



Cómo hacer  
frente a las  
crisis más  
eficazmente

# Enfrentando la CRISIS

*Inutu Lukonga*

**D**ADO QUE no sería realista pensar que todas las crisis financieras pueden evitarse, ¿en qué posición nos encontramos para, al menos, reducir su número y virulencia? El FMI sigue haciendo énfasis en la supervisión y en las reformas de las políticas macroeconómicas y estructurales, incluidos un régimen cambiario apropiado, una mejor gestión de la deuda y las reservas, un presupuesto saneado que permita el suficiente margen de maniobra en épocas difíciles y un sector financiero eficiente y diversificado. Sin embargo, las crisis pueden producirse si un país se ve afectado por perturbaciones suficientemente fuertes o si no quiere o no puede aplicar medidas de política apropiadas. Las medidas correctivas dependerán de la situación del país, pero cuando se acumula un volumen de deuda insostenible y no hay opciones viables para salir de la crisis, el FMI recomienda reestructurar la deuda soberana (para consternación de algunos países en desarrollo y participantes del mercado).

En las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial celebradas en Praga en septiembre de 2000, la comunidad internacional respaldó un nuevo marco para que los acreedores privados participaran en la resolución de las crisis. Dicho marco se apoya en los enfoques voluntarios, basados en criterios de mercado, pero deja margen para las reestructuraciones de la deuda cuando sea absolutamente necesario. El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM) propuesto por el FMI ha atraído, sin lugar a dudas, la máxima atención, tanto para bien como para mal. Sin embargo, no es más que un componente de una estrategia de múltiples facetas para hacer frente a las crisis que comenzaron en México en 1994. Entre otras medidas, destaca la mejora de las evaluaciones de la viabilidad de la deuda, una mayor previsibilidad en cuanto al acceso a recursos del FMI excepcionalmente cuantiosos, la reestructuración de los actuales mecanismos de préstamo y la aclaración de las normas para los préstamos del FMI a países con atrasos en los pagos a los acreedores privados.

## **Colaborar con el sector privado**

En la mayoría de los casos, el FMI puede ayudar a los países a superar sus problemas de balanza de pagos sin presionar a

los acreedores privados para que actúen contra su voluntad. Una asistencia financiera moderada y un acuerdo respecto a un programa de reforma y ajuste económico convincente suelen bastar normalmente para restablecer la confianza de los inversionistas y los prestamistas privados y, por ende, el acceso de un país al capital privado extranjero.

Pero, ¿qué ocurre si un país tiene una fuerte y prolongada necesidad de moneda extranjera (más allá de lo que el FMI y otros prestamistas oficiales estén dispuestos a aportar) y tiene pocas probabilidades de obtener esos recursos con la suficiente rapidez en el sector privado? O ¿qué pasa si soporta una carga de deuda insostenible, es decir, si sufre una crisis de solvencia más que un problema de liquidez a corto plazo?

En situaciones extremas como esas, los acreedores privados podrían tener que compartir la carga de la reestructuración limitando sus demandas de reembolso o incluso aceptar la reducción del valor real de sus créditos. Sin embargo, en lugar de enfrentarse a las desagradables consecuencias de plegarse ante sus acreedores, las autoridades nacionales, casi invariablemente, tratan de conseguir la cancelación o el rescate de la deuda a través de medidas de política menos creíbles. También los acreedores individuales tienen un incentivo para salir del atolladero lo antes posible, antes de que se les adelanten otros acreedores (el llamado problema de la acción colectiva). Las dificultades para llegar a un acuerdo sobre cómo distribuir las pérdidas equitativamente también puede prolongar el proceso. Con frecuencia, la incertidumbre respecto a la forma en que se puede resolver la situación en un país afecta al valor de la deuda de otro país en desarrollo.

Para acelerar la necesaria reprogramación de las deudas insostenibles y ayudar a los países a hacer frente a estos problemas cuanto antes, el FMI está tratando de instrumentar un marco más ordenado y transparente para reestructurar la deuda soberana y está considerando dos enfoques complementarios. Ambos conllevan la coordinación de un grupo de acreedores diferentes y dispersos que puedan tratar de hacer valer sus derechos en distintas jurisdicciones.

### Las cláusulas de acción colectiva

El primer enfoque —*contractual*— conlleva la inclusión de disposiciones contractuales en los bonos soberanos internacionales. Las cláusulas de acción colectiva (CAC) limitarían la capacidad de los acreedores disidentes para enfrentarse a la mayoría y litigar después para tratar de obtener el reembolso total, como ocurrió en Perú en el año 2000. Los bonos emitidos al amparo de la legislación británica incluyen normalmente esas cláusulas, pero la mayoría están sujetos a la legislación de Nueva York, que no lleva incorporada esta característica que favorece a las mayorías y en virtud de la cual todos los tenedores han de ponerse de acuerdo para modificar cualquiera de las condiciones de pago.

¿Por qué no se utilizan esas cláusulas en más mercados? A muchas organizaciones del sector privado y emisores de mercados emergentes les preocupa que los primeros emisores que las utilicen en jurisdicciones en las que esa práctica no es aún la norma tengan que incurrir en costos mucho más altos. Sin embargo, no hay evidencia de que sea ese el caso

una vez establecida una nueva práctica de mercado. De hecho, alrededor del 20% del valor nominal total de los bonos que figuran en el índice de bonos de los mercados emergentes mundiales (EMBI) se rige actualmente por la ley británica. Muchos emisores de mercados emergentes aplican dicha ley en forma rutinaria a sus emisiones de bonos soberanos denominadas en euros y en dólares y nada demuestra que se negocien a descuento respecto a los bonos sujetos a la legislación de Nueva York.

Para fomentar el uso de las CAC en los contratos de deuda se ha propuesto que los principales inversionistas institucionales y bancos de inversión que operan con deuda de mercados emergentes formulen nuevos modelos de cláusulas. Los principales países industriales, predicando con el ejemplo, también podrían adoptar esas cláusulas en sus propios bonos o hacer de su uso un requisito obligatorio para los nuevos bonos emitidos por otros países en sus mercados. Si bien varios países industriales han aceptado ya utilizar las CAC en parte de su deuda externa, las reacciones ante su posible inclusión mediante un requisito legal o la obligación de cotizar en una bolsa de valores han sido ambivalentes.

El FMI está alentando el uso de estas cláusulas en los contratos de deuda y está comenzando un seguimiento de las mismas en las nuevas emisiones de bonos, pero no las impondrá como requisito para recibir financiamiento, aunque sí podría exigirse la inclusión de cláusulas de acción colectiva en los nuevos bonos emitidos en el marco de una reestructuración de la deuda con miras a los programas de concesión de “préstamos a países con atrasos” (véase la pág. 22). Todavía está por ver si estas medidas adoptadas por el FMI tendrán un impacto significativo.

En general, las CAC no son, en modo alguno, una panacea porque no garantizan automáticamente una reestructuración ordenada ni una cobertura universal de la deuda soberana. Solo funcionan bono por bono; por consiguiente, el país necesitaría una supermayoría de tenedores de cada bono para aceptar una reestructuración. Cuando es necesario reestructurar emisiones múltiples de bonos, las cláusulas no pueden evitar las dificultades si un grupo de inversionistas reacios se hace con el control de una emisión. Además, un gran volumen de la deuda pendiente seguirá estando libre de estas cláusulas y el cambio será lento porque se tardará en reemplazar las obligaciones que vayan venciendo por nuevas emisiones que incluyan este tipo de cláusulas.

### El enfoque legal

El otro enfoque —el *enfoque legal*— tiene por objeto crear un fundamento jurídico para el ejercicio de la acción colectiva por los acreedores. Permitiría a un deudor soberano y a una supermayoría de sus acreedores llegar a un acuerdo que obligara a todos los acreedores respecto al conjunto de la deuda soberana respetando, al mismo tiempo, el orden de prelación de los acreedores. Actualmente no existe ningún código internacional de insolvencia que pueda ayudar a un país y a sus acreedores a llegar rápidamente a un acuerdo de reestructuración como se hace con las empresas. La falta de un marco jurídico sólido para que los distintos acreedores

puedan ejercer la acción colectiva puede hacer que el proceso de reestructuración sea más lento, menos ordenado y más imprevisible de lo que sería de desear; además, impone un costo excesivo tanto al país deudor como a sus acreedores.

El FMI espera que el mecanismo propuesto por la Primera Subdirectora Gerente, Anne Krueger en noviembre de 2001 y revisado posteriormente para asegurar la participación activa de los acreedores, aliente a los países con deudas insostenibles a dirigirse sin demora a sus acreedores, preferiblemente antes de que se interrumpan los pagos del servicio de la deuda, sin menoscabo de los incentivos para atender dicho servicio en el caso de los países cuya deuda sea sostenible. Al amparo del mecanismo, si una mayoría calificada de acreedores acuerda un plan de reestructuración con un deudor soberano, los acreedores disidentes no podrían bloquearlo. Es algo semejante a las disposiciones de la legislación británica, salvo en el hecho de que con una sola votación se podrían reestructurar diferentes bonos. Una supermayoría de acreedores podría votar también para brindar al deudor protección jurídica temporal y a los nuevos préstamos privados derecho de preeminencia y protección de la reestructuración, aunque los detalles dependerán del diseño del mecanismo. Además, se crearía un foro independiente para la solución de diferencias, a fin de verificar las reclamaciones, velar por la integridad del proceso de votación y resolver los conflictos que pudieran surgir entre los acreedores. El FMI seguiría enviando señales de su voluntad de proporcionar asistencia para el programa de ajuste del gobierno, en vez de interponerse en los debates entre acreedores y deudores. La asistencia del FMI alentaría a los países deudores a aplicar políticas que protejan el valor de los activos de los acreedores y limiten la distorsión económica que, inevitablemente, acompaña a las reestructuraciones de la deuda.

Tres características distinguen al mecanismo de reestructuración de la deuda soberana de la mayoría de las disposiciones que incluyen las cláusulas de acción colectiva. El primero abarcaría inmediatamente a toda la deuda soberana externa *existente* una vez que el estatuto entre en vigor, a diferencia de las cláusulas en las que se tardará cierto tiempo antes de poder aplicarlas a toda la deuda soberana pendiente. En segundo lugar, mientras que las cláusulas solo obligan a los tenedores dentro de la misma emisión de bonos, el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana permitiría agregar diferentes instrumentos en una sola votación sobre la reestructuración propuesta, como en el caso de la deuda comercial. Por último, la creación de un foro único de solución de diferencias garantizaría la integridad y ayudaría a evitar las ambigüedades de lenguaje o interpretación.

Aunque se ha avanzado considerablemente, es necesario resolver varias cuestiones para que el mecanismo pueda ser operativo. Para empezar, todavía no se ha alcanzado un consenso respecto al alcance de la deuda que abarcaría y se plantean dudas sobre el funcionamiento del foro de solución de diferencias (véase recuadro). El FMI está trabajando también en el marco de política macroeconómica que habrá que adoptar durante una reestructuración y en las medidas que habrá que tomar para limitar las distorsiones económicas que una reestructuración de la deuda, casi inevitablemente, creará. El

## Cómo podría funcionar un mecanismo de reestructuración de la deuda

Aunque todavía se tardará en ultimar los detalles del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana —el FMI está tratando de tener ya una propuesta para las reuniones de abril de 2003— el Directorio Ejecutivo ha considerado dos aspectos importantes.

El primero es qué deuda incluir. Sería necesario incluir los títulos de crédito en poder de acreedores privados que se rigen por la legislación extranjera o están bajo la jurisdicción de tribunales extranjeros, ya que constituyen el principal problema de acción colectiva. La deuda soberana que se rige por la legislación nacional y está sujeta a la jurisdicción de los tribunales nacionales quedaría excluida del mecanismo, al menos inicialmente (una manzana de la discordia porque la deuda sujeta a la legislación nacional es un problema crucial en muchas crisis). El Club de París ya ofrece un mecanismo eficaz y flexible para reestructurar los títulos de crédito de los acreedores oficiales bilaterales, que también quedarían excluidos del mecanismo. Naturalmente, en muchos casos, será necesario reestructurar la deuda que se rige por la legislación nacional y la correspondiente al Club de París, así como la que se rige por la legislación extranjera en poder de acreedores privados, a fin de obtener la reducción necesaria de la deuda y de su servicio. Así pues, es importante introducir mecanismos apropiados para coordinar la reestructuración de la deuda externa privada y de otras deudas.

El segundo aspecto es la posible creación de un foro de solución de diferencias que funcionaría con independencia del FMI. Este foro cumpliría una función muy limitada, es decir, administrar el proceso de votación que permite a una supermayoría tomar una decisión y resolver las diferencias entre los acreedores durante dicho proceso. Un foro de esta naturaleza evitaría que se produjeran conflictos derivados de diferencias de interpretación en las distintas jurisdicciones y garantizaría la interpretación uniforme de las disposiciones del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana.

mecanismo eliminaría algunas trabas jurídicas que impiden que dicha reestructuración sea rápida y ordenada. Sin embargo, no eliminaría la necesidad de determinar qué ajustes de la política macroeconómica son necesarios para que el país haga frente a los pagos de la deuda reprogramada, adopte un perfil de pagos coherente con su trayectoria de ajuste o decida qué medidas tomar para preservar su sistema bancario.

Por último, los 184 países miembros del FMI tendrían que aprobar la propuesta y, posiblemente, modificar la legislación nacional. Actualmente, muchos mercados emergentes temen que el mecanismo pueda elevar el costo de sus préstamos o dificultar el acceso a los mercados. A muchos participantes del sector privado les preocupa la posibilidad de que elimine algunos derechos de los tenedores. En estas circunstancias, hay serias dudas de que una propuesta radical se transforme en realidad. Sin embargo, sería conveniente que los escépticos tomen nota de que, por primera vez en más de una década, existe una tremenda voluntad política para

diseñar un sistema mejor y un marco jurídico más sólido para hacer frente a las inevitables reestructuraciones.

## Otros instrumentos

Por muy útiles que puedan ser el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana y las cláusulas de acción colectiva, no son la solución adecuada para todas las crisis, ni siquiera la solución total para las que requieren una reestructuración de la deuda soberana. Los países seguirán necesitando asistencia financiera temporal para superar una auténtica crisis de liquidez, especialmente si ésta tiene su origen en la situación de los mercados externos. En esos casos, la asistencia financiera oficial, en ocasiones posiblemente muy cuantiosa en comparación con los límites históricos de acceso a los recursos del FMI, puede ser la solución apropiada. Por este motivo, el FMI ha emprendido una serie de reformas.

**Aclarar la política de préstamos del FMI a países con atrasos en los pagos.** Desde finales de los años ochenta, el FMI ha otorgado préstamos a países que tienen atrasos en los pagos de su deuda frente a los acreedores extranjeros privados, a condición de que apliquen las medidas de política apropiadas y se esfuercen, de buena fe, para llegar a un acuerdo de colaboración con sus acreedores. En 1998 se amplió el alcance de esta política, que en principio, se limitaba a los créditos de bancos comerciales, para incluir los atrasos correspondientes a bonos soberanos internacionales y otras formas de financiamiento privado no bancario.

El FMI revisó recientemente esta política para explicar qué podrían hacer los países para llegar sin demora a un compromiso serio con sus acreedores privados. El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un nuevo conjunto de principios y procedimientos para promover un diálogo eficaz durante el proceso de reestructuración. En primer lugar, cuando un país miembro haya llegado al convencimiento de que es necesaria una reestructuración de su deuda, debe entablar un diálogo con sus acreedores, que habrá de mantenerse hasta la conclusión del proceso. En segundo lugar, el país debe compartir puntualmente la información no confidencial que sea pertinente con todos los acreedores. En tercer lugar, debe brindar a éstos la oportunidad de aportar sus ideas al diseño de las estrategias de reestructuración y de cada uno de los instrumentos. En los casos en que se justifique un marco formal de negociación y los acreedores hayan constituido oportunamente un comité de representación, el país debería negociar con dicho comité.

**Una política de acceso más clara y previsible.** El FMI ha mejorado el marco de la política de “acceso excepcional” a sus recursos para ayudar a los países que enfrentan crisis de la cuenta de capital. El FMI está dispuesto a aprobar financiamiento por un monto mayor de lo que se permitiría normalmente si el país cumple los criterios siguientes:

- Que esté sufriendo presiones de balanza de pagos excepcionales sobre la cuenta de capital, como resultado de las cuales necesite financiamiento del FMI que no pueda cubrir dentro de los límites normales.

- Que, tras un análisis riguroso y sistemático, se observe que la deuda es sostenible.

- Que tenga buenas perspectivas de recobrar el acceso a los mercados privados de capital durante el período que habrá de transcurrir hasta que reembolse los recursos al FMI.

- Que las políticas económicas —incluidos no solo los planes de ajuste, sino también la capacidad institucional y política para implementarlos— tengan grandes probabilidades de éxito.

**Reestructuración de los mecanismos.** El FMI ha reestructurado sus instrumentos de préstamo eliminando los menos utilizados, introduciendo otros nuevos y mejorando los existentes. Uno de ellos —las líneas de crédito contingente (LCC) creadas en 1999 para ayudar a los países afectados por los efectos de contagio financiero— no se ha utilizado hasta la fecha y, por lo tanto, se está rediseñando. La idea que subyace tras las LCC es contar con un mecanismo de precaución para los países que aplican sólidas políticas económicas y tienen un sistema financiero robusto, pero que son vulnerables al contagio. En caso de crisis, un país previamente habilitado podría recibir de inmediato una parte sustancial del préstamo. De forma más general, el FMI ha emprendido una reforma importante de la condicionalidad (véase “Notas breves”, pág. 3), un tema que tiene ramificaciones que trascienden con mucho las crisis de la cuenta de capital.

**Mejorar los análisis de viabilidad.** Por último, se ha desarrollado y se está implementando actualmente un marco más sistemático para evaluar la viabilidad de la deuda (véase “Deuda: ¿Cuándo es excesivo el nivel de endeudamiento?” pág. 12) y que tiene por objeto facilitar el diagnóstico de los problemas, mejorar el diseño de los programas económicos y fundamentar las decisiones de financiamiento. **F&D**

---

*Inutu Lukonga es economista principal en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI.*

## Más información sobre las crisis

En el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)) se ofrece gran cantidad de información respecto al enfoque de prevención y solución de crisis que sigue la institución. Las fichas técnicas sobre las políticas e iniciativas del FMI son un buen punto de partida (“The IMF and the Private Sector”, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/privsec.htm>, y “Sovereign Debt Restructuring Mechanism”, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>). Los estudios temáticos del FMI constituyen otra buena fuente de información (véase, por ejemplo, “Solución y prevención de las crisis financieras: El papel del sector privado”, <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2001/esl/032601s.htm>), al igual que las notas de información al público, en particular, “IMF Concludes Discussions on Review of Access Policy in the Credit Tranches and Under the Extended Fund Facility”, Nota de información al público 01/102, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2001/pn01102.htm> y “IMF Board Completes Review of IMF Financial Facilities”, Nota de información al público 00/101, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2000/pn00101.htm>.