamente, no representa una carga aplastante en un mundo en que los países industriales están tratando de destinar un 0,7% de su PNB en concepto de asistencia a los países en desarrollo.

Por lo tanto, en conjunto, los datos disponibles, no permiten extraer conclusiones definitivas sobre la existencia de riesgo moral en los préstamos del FMI, a pesar del impecable historial en materia de reembolsos observado hasta la fecha. Sin embargo, lo que sí puede afirmarse es que el elemento de “riesgo moral” no ha sido tan importante como pensaban algunos críticos (incluido yo en mi calidad de académico en los años ochenta). En el momento de redactar este artículo, el FMI tiene en marcha varios programas de envergadura y el resultado podría ser diferente. En algunos casos se les acusa de reciclaje de préstamos aunque, de momento, esta acusación es muy prematura. En esta ocasión, los teóricos del riesgo quizá tengan razón en última instancia, pero, una vez más, es probable que tengan que esperar unas cuantas décadas más. **F&D**

Kenneth S. Rogoff

---

#### Bibliografía:

- Bulow, Jeremy, Kenneth S. Rogoff, y Afonso Bevilaqua, 1992, *Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc*, Brookings Papers in Macroeconomic Activity: 1: págs. 195–222.
- \_\_\_\_\_, 1988, “A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt”, *The Journal of Political Economy*, vol. 97 (febrero), págs. 155–78.
- \_\_\_\_\_, 1988, “Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-Theoretic Framework”, *IMF Staff Papers* 35 (diciembre), págs. 644–57.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Isabel Schnabel y Jeromin Zettelmeyer, 2002, “Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test”, (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional); una versión anterior de este documento puede consultarse en el sitio de Internet del FMI, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/dgz.pdf>.
- Kamin, Steven B., 2002, “Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets”, (borrador inédito, Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).