

Eva Valle Maestro\*

# LA NEGOCIACIÓN DE LA DEUDA INTERNACIONAL. EFECTOS DE LA POLÍTICA DE LENDING INTO ARREARS

*El papel del Fondo Monetario Internacional en la resolución de crisis ha evolucionado en los últimos años, tal y como muestra la aplicación de una política de Lending into Arrears que establece los criterios para la concesión de financiación por parte del Fondo cuando, tras una crisis en la balanza de pagos, el país incurre en atrasos con sus acreedores privados. El objetivo de la misma es, por tanto, coadyuvar a la resolución de la crisis asegurando una reestructuración ordenada de la deuda y la recuperación de la viabilidad externa.*

**Palabras clave:** sistema financiero internacional, deuda externa, crisis financieras, reestructuración de deuda, FMI.

**Clasificación JEL:** F34, O19.

## 1. La política de Lending into Arrears del Fondo Monetario Internacional

La política de concesión de préstamos a países en situación de atrasos en sus pagos a acreedores privados (*Lending into Arrears* (LIA), en su denominación en inglés) que lleva a cabo el Fondo Monetario Internacional (FMI) pretende promover un ajuste eficaz por parte del país deudor, con el objeto de asegurar una reestructuración ordenada de su deuda y de recuperar la viabilidad exterior de sus economías. Con carácter general, en sus políticas de préstamo, el FMI no tolera impagos de paí-

ses soberanos, por lo que, en este caso, el LIA es una excepción a la regla general, bajo determinadas condiciones.

### Base jurídica y principios

La política de LIA se fundamenta jurídicamente en el artículo V del Convenio Constitutivo del FMI, según el cual:

«el FMI, en el uso de sus recursos generales, debe adoptar políticas que ayuden a sus miembros a resolver problemas específicos de balanza de pagos de forma consistente con las disposiciones del Convenio Constitutivo y que establezcan garantías o salvaguardas adecuadas para el uso temporal de dichos recursos».

---

\* Consejera de España ante el FMI. Técnico Comercial y Economista del Estado.

En este artículo aparecen los dos principios centrales que han definido, a lo largo del tiempo, los límites de la política general del FMI de no tolerar atrasos en su decisión de conceder préstamos: el principio de ajuste efectivo de la balanza de pagos y el de proteger los recursos del FMI.

Según el primero de ellos, el FMI inicialmente era de la opinión de que incurrir en retrasos era lo peor que un país podía hacer para responder a presiones sobre su balanza de pagos, tanto desde el punto de vista del bienestar del propio país como de los efectos a nivel internacional. Por un lado, incurrir en atrasos hacía más difícil para el país acceder a nuevas formas de financiación, en particular a los mercados financieros internacionales y, ello, a su vez, extendía en el tiempo el problema de balanza de pagos. Por otro lado, apoyar a un país en situación de atrasos, a través de un préstamo, suponía tolerar una situación que contradecía los objetivos del FMI, esto es, mantener la estabilidad del sistema de pagos internacionales. En efecto, un país que incurre en atrasos puede afectar a la solvencia de los acreedores y crea desconfianza en el sistema financiero internacional, desconfianza que se puede extender a otros países de características similares.

Como veremos, a finales de los años ochenta, el FMI, basándose en este mismo principio, considerará necesario conceder préstamos, bajo determinadas condiciones, a países en situación de impagos (o de atrasos), para evitar el veto que en la práctica podían imponer sus acreedores.

El segundo de los principios que citábamos, salvaguardar los recursos del FMI, cobró importancia a partir de la crisis de la deuda de los años ochenta. En este contexto, la cofinanciación privada de los programas del FMI se hizo más difícil por lo que los recursos del FMI ganaron en importancia. Así, no tolerar atrasos se convirtió en una condición *de facto* necesaria para que el prestatario recobrar acceso a los mercados financieros internacionales y, de esta forma, pudiera devolver el préstamo del FMI.

Cuando a finales de los ochenta el FMI decide tolerar, al menos parcialmente, los atrasos, la salvaguardia de los recursos del FMI se logra a través de la imposición de un conjunto de condiciones cuyo objetivo es que el deudor recobre la credibilidad internacional y por tanto le sea más fácil repagar al FMI.

## Evolución histórica

La política de concesión de préstamos a países en situación de atrasos en sus pagos a acreedores privados surge en el FMI como medio de ayudar a solventar las crisis de deuda. Se pueden distinguir cuatro etapas, en función de cómo ha ido evolucionando la relación entre acreedores privados, países deudores y FMI en las diferentes crisis de deuda y, sobre todo, de cuáles han sido las lecciones que el FMI ha obtenido de ellas.

Como hemos descrito, hasta 1989 la política del FMI era la de no tolerar atrasos en los pagos a los acreedores privados. Esto es, para que un programa fuera aprobado, se exigía la eliminación de los impagos existentes y que no se acumularan nuevos impagos o atrasos durante el período de aplicación del programa. Esta política tenía el efecto de condicionar la disponibilidad de fondos del FMI para un Estado Miembro en proceso de ajuste, al acuerdo de este país con sus acreedores privados. Habitualmente, este acuerdo incluía una combinación de reestructuración de los impagos, de los vencimientos, así como la aportación de fondos adicionales que ayudaban al Estado a cumplir con sus obligaciones. Para hacer operativa esta regla, el directorio del FMI adoptó la convención de que la firma de un acuerdo escrito entre el país y una «masa crítica»<sup>1</sup> de bancos acreedores equivalía a la eliminación de los atrasos y a la existencia de garantías suficientes de obtener financiación bancaria. En la práctica, el Estado deudor negociaba con un comité de seguimiento compuesto por una

---

<sup>1</sup> Se tomaba como norma general que la «masa crítica» se componía de acreedores que poseyeran el 90 por 100 del riesgo.

muestra representativa de los principales acreedores, que tenían en cuenta en los términos de la negociación, el marco macroeconómico que, a su vez, se negociaba en paralelo con el FMI. El mecanismo funcionaba porque, inicialmente, incentivaba a los bancos a cooperar en la financiación de los programas del FMI con la diligencia debida para evitar las consecuencias negativas que las crisis de deuda podrían imponer a su solvencia.

Esta política tuvo éxito durante buena parte de los años ochenta. Sin embargo, a finales de la década eran cada vez más visibles las reticencias de los bancos a llegar a acuerdos y a aportar nuevos fondos para los programas de ajuste del FMI. Los bancos tenían un menor incentivo a negociar, al haber saneado una buena parte de los créditos impagados y al haberse desarrollado un mercado secundario para los mismos. Esta mejora de la situación relativa de los acreedores hacía que la política de no prestar en situación de atrasos otorgara excesiva fuerza a los bancos acreedores que, *de facto*, disfrutaban de un derecho de veto sobre los acuerdos del FMI que limitaba la capacidad de éste de apoyar los esfuerzos de ajuste de sus miembros y, por tanto, ponía en riesgo el propio ajuste.

Precisamente para eliminar este derecho de veto, el FMI, en 1989, modificó su política de préstamos en situación de atrasos, y comenzó, bajo determinadas circunstancias, a tolerar atrasos temporales en los pagos a los bancos comerciales. En concreto, se empezaron a aprobar programas antes de que los bancos hubieran asegurado su apoyo financiero y, por tanto, la eliminación de los atrasos. Esta nueva orientación no estaba exenta de riesgos para el FMI, ya que la existencia de atrasos y, en general, la incertidumbre respecto a la relación entre acreedor y deudor cuestionaba que el Estado Miembro pudiera acceder a los mercados financieros internacionales a corto plazo y, por tanto, que pudiera devolver el préstamo del FMI. Para aminorar este riesgo se introdujo la condición de que este tipo de programas estarían sujetos a lo que se denominó *financing assurances review*, es decir, a una revisión periódica de la capacidad de pagos del país. Las circunstancias bajo las cuales el FMI comenzó a

prestar en situación de atrasos eran tres. La primera se refería a que el apoyo inmediato del FMI debía ser esencial para la correcta aplicación del programa de ajuste. En segundo lugar se exigió que, en el momento de aprobarse el nuevo programa, el Estado Miembro debía haber iniciado negociaciones con sus acreedores. Por último, se esperaba que un paquete financiero que permitiera la viabilidad externa del país fuera acordado en un tiempo razonable. Además, para facilitar el acuerdo entre el país deudor y los acreedores bancarios, el FMI permitió que sus recursos sirvieran para financiar los pagos iniciales de la deuda Brady y las operaciones de reducción del servicio de la deuda.

La política de LIA experimenta una nueva modificación en 1998, destinada a ampliar su campo de actuación y adaptarlo a la nueva realidad de los mercados internacionales de capital. A partir de 1998, el FMI, también bajo determinadas condiciones, comienza a tolerar atrasos temporales en los pagos, no sólo a los bancos comerciales, sino también a los emisores de bonos internacionales de países soberanos. El motivo principal de esta modificación era que, ante el papel cada vez mayor de la financiación mediante bonos frente a la de los préstamos sindicados, era posible que el FMI tuviera que apoyar a un país que tuviera atrasos con los suscriptores de dichos bonos. Además parecía conveniente que la revisión periódica de la capacidad de pagos del país (*financing assurances review*), incluyera la evaluación de los riesgos asociados a que dichos suscriptores iniciaran procesos de litigación que amenazaran la aplicación efectiva de los programas del FMI. Las dos primeras circunstancias exigidas por el FMI en este caso eran similares a las exigidas en el caso de un préstamo sindicado (esto es, el apoyo del FMI debía ser esencial y las negociaciones entre el deudor y sus acreedores debían haber comenzado). Pero, la tercera se modificó ligeramente de forma que debía existir evidencia de que el país deudor y sus acreedores estaban negociando *de buena fe*<sup>2</sup> un plan de

<sup>2</sup> *Good faith efforts.*

reestructuración de la deuda. Este nuevo criterio pretendía hacer frente a la especial naturaleza de las emisiones de bonos frente a los préstamos sindicados.

Sin embargo, en 1999 se constató que los dos últimos criterios, de nuevo, otorgaban a los acreedores un poder de decisión sobre las políticas de FMI similar al que se había intentado evitar en 1989. Ahora, el incentivo de los acreedores a negociar proviene de su intento por mantener, individualmente, el valor de sus activos y no por devolver al país que había incurrido en *default* la capacidad de acceder a los mercados financieros internacionales, como ocurría en los años ochenta con los préstamos sindicados. En estas circunstancias era más probable que las negociaciones deudor-tenedores de bonos pudieran alargarse en el tiempo por fallos de coordinación (el grupo de tenedores de bonos puede ser muy heterogéneo), llegar a una situación de bloqueo o dar lugar a un proceso de litigios. Además, no hay que olvidar que, a finales de los noventa, tras las crisis asiática y rusa, la disponibilidad de fondos prestables para los países emergentes era muy reducida (la prima de riesgo era elevada). Ello, evidentemente, favorecía a los acreedores en la negociación, quienes podían elevar su precio de reserva y conseguir un mejor acuerdo.

Todo lo anterior implicaba que, incluso si las políticas aplicadas por el país deudor eran adecuadas y el apoyo del FMI era esencial para el ajuste, el FMI no podría prestar al país porque no se cumplirían los criterios segundo y tercero de la política de 1998, debido a los incentivos a negociar de los acreedores. Por ello, se optó por cambiar estos dos criterios por el de estimar si el deudor estaba, de buena fe, haciendo esfuerzos suficientes para alcanzar un acuerdo de colaboración con sus acreedores.

Por último, en 2002, se introdujo una última modificación<sup>3</sup> en la política de LIA, con el objeto de que que-

dara claro, a lo largo del procedimiento, que el deudor estaba negociando un acuerdo *de buena fe*. Los principios que el FMI debe tomar como referencia para evaluar dicho criterio son tres: diálogo temprano con sus acreedores hasta que se complete la reestructuración; el deudor debe compartir la información no confidencial de que disponga con todos sus acreedores; y el deudor debe dar la oportunidad a sus acreedores de participar en el diseño de las estrategias de reestructuración. Con estos principios se pretende la aplicación flexible del criterio de *good faith* de forma que se adapte a las circunstancias de cada negociación.

## 2. La negociación de la deuda. Incentivos

Como hemos visto, la evolución de las relaciones entre el país deudor, sus acreedores y el FMI, así como los incentivos de cada uno a actuar de formas distintas, han ido haciendo evolucionar la política de LIA del FMI.

La literatura económica ha estudiado, desde el punto de vista teórico, las relaciones entre deudores y acreedores y los factores que llevan a que el resultado de sus negociaciones ante una situación de atrasos y/o impagos sea uno u otro en función de los mismos. Basándonos en las principales conclusiones que la literatura económica de negociación internacional, aplicada a la reestructuración de deuda soberana, ha obtenido vamos a intentar extrapolar si la actuación del FMI a través de su política de LIA puede modificar la capacidad de negociación de deudores y/o acreedores y, si puede hacerlo, en qué sentido.

Cualquier modelo de negociación tiene como elementos comunes los siguientes. La negociación se plantea entre acreedores (habitualmente bancos comerciales o bonistas) y deudores (en ese caso un país soberano que ha incurrido o puede incurrir en impagos). Además, los acreedores carecen de una jurisdicción que garantice el cumplimiento de sus contratos, de forma que sólo pueden hacerlo a través de vías indirectas o de negociación.

---

<sup>3</sup> *The acting chair's summing up, Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors-Further Consideration of the Good Faith Criterion*, Executive Board meeting 02/92, 9/4/02.

A continuación vamos a desarrollar escenarios de negociación alternativos, según los elementos adicionales a esta estructura básica.

**Primer escenario: No existe el FMI ni tampoco un sistema internacional de regulación de la quiebra soberana**

Si tomamos como punto de partida el hecho de que un país soberano puede quebrar y no repagar su deuda a los acreedores, nos planteamos, al menos, tres preguntas: ¿Por qué, sabiendo esto, un acreedor sigue prestando? ¿Por qué, si puede quebrar, acepta un deudor pagar su deuda o parte de ella a través de un proceso de negociación? ¿Cuál es el resultado de dicha negociación?

En el caso del acreedor, prestando a un país soberano, obtiene una remuneración mayor que la que obtendría en otros mercados de menor riesgo. A cambio de la prima de riesgo, acepta una posibilidad de quiebra. Sin embargo, esta posibilidad es limitada, precisamente porque el deudor tiene incentivos a pagar como veremos a continuación. Aunque se trate de un Estado soberano, existen mecanismos de sanción de los impagos. Además, empíricamente se ha constatado que prestar a soberanos resulta más rentable que otro tipo de operaciones, incluso cuando éstos entran en quiebra. Es decir, los incentivos que tiene el deudor soberano a pagar son suficientes para más que compensar la ausencia de un marco legal internacional, lo que también se refleja en una menor prima de riesgo de los instrumentos emitidos por el soberano frente a los particulares del mismo país.

Por otra parte, algunos autores<sup>4</sup> han argumentado que el incentivo de los prestamistas a ser más prudentes sería mayor en ausencia de instituciones que coordinen sus intereses (típicamente el FMI). Si el coste del riesgo recayera por completo en el prestamista, éste tendría un mayor incentivo a discriminar entre potencia-

les prestatarios, en función de su credibilidad y/o reputación<sup>5</sup>. En definitiva, la existencia de instituciones como el FMI hace aparecer el problema del azar moral.

Por su parte, la razón por la que el deudor decide pagar su deuda es la de evitar las sanciones que supone no hacerlo. La literatura económica ha estudiado el tema ampliamente. Antes de repasar los principales resultados, es necesario entender la relación entre comercio y endeudamiento. Un país necesita endeudarse para financiar su déficit comercial presente a cambio de un superávit futuro, con el que repagar la deuda. Es decir, el endeudamiento permite alisar en el tiempo la deuda de consumo e inversión y, de esta manera, optimizar los recursos de acreedores y deudores. Por ello, la suspensión del crédito internacional genera costes para el deudor pero también, aunque generalmente en menor medida, para el acreedor. Además, a medida que los países se integran más en el proceso de globalización estos costes son más importantes.

Básicamente existen tres tipos de sanciones. El primero de ellos es la posibilidad de que los activos del deudor en terceros países sean embargados por sus acreedores. La peculiaridad de esta sanción es que se impone a través de una autoridad que garantiza el cumplimiento de las obligaciones. Sin embargo, el peso de estos activos sobre el total de la deuda suele ser muy pequeño aunque significativo para el deudor si se trata de activos estratégicos. Más importancia puede tener para el deudor la dificultad de tener activos en los países acreedores en el futuro.

El segundo tipo de sanción consiste en que un deudor que pierde su reputación de pago pierda el acceso a los mercados financieros internacionales en el futuro. Los modelos basados en la reputación como coste de incurrir en un impago han estado en el centro del debate económico en los últimos años<sup>6</sup>. Por ejemplo, Eaton y

<sup>4</sup> EICHENGREEN y PORTES (2000), entre otros.

<sup>5</sup> EICHENGREEN y PORTES (2000)

<sup>6</sup> EATON, GERSONOVITZ y STIGLITZ (1986); GROSSMAN y VAN HUYCK (1988); MANUELLI (1986); COLE y ENGLISH (1987); COLE y KEHOE (1996); WRIGHT (2001); TOMZ (2002).

Gersovitz (1981) presentan un modelo en el que la amenaza de restringir su acceso a los mercados de capitales, rompiendo la posibilidad de optimizar intertemporalmente su saldo comercial, incentiva a los deudores a repagar. Cole y Kehoe (1998) la pérdida de reputación de un país en un ámbito afecta a todos sus otros ámbitos de actuación. Sin embargo, Bulow y Rogoff (1989b) son escépticos en cuanto a la posibilidad de exclusión total de un deudor de los mercados como consecuencia de un impago. Según ellos, otros potenciales prestamistas tienen incentivos suficientes a prestar de nuevo, disminuyendo los costes del impago para el deudor. La conclusión es que es necesaria una autoridad externa que garantice el pago para que funcione el sistema de crédito. Porque, para estos autores, la reputación no tiene fuerza suficiente. Frente a ello, Kletzer y Wright (2000) demuestran cómo es posible establecer un sistema de incentivos que eviten los problemas de coordinación entre acreedores y que, además, expliquen la actividad de préstamo a pesar de la posibilidad de quiebra. Para estos autores, las sanciones asociadas a una quiebra son suficientes para mantener la existencia del crédito en situación de «anarquía».

El tercer tipo de sanción es la posibilidad de que el país deudor se vea privado de los beneficios del comercio internacional que es, además la razón por la que se endeuda y el medio a través del cual devuelve su endeudamiento. Esta explicación es generalmente aceptada por la literatura económica<sup>7</sup>, sin embargo hay escasa evidencia empírica de su importancia. Lo que sí parece cierto que existe una relación positiva entre mayor nivel de endeudamiento y mayor nivel de comercio aunque la causalidad puede ir en ambas direcciones (Rose y Spiegel, 2004). Uno de los principales resultados que encuentra Rose (2002) es que después de un *default* el comercio internacional del país deudor se reduce sustancialmente durante un importante número de años, aunque no iden-

tifica las causas. Sin embargo, apunta como una posibilidad que ello sea consecuencia de medidas de castigo. Pero en un mundo en el que el número de países miembros de la Organización Mundial de Comercio va en aumento, las represalias comerciales directas son cada vez menos frecuentes como consecuencia del principio de no discriminación que rige en los artículos del GATT. A pesar de ello, sí cabe la posibilidad de que los bancos acreedores corten el crédito comercial<sup>8</sup>.

En definitiva, si bien hay tres grandes tipos de sanciones para explicar los incentivos del deudor a pagar, hay poca evidencia empírica respecto a cuál prevalece sobre los demás, especialmente entre los dos últimos. Recientemente, algunos autores, entre ellos Rose y Spiegel (2004), están intentado crear un cuerpo empírico relevante sobre la naturaleza y consecuencias del préstamo soberano con el objeto tanto de poder discriminar entre las diversas teorías como de construir un marco de referencia útil para la política económica.

Respecto a cuál es el resultado de una negociación sobre la deuda soberana entre el acreedor y el deudor, éste, como en cualquier negociación, depende del factor tiempo. Tanto acreedores como deudores tienen costes que aumentan con el tiempo que dura la negociación y que, a su vez, dependen de diversos factores:

- *Tipos de interés mundiales.* Ante una subida no anticipada de los tipos de interés mundial, el coste de oportunidad de los acreedores por tener sus activos inmovilizados en la negociación aumenta. Por tanto, antes estarán dispuestos a llegar a un acuerdo<sup>9</sup>.

- *Capacidad de acceso al crédito del deudor (prima de riesgo).* Cuanto menor sea la disponibilidad de recursos para el deudor, mayor es su coste de permanecer en la situación de impago por dos razones: mayor será su dificultad de reintegrarse en el comercio internacional y más empeorará su reputación. Por el contrario, si el país deudor, a pesar de encontrarse en situación de im-

<sup>7</sup> BULOW y ROGOFF (1989), KALETSKY (1985), ROSE (2002), ROSE y SPIEGEL (2004), M. WRIGHT (2004).

<sup>8</sup> KOHLSCHEEN, y O'CONNELL (2003).

<sup>9</sup> BULOW y ROGOFF (1989a).

pago consigue fuentes de financiación alternativas puede alargar casi indefinidamente la negociación.

- *Volumen de comercio.* La disminución de los flujos comerciales como consecuencia de un impago y de la prolongación de la negociación tiene efectos negativos tanto sobre el país deudor, como sobre sus socios comerciales que estarán interesados en la rápida finalización de la negociación. Es decir, los bancos acreedores se verán reforzados no sólo por el deterioro de la situación del deudor, sino también por el interés de algunos gobiernos en restablecer los flujos de comercio.

- *Nivel de reservas.* Cuanto mayor sea el volumen acumulado de reservas de un país antes de su *default*, mayor será su capacidad de resistencia a la sanción, en forma de restricción del crédito comercial<sup>10</sup>. De hecho, esto explicaría por qué los países incurren en un impago antes de agotar sus reservas.

- *Relación real de intercambio y output:* un *shock* favorable durante la negociación en cualquiera de estos dos elementos aumenta el nivel de reservas del deudor y, por tanto, su capacidad de resistencia.

- *Acreedores potenciales.* Cuanto mayor sea el número de acreedores potenciales, menor es el incentivo del deudor a pagar y a negociar porque mayor es la probabilidad de obtener nuevos préstamos<sup>11</sup>. Bulow y Rogoff (1989b) ponen de manifiesto que, en este contexto, es necesaria la existencia de una institución que vele por el cumplimiento de la «amenaza» de no préstamo al país que ha incurrido en *default* y, de esta forma, garantizar el pago al acreedor. Por su parte, Kletzer y Wright (2000) demuestran que es posible conseguir el mismo resultado con un sistema de incentivos entre los acreedores presentes y potenciales que mantenga la solidaridad entre ellos. En concreto se puede diseñar un esquema en el que aquel que rompa la solidaridad entre acreedores, se enfrente a la posibilidad casi cierta de impago por parte del deudor. Es lo que en la teoría de juegos se conoce

como *cheat the cheater*. En todo caso, estas aportaciones ponen de manifiesto la necesidad de coordinación entre acreedores para que la amenaza sea creíble.

- *Coordinación entre acreedores.* En la negociación, la posición de los acreedores adquiere fuerza si éstos son capaces de negociar unidos y evitar la existencia de *free riders*<sup>12</sup>. Estos problemas de acción colectiva, como se conocen en la literatura económica, explicarían la aparición de comités de acreedores como la Corporation of Foreign Bondholders en Reino Unido en 1868 o el Foreign Bondholders Protective Council en Estados Unidos en 1933, ambas anteriores a la creación del FMI, y, más recientemente, el Club de París o el Club de Londres. También justificaría que el FMI pudiera desempeñar un papel en este ámbito<sup>13</sup>. De hecho, la existencia de foros de coordinación de los acreedores como elemento decisivo en la negociación adquiere importancia a medida que la financiación se articula cada vez más a través de bonistas (mucho más dispersos y heterogéneos) y no de préstamos bancarios sindicados.

### 3. Aportación del FMI a la negociación de la deuda

#### Segundo escenario: Existe el FMI y tiene una política de no prestar a un país en situación de atrasos

La entrada en escena del FMI reduce los costes de negociación tanto para acreedores como para deudores, a través de la reducción del tiempo de la negocia-

<sup>12</sup> EICHENGREEN y PORTES (1989 y 2000), MAURO y YAFEH (2002), TOMZ (2003), WRIGHT (2003).

<sup>13</sup> Otras iniciativas se han referido al uso de Collective Action Clauses para evitar la existencia de bonistas que, ante una reestructuración, decidan seguir la vía judicial, actuando de esta forma como *free riders*.

<sup>14</sup> Cualquier intento de organización del proceso de reestructuración de deuda se traduce en una disminución del tiempo de negociación. EICHENGREEN y PORTES (2000) muestran la disminución en el número de años transcurridos entre el *default* y la cancelación de la deuda en los momentos en que dicho proceso ha sido más organizado.

<sup>15</sup> EICHENGREEN y PORTES (2000) argumentan, en esta línea, que la introducción de una política de LIA a principios de los ochenta (y no a

<sup>10</sup> KOHLSCHEEN y O'CONNELL (2003).

<sup>11</sup> BULOW y ROGOFF (1989b).

ción<sup>14-15</sup>. En un escenario en el que aún no existe la política de LIA, la labor del FMI consistía en actuar de intermediario entre las dos partes presentes en la negociación (bancos comerciales y país deudor) y aportar fondos al deudor cuando ambas partes hubieran alcanzado un acuerdo<sup>16</sup>. En la práctica, la presencia del FMI en la negociación aceleraba la misma porque su aportación de fondos para salir de la crisis actuaba de incentivo para que ambas partes alcanzaran un acuerdo.

La razón por la que el FMI tiene incentivo a actuar como intermediario en una negociación de este tipo es que los gobiernos que lo forman tienen también interés en reducir el tiempo de negociación. Los gobiernos se ven afectados por un *default* a través de dos vías. Por un lado existe un volumen de comercio y de inversiones con el país deudor que se ven reducidos por la crisis de la deuda y que los gobiernos tienen interés en recuperar cuanto antes. En segundo lugar existe la posibilidad de contagio de la crisis y, por tanto, de aparición de un riesgo sistémico. Por ello los gobiernos están dispuestos a aportar fondos al FMI para reducir estos costes, aunque sea a costa de cargar sobre el contribuyente parte de los costes que deberían asumir el deudor y los bancos comerciales.

En un primer momento, podemos pensar que la aceleración de la negociación favorecería más a los bancos acreedores, quienes se encontraban en una situación más insostenible con riesgo de quiebra del sistema financiero internacional. La intervención del FMI «equilibra» la situación ya que sus fondos actuaban como «cebo» para el deudor quien, ante la existencia de más fondos disponibles, consigue que, como hemos visto, el resultado de la negociación le favorezca más. Efectivamente, el mecanismo incentivaba a los bancos a cooperar en la financiación de los programas del FMI con la di-

ligencia debida para evitar las consecuencias negativas que las crisis de deuda podrían imponer a su solvencia.

Este equilibrio se rompe, cuando la situación de los bancos acreedores deja de ser precaria. A partir de ese momento, la prioridad de los bancos ya no es alcanzar un acuerdo cuanto antes y pasa a ser la devolución completa de las deudas. La intervención del FMI, en los términos en los que se hacía inicialmente, favorece claramente a los bancos acreedores porque les otorga un derecho de veto que perjudica al deudor que debe soportar los costes de que la negociación se prolongue en el tiempo.

De lo anterior se deduce que la mera existencia del FMI con su actividad de préstamo, aun sin la existencia todavía de la política de LIA, no es neutral desde el punto de vista del resultado de la negociación.

### **Tercer escenario: Existe el FMI y ha puesto en marcha una política de *Lending into Arrears***

Ante la asimetría en la negociación que provocaba la existencia de la política de préstamos del FMI hasta 1989, surge, como hemos visto la política de *Lending into Arrears* (LIA).

Bajo el sistema actual, la negociación se realiza caso por caso y el préstamo del FMI está sujeto a una cláusula sometida a interpretación como es la del *good faith efforts* en la negociación con los acreedores. Ello hace que, en función del tamaño del país, su capacidad de generar riesgo sistémico, la situación de liquidez internacional, el volumen de reservas del deudor, el número de acreedores y su capacidad para coordinarse y de las alianzas internacionales del país, la política del FMI refuerza o debilita la posición del deudor. Por tanto, el resultado de la negociación no está cerrado.

Por ejemplo, si el país que ha incurrido en *default* tiene una capacidad de resistencia elevada según los criterios que hemos visto en el escenario primero, y no precisa con urgencia de los fondos del FMI, puede llevar a cabo una negociación en solitario con los acreedores dejando al FMI como mero espectador y con resultados más favorables para el deudor. Por el contrario, un país

---

finales de la década, como sucedió) podría haber acelerado aún más el proceso de resolución del problema de la deuda.

<sup>16</sup> Como hemos señalado con anterioridad, bastaba con que el acuerdo se alcanzara con una «masa crítica».

con una situación de urgencia en la necesidad de fondos en su negociación con los acreedores está condicionado por la interpretación que de su actuación haga el FMI.

De lo anterior se deduce que la existencia de una política de LIA tal y como está diseñada en la actualidad, es más flexible que el sistema anterior y, de esta forma permite optimizar el resultado de la negociación en cada uno de los casos. Sin embargo, introduce elementos de incertidumbre que hacen inestable el sistema. En todo caso hay escaso desarrollo de la literatura económica en el campo de cómo afecta la actuación del FMI a los procesos de negociación de deuda.

#### **Cuarto escenario: Existe el FMI y además existe una regulación internacional de la quiebra soberana**

Se trataría de aproximar la situación de la quiebra internacional soberana a la de la quiebra dentro de las fronteras de un país, de forma que exista un mecanismo de fuerza para hacer cumplir las obligaciones de pago. Un sistema de estas características implica la cesión de partes de soberanía de los países que hacen difícil su adopción hoy en día. La gran ventaja que presenta esta opción frente a las anteriores es que se trata de un sistema estable y predecible.

Un número de diversas propuestas se han hecho para mejorar la actual política de LIA. Quizá la más destacada sea de Krueger (2001) basada en los trabajos de Haldane y M. Kruger (2001) y otros que pasa por la creación de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (SDRM, en sus siglas en inglés) que incentive a los gobiernos y a sus acreedores a alcanzar un acuerdo rápido y de cooperación en la reestructuración de deuda insostenible, al menor coste posible.

#### **4. Conclusiones**

La política de LIA que lleva a cabo el Fondo Monetario Internacional (FMI) pretende promover un ajuste eficaz

por parte del país deudor, con el objeto de asegurar una reestructuración ordenada de su deuda y de recuperar la viabilidad exterior de sus economías. Ello también beneficia a los acreedores y a terceras partes que mantienen relaciones con el país deudor.

Como hemos visto, la evolución de las relaciones entre el país deudor, sus acreedores y el FMI, así como los incentivos de cada uno a actuar de formas distintas, han ido haciendo evolucionar la política de LIA del FMI. El estudio de estos aspectos por parte de la literatura económica nos ha permitido extraer varias conclusiones.

Por un lado, es necesario conocer las razones por las que algunos agentes tienen incentivos para prestar a un país soberano, así como las razones por las que este último decide devolver el préstamo y no incurrir en *defaults* de forma recurrente. Por otro lado, existe un amplio conjunto de variables que incide en el poder de negociación de cada una de las partes, a la hora de llegar a un acuerdo una vez que se ha producido un *default*.

Aunque los incentivos a la prudencia de los prestamistas serían mayores sin la existencia de instituciones como el FMI, y desaparecerían los efectos provocados por el azar moral, la situación distaría de ser la idónea. La teoría de la negociación aplicada a la resolución del problema de la deuda nos recuerda que los problemas vinculados a la acción colectiva y a la aparición de *free riders* no son despreciables.

En definitiva, una conclusión que sin duda podemos extraer del repaso a la literatura sobre el tema es que, sin el FMI, la vida continuaría: los prestamistas continuarían prestando y los prestatarios seguirían accediendo al crédito. Sin embargo, es muy posible que la resolución de un *default* sea más eficiente con un intermediario como el FMI, que reduzca el tiempo de negociación, que sin él. Es decir, no sólo parece que la actuación del FMI puede influir en la capacidad de negociación de deudores y acreedores, sino que es muy probable que su participación sea Pareto eficiente. En todo caso, hay escaso desarrollo de la literatura económica en el campo de cómo afecta la actuación del FMI a los procesos de negociación de deuda

y ésta es una de las áreas en las que quizá cabría más estudio.

A partir de aquí, lo que cabe plantearse es si el instrumento con el que cuenta en la actualidad el FMI, la política de LIA, es el más apropiado y, si no lo es, si es posible acordar otro más eficiente.

Como hemos visto en el repaso histórico de la política de LIA, la misma ha ido adaptándose a lo largo del tiempo para hacer frente a los cambios en las circunstancias económicas que han ido haciendo evolucionar el comportamiento de prestamistas, prestatarios y terceros. Esta evolución es muestra de que el FMI cuenta con un instrumento flexible, más apropiado en este sentido que en la situación anterior a 1989, que permite optimizar el resultado de la negociación en cada uno de los casos. Sin embargo, como hemos explicado, introduce elementos de incertidumbre que hacen inestable el sistema.

Una mayor estabilidad parece poderse conseguir a cambio de una mayor cesión de soberanía, de forma que sea posible establecer un mecanismo de fuerza para hacer cumplir las obligaciones de pago a nivel internacional. Las propuestas que se han realizado en esta dirección hasta ahora han tenido escaso éxito.

## Referencias bibliográficas

[1] BULOW, J. y ROGOFF, K. (1989a): «A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt», *Journal of Political Economy*, 97, 155-178.

[2] BULOW, J. y ROGOFF, K. (1989b): «Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?», *The American Economic Review*, volumen 79, número 1, Mar., 43-50.

[3] COLE, H. L. y KEHOE, P. J. (1998): «Models of Sovereign Debt: Partial Versus General Reputations», *International Economic Review*, volumen 39, número 1, páginas 55-70.

[4] COLE, H. L., Y KEHOE, P. (1996): «Reputation Spillovers Across Relationships: Reviving Reputation Models of

Debt», *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 5486, marzo.

[5] EATON, J. y GERSOVITZ, M. (1981): «Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis», *Review of Economic Studies*, volumen 48, abril, páginas 289-309.

[6] EICHENGREEN, B. y PORTES, R. (1989): «After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years», in *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, edited by B. EICHENGREEN and P. H. LINDERT, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, páginas 12-47.

[7] EICHENGREEN, B. y PORTES, R. (2000): «Debt Restructuring with and Without the IMF», para *International Financial Institutions Advisory Committee*, Washington DC.

[8] KALETSKY, A. (1985): *The Costs of Default*, New York: Priority Press.

[9] KLETZER, K. M. y WRIGHT, B. D. (2000): «Sovereign Debt as Intertemporal Barter», *American Economic Review*, volumen 90, número 3, páginas 621-39.

[10] KOHLSCHEN, E. y O'CONNELL, S. A. (2003): «A Recontracting Sovereign Debt Model with Trade Credit», *Mimeo*, I.I. E.S. Stockholm.

[11] KRUEGER, A. (2001): «A New Approach to Sovereign Debt Restructuring», April disponible en [www.imf.org/external/pubind.htm](http://www.imf.org/external/pubind.htm).

[12] MAURO, P. y YAFEH, Y. (2002): «The Corporation of Foreign Bondholders» (*WP/03/107*) Washington: International Monetary Fund).

[13] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1996): *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, MA: MIT Press.

[14] ROSE, A. K. (2002): «One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade», *NBER Working Papers 8853*.

[15] ROSE, A. K. y SPIEGEL, M. M. (2004): «A Gravity Model of Sovereign Lending: Trade, Default, and Credit», *IMF Staff Papers*, volumen 51, special issue, páginas 50-63.

[16] TOMZ, M. (2002): *Sovereign Debt and International Cooperation: Reputational Reasons for Lending and Repayment*, unpublished; Stanford, California: Stanford University, Disponible en <http://www.stanford.edu/~tomz/working/working.shtml>.

[17] WRIGHT, M. L. J. (2002): «Reputations and Sovereign Debt», Stanford University, *Mimeo*.

[18] WRIGHT, M. L. J. (2003): «Creditor Coordination and Sovereign Debt», unpublished; Palo Alto: Stanford University.