

Latinwatch

Abril 2002



- América Latina: sube la incertidumbre política, bajan las tasas domésticas
- Brasil: el real aguanta la volatilidad electoral
- Chile: nuevas Cuentas, viejos problemas
- Perú: el precio de la popularidad
- Venezuela: billete de ida y vuelta



Fecha de cierre: 16 de abril, 2002

Indice		
Panorama Regional	3	Han elaborado esta publicación:
Argentina	4	BBVA Servicio de Estudios Economista Jefe América Latina: Javier Santiso e-mail: javier.santiso@grupobbva.com Madrid
Brasil	5	BBVA BANCO FRANCES Departamento de Research Economista Jefe: Ernesto Gaba e-mail: egaba@bancofrances.com.ar Buenos Aires
Chile	6	BBV BANCO BRASIL Diretoria de Estudos Economicos Economista Jefe: Octavio do Barros e-mail: obarros@bbvbrasil.com.br Sao Paulo
Colombia	7	BBVA BANCO BHIF Departamento de Estudios Economista Jefe: Guillermo Larraín e-mail: glarrain@bhif.cl Santiago de Chile
México	9	BBVA BANCO GANADERO Análisis Económico Responsable Económico: Camilo Yepes e-mail: estecom@attglobal.net Santafé de Bogotá
Perú	10	BBVA BANCOMER Estudios Económicos Economista Jefe: Manuel Sánchez e-mail: manuel.sanchez@bbva.bancomer.com México DF
Venezuela	11	BBVA BANCO CONTINENTAL Gerencia de Estudios Económicos Economista Jefe: Luis Carranza e-mail: lcarranza@grupobbv.com.pe Lima
OTROS PAISES		
Bolivia	12	BBVA BANCO PROVINCIAL Gerencia de Estudios Económicos Economista Jefe: Giovanni di Placido e-mail: giovanni_diplacido@provincial.com Caracas
Ecuador	13	BBVA PUERTO RICO Responsable Económico: Evelyn Otero e-mail: eveotero@bbvapr.com San Juan
Puerto Rico	13	
Uruguay	14	
Materias Primas	15	
Focus: América Latina y el petróleo	16	

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	4,1	1,2	2,0	3,2	3,4	1,6	2,7	2,5
UEM	3,4	1,5	1,3	2,3	2,6	2,0	2,6	2,3
Japón	2,2	-0,4	-0,8	1,0	-0,4	-1,2	-0,6	-0,1

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	0,0	0,1	-4,5	-4,1	-4,0	-4,1
UEM	-0,8	-1,3	-1,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,1	-0,3
Japón	-9,5	-8,0	-8,5	-8,1	2,1	1,8	2,5	2,5

	Tasa oficial (%)				Tipo de cambio (frente \$)			
	16/04/02	jun-02	dic-02	jun-03	16/04/02	jun-02	dic-02	jun-03
EE.UU.	1,75	1,75	2,75	4,00				
UEM	3,25	3,25	3,50	4,00	0,88	0,88	0,86	0,86
Japón	0,00	0,00	0,00	0,20	131	140	135	135

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Argentina	-0,8	-4,5	-8,5	4,8	-0,7	-1,5	40,0	15,0
Brasil	4,4	1,5	2,0	4,0	6,0	7,7	4,9	3,5
Chile	4,4	2,8	3,0	5,0	4,5	2,6	2,5	2,8
Colombia	2,8	1,6	2,5	3,1	8,8	7,7	6,8	6,8
México	6,6	-0,3	1,2	4,8	9,0	4,4	4,4	3,2
Perú	3,6	0,2	3,1	3,0	3,7	-0,1	2,0	2,5
Venezuela	3,2	2,7	-3,5	1,1	13,4	12,3	32,2	23,2
LATAM*	4,1	0,4	0,4	4,1	6,8	6,0	9,9	6,1

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Argentina**	-2,5	-3,1	-1,5	-1,1	-3,1	-1,6	2,2	3,0
Brasil	-4,5	-5,3	-5,1	-3,4	-4,2	-4,6	-4,1	-3,8
Chile**	0,1	-0,3	-0,5	n.d.	-1,3	-1,4	-0,8	-1,6
Colombia	-3,4	-3,5	-2,5	-2,1	0,4	-2,0	-2,3	-1,8
México	-1,1	-0,7	-0,7	-0,5	-3,1	-2,8	-2,6	-3,0
Perú	-3,2	-2,5	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-2,4	-2,8
Venezuela**	-1,8	-4,0	-5,5	-4,3	11,1	3,5	1,6	3,0
LATAM	-2,6	-2,9	-2,6	-1,9	-2,3	-2,5	-2,3	-2,0

* Media de los 7 países mencionados ** Gobierno Central.

Panorama Regional

El gobierno argentino y el FMI siguen negociando

Tres factores dominan el escenario económico regional en estos momentos. En primer lugar, la negociación del paquete de ayuda y del programa económico entre Argentina y el FMI. El FMI busca que Argentina ponga en marcha un paquete fiscal restrictivo con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en el medio plazo. Además, el FMI es consciente de que su actuación en la crisis argentina va a convertirse en la referencia para otras crisis en mercados emergentes. Por otra parte, el gobierno de Duhalde se enfrenta a un potencial problema social dada la intensa magnitud de la recesión (-10,7% anual en el cuarto trimestre). Un ajuste fiscal es, en estos momentos, una política socialmente costosa. Además, el gobierno argentino querría disponer rápidamente de fondos extraordinarios para reducir la intensidad de la recesión y controlar la depreciación del tipo de cambio. En el mejor de los casos, el acuerdo entre ambas partes no se alcanzaría hasta finales de mayo. Desde este punto de vista, la situación argentina se mantendrá con una elevada incertidumbre por algún tiempo más. Definitivamente, la salida de la crisis será lenta.

Idas y venidas en Venezuela

En segundo lugar, destaca la delicada situación política y social por la que está pasando Venezuela. Da fe de ello la toma del poder por parte de una Junta cívico-militar después de una huelga general de tres días, el nombramiento y posterior dimisión de Pedro Carmona, el Presidente de la patronal Fedecámaras, como Presidente de un gobierno transitorio y la vuelta de Chávez en menos de 48 horas. A pesar de todo ello se pueden sacar algunas conclusiones positivas. En primer lugar, el impacto en el resto de mercados de la región fue nulo. Por último, los recientes acontecimientos podrían servir para un cambio de Chávez hacia posiciones más conciliadoras con la oposición. Una actitud más conciliadora respecto a PDVSA y su promesa de abrir un diálogo social con la oposición son síntomas esperanzadores.

El aumento de los precios del crudo, aunque transitorio, es una buena noticia para la región...

El tercer factor es el petróleo. La inestabilidad política en Oriente Próximo ha empujado el precio del Brent hacia niveles de 26-27 dólares el barril. A pesar de que no consideremos permanente este shock, ello no implica que no tenga efectos beneficiosos sobre la región. El crecimiento de la región depende en buena medida de la evolución de

Escenarios de crecimiento para América Latina en 2002

		Crecimiento de Estados Unidos (% anual)		
		1,0	2,0	3,0
Precio del crudo Brent (\$/b)	20	-0,5	-0,2	0,1
	23	0,1	0,4	0,7
	26	0,5	0,8	1,1

los términos de intercambio. De acuerdo con nuestro modelo de crecimiento regional, una subida permanente de un dólar en el barril de petróleo aumentaría, ceteris paribus, el crecimiento regional entre una y dos décimas. En la tabla se presentan escenarios de crecimiento para América Latina de acuerdo con el modelo combinando precios del petróleo y crecimiento de Estados Unidos.

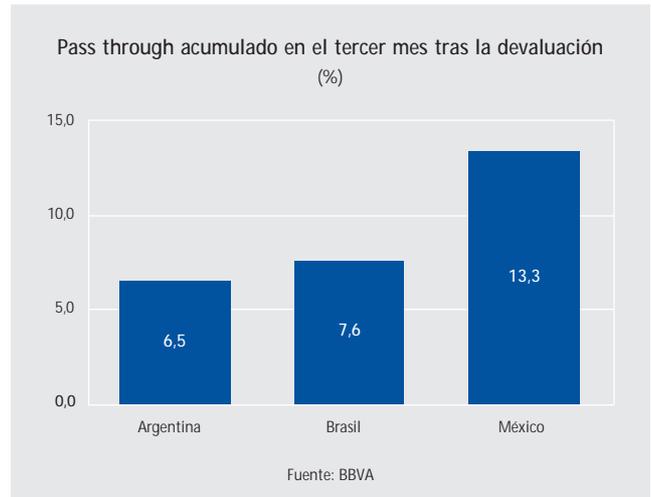
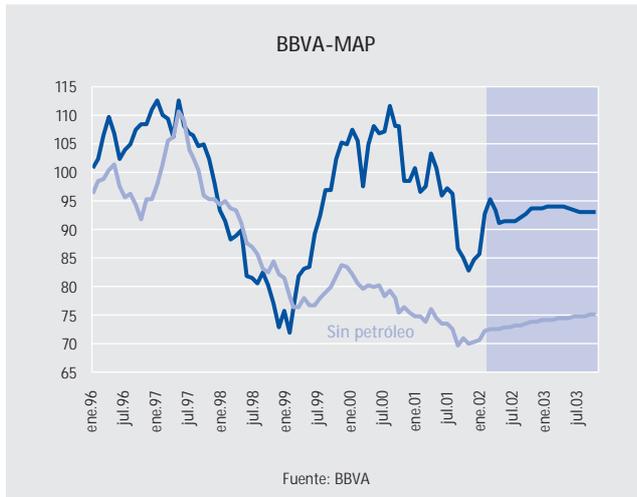
Por supuesto, no todos los países de la región se ven afectados por igual. Los países exportadores están siendo beneficiados. Venezuela es el caso más obvio, por cada dólar de aumento del precio del petróleo los ingresos por exportaciones se incrementan en 1000 millones de dólares (0,7% del PIB).

México también se va a ver beneficiado. Recientemente, el gobierno se ha visto obligado a hacer un recorte de gastos de 1,1 m.M.\$ para cumplir con el objetivo de déficit de 2002 (0,7% del PIB), debido a la caída de los ingresos. Este aumento de precios otorga cierta holgura a la situación fiscal y, además, permitirá una más rápida recuperación de los ingresos por exportaciones. Sin embargo, México no está interesado en que este choque petrolero sea permanente. Estados Unidos comienza a salir de la recesión y lo hace con unas reducidas tasas de interés. Si el precio del crudo se situase por algunos trimestres por encima de los 26-27 dólares, la política monetaria podría hacerse más restrictiva y la salida sería menos vigorosa.

...los brasileños discrepan

En Brasil, la política monetaria va a verse afectada por el aumento de los precios energéticos. Uno de los factores con el que contábamos este año era una progresiva relajación de la política monetaria. Dadas las ya existentes tensiones inflacionistas, la relajación monetaria es ahora más difícil con nuestro nuevo escenario del crudo.

Finalmente, parece confirmarse que la recuperación de Estados Unidos está en marcha y que, además, está siendo más fuerte de lo que en un principio se estaba anticipando. Esto afecta positivamente a México y a Centroamérica por el elevado comercio con dicho país. Pero además, es previsible que con la recuperación de Estados Unidos, tenga lugar una recuperación del comercio mundial y con



ella una reactivación a escala mundial que ayude a aumentar el precio del resto de las materias primas que siguen deprimidas.

Argentina

Desde mediados de febrero las autoridades han dejado flotar el tipo de cambio. La flotación no es totalmente libre, ya que hay una intervención activa por parte del Banco Central, a la que se suman los controles y regulaciones que impiden que la cotización del peso alcance el precio que limpie el mercado. Todo esto genera una fuerte volatilidad cambiaria que, junto a la falta de credibilidad, hace que la presión sobre el tipo de cambio vaya en aumento. En consecuencia, el tipo de cambio y los precios tendrán que ajustarse.

Tipo de cambio nominal: ¿hasta donde llegará?

A pesar de que el tipo de cambio se mueve dentro de un mercado muy segmentado, existen fundamentos macroeconómicos que, en última instancia, determinarán la cotización del peso. Se han utilizado tres metodologías sencillas para determinar su evolución potencial:

1. Reservas Disponibles: el Banco Central utiliza todas sus reservas para comprar pasivos en pesos. Si rescatara sólo la Base monetaria, el tipo de cambio se situaría en 1,6 pesos/\$. En el otro extremo, si el Banco Central rescatara todo el agregado M3, lo que significaría la dolarización total de la economía, estaría en torno a los 7 pesos/\$.

2. Paridad del Poder Adquisitivo: el tipo de cambio nominal es función del tipo de cambio de los socios comerciales y de la inflación relativa. Tomando como dadas las proyecciones para los socios comerciales, una inflación del

40% para finales de año llevaría el tipo de cambio a 2,6 pesos/\$. Pero si la inflación doméstica fuera del 80%, el tipo de cambio se ubicaría en 3,8 pesos/\$.

3. Enfoque Monetario: los precios y el tipo de cambio se ajustan para eliminar el exceso de oferta monetaria. Ante la pesificación de los depósitos en dólares, la oferta de saldos monetarios se ha visto incrementada desde el 28% del PIB a finales de 2001 hasta el 34% actual. Este hecho, sumado a la percepción de un mayor deterioro en el escenario macro, hace que los agentes busquen reducir su exposición al "riesgo argentino". Si la cartera deseada de saldos monetarios se asemejase a la observada en 1997 (25% del PIB), el tipo de cambio se ubicaría en 2,4 pesos/\$. Aunque si nos remontásemos al año 1994, cuando el ratio M3/PIB era del 20%, el tipo de cambio se ubicaría en 3,8 pesos/\$.

Creemos que el rango más probable para el tipo de cambio durante 2002 es 2,4-3,8 pesos/\$, ya que consideramos el caso de dolarización total como un extremo. Esta metodología nos permite mantener nuestra previsión de 2,6 pesos/\$ para finales de año.

Argentina: últimos datos mensuales				
	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
Producción industrial (EMI % a/a)	-18,8	-18,4	-15,0	-18,1
Inflación (% anual)	-1,5	0,6	4,0	7,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	7,2	7,2	8,4	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)*	15,2	14,8	13,8	12,8
Ingresos fiscales (% a/a)	-28,3	-19,1	-20,3	-7,4
Tasa depósitos a 30 días en pesos	7,1	5,7	7,7	11,5
Spread soberano (Global 2008)	3629	3982	3829	4133
M3 (% anual)	-21,6	-5,1	-6,1	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	116	71	62	52
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	81	82	82	85

* BCRA + Deutsche N. York

Argentina: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	-0,8	-4,5	-8,5	4,8
Inflación (% fin de año)	-0,7	-1,5	40,0	15,0
Balanza comercial (m.M. \$)	1,2	6,3	11,7	13,5
Cuenta corriente (m.M. \$)	-8,9	-4,4	3,3	5,0
% PIB	-3,1	-1,6	2,2	3,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)*	31,4	14,9	15,0	15,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,0	1,0	2,6	3,0
Saldo sector público (% PIB) ^{1/}	-2,5	-3,1	-1,5	-1,1
Tasa depósitos a 30 días en pesos (fin de año)	10,7	6,3	50,0	20,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	113	119	59	63
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	87	85	84	87

1/ Excluye ingresos por privatización. Gobierno Central
* BCRA + Deutsche N. York

¿Hay riesgo de hiperinflación?

Existen dos canales posibles para llegar a la hiperinflación. El primero, una emisión monetaria descontrolada. El segundo, mucho peor, la pulverización de la demanda de dinero por sustitución de monedas.

No obstante, hay dos argumentos que reducen las posibilidades de un escenario de hiperinflación.

El credit crunch está teniendo efectos contractivos severos. La violenta caída en la demanda interna sugiere que los grados de libertad para incrementar precios son reducidos. En marzo, con un aumento promedio del tipo de cambio del 150% respecto a diciembre, la inflación acumulada es del 9,7%. Esto implica un pass through de sólo un 6,5%, un punto por debajo de lo observado en Brasil en los tres meses posteriores a su devaluación y casi siete puntos inferior a la experiencia mexicana.

El segundo argumento se basa en que los salarios están actuando como "ancla nominal" del sistema. Hasta el momento, no ha habido intentos por reajustar salarios y, dado que el desempleo existente que se estima en un 25%, esto no parece factible. Así, el escenario de inflación alta pero controlada es el de mayor probabilidad de ocurrencia. Consecuentemente, mantenemos nuestra previsión de 40% de inflación hacia fines de año.

Brasil

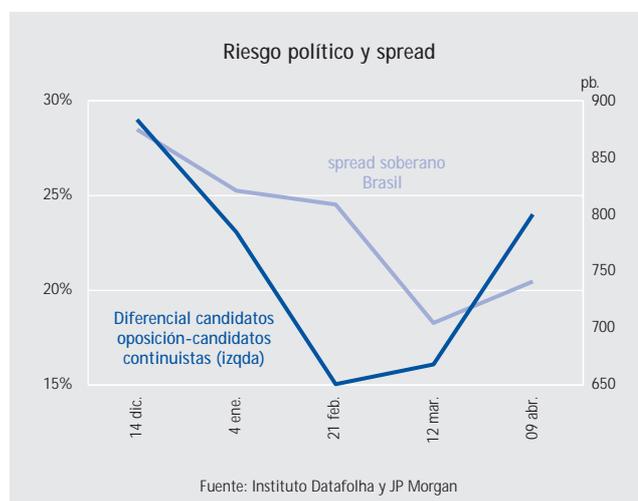
La volatilidad del escenario político ha ampliado recientemente el riesgo-país, pero el flujo de capitales ha permitido la tranquilidad en el mercado cambiario

Tras la mejoría considerable en el nivel de riesgo-país, ya citada en el número de marzo de LatinWatch, en el último

mes surgieron incertidumbres derivadas de la influencia de la dinámica electoral en el ritmo de aprobación de medidas importantes en el Congreso Nacional. Ello hizo que los spreads de los títulos de la deuda brasileña negociados en el mercado internacional presentasen un repunte. A pesar de esto, el tipo de cambio en las últimas semanas mantuvo su senda de apreciación nominal, en contra de la correlación positiva que históricamente existe entre riesgo-país y tipo de cambio.

La explicación para este comportamiento, aparentemente paradójico, es que en el período más reciente, el tipo de cambio estuvo dominado por el flujo de entrada de divisas que permitió compensar las bases macroeconómicas representadas por el riesgo-soberano. El flujo de entrada de capitales internacionales ha sido consecuencia tanto de inversiones extranjeras directas como de la captación de recursos por parte de las empresas privadas y del gobierno en el mercado internacional. Así, entre finales de marzo y principios de abril, asistimos a una apreciación cambiaria del 3,4% nominal (de 2,34 reales/dólar a 2,26) junto con un aumento en el spread del EMBI+ Brasil de 48 pb. (de 698 a 746).

Las incertidumbres políticas que causaron la subida del riesgo soberano brasileño fueron consecuencia de los impactos del conflicto entre el PFL (Partido del Frente Liberal, el partido que cuenta con la mayoría en el Congreso) y la base del gobierno respecto a la aprobación de la prórroga de la vigencia del CPMF, el impuesto sobre las transacciones financieras, una de las más importantes fuentes de recursos para el cumplimiento del superávit primario en Brasil. Además, las encuestas electorales han mostrado un aumento en la intención de voto de los candidatos de la oposición. Destaca la recuperación del candidato Lula, que desde el final del año pasado, aunque mantenía la cabeza



Brasil: últimos datos mensuales

	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
Producción industrial (% anual)	-6,6	-1,3	-1,4	n.d
Inflación IPCA (% anual)	7,7	7,6	7,5	7,7
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	2,7	3,3	3,5	4,4
Reservas internacionales (m.M. \$)	35,9	36,2	35,9	36,7
Tipo de cambio (Real vs US\$)	2,36	2,38	2,42	2,35
Tasa SELIC	19,1	19,1	18,8	18,5
Spread soberano (Brady C-Bond 2014)	892	844	843	721
M4 (% anual)	16,3	15,7	14,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	62	65	67	71
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	78	78	77	75

en las encuestas, había visto como se estaba viendo progresivamente recortada.

La mayor parte del mercado cree que el candidato que representa la continuidad política (José Serra) conseguirá mantenerse en segundo lugar en la primera vuelta de las elecciones y asegurar el apoyo suficiente que le permita darle el triunfo en la segunda ante el principal candidato de la oposición (Lula). Sin embargo, el escenario electoral aún se verá sujeto a episodios de volatilidad pues, de acuerdo con las encuestas, el 57% del electorado aún se encuentra indeciso y la disputa por el segundo lugar en la primera vuelta, tras Lula, aún es muy estrecha. Existe incluso un segundo candidato de la oposición (Garotinho) que puede amenazar a Serra, lo que brindaría la posibilidad de que exista una segunda vuelta entre dos candidatos de distinta línea política y económica respecto al gobierno actual.

Teniendo en cuenta que la evolución del riesgo-país estará fuertemente condicionada por esta volatilidad electoral, ello nos lleva a adoptar una postura defensiva en relación a nuestras previsiones cambiarias. Incluso con unos flujos de capitales que deberían favorecer la estabilidad del tipo de cambio a corto plazo, las amenazas de deterioro del escenario político durante el año nos lle-

Brasil: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	4,4	1,5	2,0	4,0
Inflación IPCA (% fin de año)	6,0	7,7	4,9	3,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	2,7	4,2	5,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-24,7	-23,2	-21,8	-20,7
% PIB	-4,2	-4,6	-4,1	-3,8
Reservas (m.M. \$ fin de año)	33,0	35,8	32,8	30,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,96	2,31	2,58	2,69
Saldo sector público (% PIB)	-4,5	-5,3	-5,1	-3,4
Tasa SELIC (fin de año)	15,8	19,0	17,5	14,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	69	58	67	63
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	81	77	77	79

van a mantener una previsión de depreciación de la moneda brasileña hasta situarse a finales de 2002 en 2,58 reales/dólar.

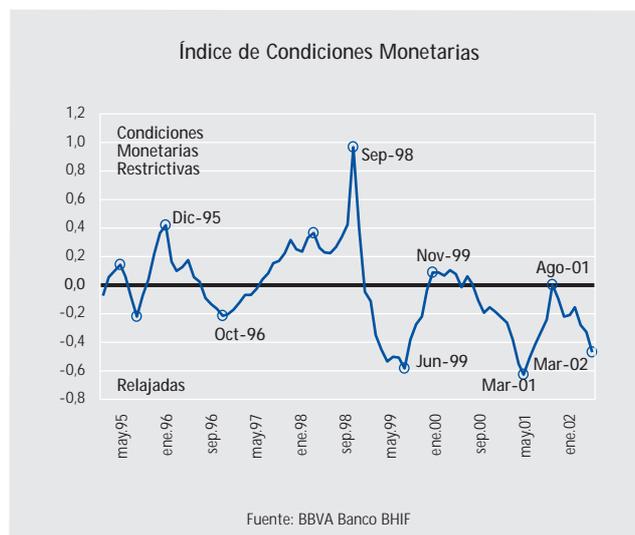
Chile

Sigue la cautela inversora pese al mejor entorno internacional

Aunque las perspectivas de recuperación mundial favorecerán a una de las economías más abiertas de la región como Chile, hay riesgos en el corto plazo. La inestabilidad en Argentina y más recientemente en el mercado petrolero, han empujado a una actitud más cautelosa de los inversores. Ello está ralentizando la aceleración prevista para el segundo trimestre de este año. El caso más preocupante concierne a los inventarios. Durante 2001 se produjo una reducción de inventarios del 0,8% del PIB, concentrada en la última parte del año. La proyección de crecimiento para 2002 supone una acumulación de inventarios del 0,3% del PIB, aunque a nivel trimestral es posible que las previsiones varíen si se postergan decisiones para el segundo semestre del año.

En la política económica hay dos elementos que discutir. Primero, han aparecido presiones para aumentar el gasto público con el argumento de tener una política fiscal contracíclica. Segundo, no está claro cuán expansiva es hoy la política monetaria a pesar de las tres últimas bajas de tasas.

Respecto al tema fiscal, no es conveniente adoptar una política expansiva por dos razones. La política de superávit estructural (SE) del 1% del PIB permite ciertas holguras presupuestarias de corto plazo y ellas se han aprovechado



Chile: últimos datos mensuales

	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
IMACEC (% anual)	1,4	2,9	1,5	n.d
Producción industrial INE (% anual)	-1,9	4,5	0,9	n.d
Inflación(% anual)	2,6	2,2	2,5	2,6
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	1,6	1,4	1,7	1,7
Reservas internacionales (m.M. \$)	14,2	14,1	14,0	14,0
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	666	668	677	662
Tasa de Instancia Monetaria	6,5	6,0	5,5	4,75
Spread soberano (Global 2009)	161	166	154	115
M2A (% anual)	8,4	5,9	8,2	9,5
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	77	81	82	84
BBVA-MAP Chile (1995=100)	63	64	65	64

razonablemente bien. Sin embargo, hay que destacar que desde que se creó la política de SE la situación efectiva del Gobierno Central nunca ha estado cerca del 1% del PIB que teóricamente debiera ser. Por ello, en virtud de la credibilidad de políticas no se hace aconsejable expandir el gasto público más. Por otro lado, el tamaño del Estado en Chile es pequeño. Un modelo keynesiano básico señala que para que el PIB crezca un 2% adicional, el gasto público debiera crecer un 5%. La política fiscal puede jugar un rol en el corto plazo, pero no macroeconómico, sino sectorial o social.

En cuanto a la política monetaria, el diagnóstico de BBVA Banco Bhif es que su expansividad es reciente. En el gráfico, nuestro Indicador de Condiciones Monetarias muestra que éstas son claramente expansivas solo a partir de enero de 2002. Previamente, el Banco Central intentó tener una política expansiva pero a raíz de la situación argentina indujo una fuerte subida de las tasas largas que significó desactivar dicha política.

Con esta evidencia y las buenas perspectivas inflacionistas para los próximos dos años del modelo de inflación de BBVA Banco Bhif, es posible que en su próxima reunión de

Chile: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	4,4	2,8	3,0	5,0
Inflación (% fin de año)	4,5	2,6	2,5	2,8
Balanza comercial (m.M. \$)	1,4	1,6	1,8	1,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	-1,0	-1,1	-0,5	-1,1
% PIB	-1,3	-1,4	-0,8	-1,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,7	14,2	14,8	15,4
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	573	689	640	644
Saldo sector público (% PIB) ¹⁾	0,1	-0,3	-0,5	n.d
Tasa de Instancia Monetaria (fin de año)	5,0	6,5 *	4,8	5,5
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	89	81	85	87
BBVA-MAP Chile (1995=100)	68	64	66	69

¹⁾ Saldo del Sector Público no Financiero

* Cambio en la tasa de política monetaria. A partir del 9 de agosto del 2001 es nominal. El 6,5% corresponde al 3,5% real más 3,0% de inflación esperada.

mayo el Banco Central recorte de nuevo la tasa de política monetaria. En principio, dicha bajada podría ser de 50 pb, pero en función de los datos de empleo, podría alcanzar los 75 pb.

Cambio de base de Cuentas Nacionales

El Banco Central cambió la base para el cálculo del PIB real desde 1986 hasta 1996. La base 1996 otorga más ponderación a sectores no transables que la base 1986, según se desprende del cuadro anexo. Asimismo, hay tres consecuencias adicionales:

- El nivel del PIB es un 7% superior al previo.
- El nuevo PIB registra un crecimiento medio en el período 1997-2001 del 3,2% en lugar del 3,7%.
- Como se esperaba, la tasa de inversión es casi 5 puntos porcentuales inferior. En el año 2000 la tasa de inversión total pasó del 29,8% al 24,6%. Desde una perspectiva de crecimiento, la menor acumulación de capital probablemente implique que en los años noventa hubo un crecimiento de la productividad total de factores aun superior al que se creía.

Ponderaciones Sectoriales

	1986	1996
Transables	31,9	29,7
Industria Manufacturera	15,6	17,5
Minería	8,4	6,7
Agropecuaria - silvícola y Pesca	7,9	5,5
No transables	57,4	64,0
Serv. Financieros y Empresariales	13,4	12,1
Comercio, Hoteles, Rest.	17,0	11,1
Serv. Sociales y Personales	6,1	10,6
Construcción	5,3	9,3
Propiedad de Vivienda	3,3	7,5
Transporte y Comunic.	7,8	6,4
Adm. Pública + E.G.A.	4,5	6,9
Otros		
- Imputaciones Bancarias	6,5	3,3
+ IVA + Derechos de Importación	17,2	9,6
PIB	100,0	100,0

Colombia

Agresiva bajada de las tasas de interés oficiales

El Banco de la República efectuó el 12 de abril su mayor reducción de tasas de interés en el último año. Acumulado en 2002, las tasas han bajado tres veces: 50 pb. en enero, 75 pb. a mediados de marzo y los 100 pb. recientes. Sin duda, la sorpresiva bajada de la tasa de inflación de marzo explica parte de esta reducción. Sin embargo, hay otros dos factores que han pesado en la decisión como el letar-



go de la actividad y la apreciación del dólar con la consecuente pérdida de competitividad de las exportaciones no tradicionales.

Se puede argumentar que las continuas sorpresas de inflación son manifestaciones del estancamiento de la demanda. Esta debilidad de la actividad económica se manifiesta en la modesta reducción del ritmo de caída de la demanda de energía. Tras caer un 3,2% en marzo lo ha hecho un 2,4% en la primera mitad de abril. La encuesta de la federación de comerciantes (Fenalco) a sus afiliados, para marzo, reporta una caída en las ventas al por menor para el 45% de sus afiliados, lo que no ayuda a formar una percepción alentadora.

Las perspectivas del mercado laboral tampoco ayudan. La población desempleada a febrero ascendió a 3,2 millones de personas. Si a esto se le agregan todas las personas ocupadas que responden estar subempleadas, se llega a que más de 6 millones de personas, de una población económicamente activa de 19,7 millones, no tiene ingresos suficientes para demandar lo mínimo.

La incertidumbre política y los problemas de Venezuela, frenos al crecimiento

Las noticias recientes no han ayudado a mitigar la incertidumbre. Prueba de ello es que, a poco más de treinta días para la primera vuelta de las elecciones, el candidato favorito a ganarlas, Alvaro Uribe, haya sufrido un atentado y que diputados de la Asamblea del Departamento del Valle hayan sido secuestrados en pleno centro de la tercera ciudad del país. La incertidumbre política aumentaría en caso de necesitarse una segunda vuelta en las elecciones presidenciales a mediados de junio. Las encuestas aún dan a Uribe vencedor en primera vuelta, pero el margen es mínimo.

Colombia: últimos datos mensuales

	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
Producción industrial DANE (% anual)	-1,3	n.d.	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	7,7	7,4	6,7	5,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,3	0,2	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,2	10,2	10,5	10,2
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	2302	2277	2295	2279
Tasa DTF 90 días	11,4	11,3	10,8	10,7
Spread soberano (Global 2027)	603	620	641	613
M3 (% anual)	9,3	8,8	7,1	8,1
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	83	85	87	88
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	87	88	89	94

El entorno internacional, aunque es favorable en lo referente a la actividad económica estadounidense, ha dado un giro en lo referente a Venezuela. En 2001 el comercio bilateral ascendió a cerca de 2,2 m.M. de dólares, con una balanza comercial favorable a Colombia de más de 900 millones de dólares. Este superávit podría reducirse vía caída en la actividad venezolana o por medidas administrativas como podría ser la exención del IVA a vehículos producidos en Venezuela, o inspecciones sanitarias a los productos alimenticios colombianos.

Aunque el panorama es incierto, el aumento de los precios del petróleo y su impacto positivo en las finanzas del gobierno, unas bajas tasas de interés, el repunte del sector de la construcción y del turismo y el freno a la apreciación cambiaria son factores que actuarán de soporte. Aún falta información que justifique un cambio de escenario. Fuentes oficiales han anunciado un crecimiento del 1,8% en el primer trimestre de este año, lo que estaría por debajo de la meta del gobierno del 2,5%-3% para 2002. Sin embargo, el efecto estadístico asociado al hecho de que los últimos trimestres del año anterior fuesen los más flojos y un panorama político más claro con un Presidente electo y nuevo equipo económico, deberían apoyar la recuperación.

Colombia: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,8	1,6	2,5	3,1
Inflación (% fin de año)	8,8	7,7	6,8	6,8
Balanza comercial (m.M. \$)	2,5	0,3	0,3	0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-1,7	-1,9	-1,5
% PIB	0,4	-2,0	-2,3	-1,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	9,0	10,2	9,0	9,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2229	2291	2405	2635
Saldo sector público (% PIB)	-3,4	-3,5	-2,5	-2,1
Tasa DTF 90 días (fin de año)	13,4	11,4	10,4	10,6
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	85	82	87	83
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	108	100	90	90

Especial Seminario BBVA

Prevención y resolución de crisis. El papel de los organismos multilaterales y de los inversores privados

Asamblea Anual del BID

Fortaleza

12 de marzo de 2002

1. " Certificados de depósitos bancarios: Un medio de pago de transición durante una crisis financiera" por Adam Lerrick
Carnegie Mellon University (pág. 2)
2. " La implicación del sector privado en la resolución de la crisis y en la reestructuración ordenada de la deuda soberana: el marco G-7/FMI y las cuestiones pendientes de resolución" por Nouriel Roubini
New York University (pág. 7)

Certificados de depósitos bancarios: Un medio de pago de transición durante una crisis financiera¹

Por Adam Lerrick²

Resumen

Ante una crisis financiera, una de las respuestas clásicas ha sido la congelación de los depósitos con el fin de evitar una retirada masiva de éstos. Como consecuencia de dicha congelación, la actividad productiva se paraliza en las economías dependientes de la circulación de dinero en efectivo. La inyección masiva de dinero de nueva creación mediante el recurso a la máquina de imprimir billetes ha sido el antídoto clásico contra esta falta de liquidez. Sin embargo, es sencillo crear un medio de pago de transición mediante la utilización en las transacciones cotidianas de certificados de propiedad de depósitos bancarios sin necesidad de transferir efectivo fuera del sistema bancario y sin alterar la oferta monetaria. La liquidez queda restablecida y la actividad económica puede continuar, sin que surjan amenazas de inflación ni riesgos sobre el sistema financiero.

1. Introducción

Cuando una economía entra en crisis, una de las primeras consecuencias es una pérdida de confianza en el sistema financiero y una salida de los ahorros de las cuentas bancarias con el fin de atesorar dinero en efectivo. La congelación de los depósitos con el fin de evitar su retirada masiva ha sido una respuesta clásica a estas crisis en América Latina. El problema de esta solución es que la actividad productiva se paraliza de forma brusca en las economías dependientes del dinero en efectivo. De ese modo se rompe la cadena de pagos en efectivo mediante la que se realiza el grueso de transacciones y que proporciona la red de seguridad social para los pobres. La inyección masiva de dinero mediante el recurso a la máquina de imprimir billetes ha sido el antídoto clásico contra esta falta de liquidez. Su secuela es la hiperinflación.

En todos los países, las demandas de carácter económico que la población realiza al gobierno son de dos tipos:

empleo y una moneda que pueda utilizarse y que mantenga su valor. Sin estas dos bases, es inevitable que haya desorden social e inestabilidad política. La liquidez debe garantizarse durante una crisis de modo que pueda mantenerse la actividad económica. En esas circunstancias, se hace necesario un mecanismo transitorio que funcione dentro de un sistema bancario congelado y que libere el sistema de pagos, pero que no genere inflación.

Un medio de pago de transición que logre esos fines puede encontrarse sin dificultades en los sistemas bancarios tradicionales que existen en todo el mundo. Puede introducirse de forma rápida y, una vez que la estabilidad retorna, volver de nuevo, y sin problemas, a un sistema monetario clásico. Permite una actividad económica plena dentro de un sistema financiero congelado temporalmente. Es compatible con cualquier régimen de tipo de cambio: fijo, flexible o dolarización. Funcionará bien dentro de economías con una única moneda y también en entornos donde se utiliza ampliamente tanto la moneda nacional como los dólares norteamericanos. No es una nueva moneda emitida por el gobierno que adolezca de falta de credibilidad, ni supone una inyección masiva de dinero. Por el contrario, introduce en la circulación monetaria un medio de pago que deja inalteradas las reservas bancarias y la oferta monetaria.

Al igual que se negocian los recibos de almacén/depósito de mercancías sin necesidad de mover el grano de los silos o el oro de las cajas fuertes, y lo mismo que los Certificados de Depósito Globales (Global Depositary Receipts o GDR)³ pasan de unos inversores a otros sin necesidad de transferir la propiedad registral de las acciones subyacentes, puede crearse con facilidad un mecanismo por el que los individuos puedan utilizar en sus transacciones diarias certificados de propiedad de sus depósitos bancarios, sin tener que transferir efectivo fuera del sistema bancario y sin alterar la oferta monetaria.

¹ Un breve resumen del mecanismo de los certificados de depósitos bancarios fue publicado en "A solution for Argentina" por Adam Lerrick y Allan Meltzer, Financial Times del 24 de enero de 2002. El autor agradece los comentarios y las discusiones mantenidas con Lisandro Barry, Michael Gavin, Randall Kroszner, Bennett McCallum, Allan Meltzer y Jacques Miniane.

² Director del Gailliot Center for Public Policy Friends of Allan H. Meltzer Professor of Economics Carnegie Mellon University.

³ Nota: Se trata de certificados negociables emitidos por un banco de Estados Unidos, que representan la propiedad del tenedor de dichos certificados sobre acciones emitidas por sociedades radicadas en otros países y cuya negociación va a tener lugar en los mercados financieros europeos. Las acciones subyacentes quedan depositadas en el banco y lo que circula, a efectos de negociación, son los GDR.

Al transformarse las cuentas bancarias congeladas en medios de pago de fácil disponibilidad, la totalidad de los depósitos a la vista y de ahorro volverán de nuevo a ser dinero. Se restablecerá la liquidez de forma inmediata, la economía funcionará sin ataduras y el público podrá utilizar sin restricciones sus depósitos y sus salarios. Con este sistema no se crea dinero nuevo. La cantidad de dinero queda limitada de forma estricta por el volumen preexistente de depósitos de ahorro y a la vista. Nada sale del sistema cuando se realiza el intercambio entre los depósitos y los Certificados de Depósito. De este modo se impide el drenaje de las reservas del sistema bancario y de las reservas de divisas del banco central.

Los bancos comerciales emitirán Certificados de Depósito con denominaciones estándar de 1, 2, 5, 10, 20, 50 y 100 unidades de la moneda nacional. Los Certificados de Depósito son obligaciones incondicionales de los bancos emisores y representan un derecho en la proporción de 1 a 1 sobre un depósito bancario a la vista. Los Certificados de Depósito simplemente son un medio de pago adicional al efectivo, los cheques, las tarjetas de crédito y las tarjetas de débito. Para agilizar su aceptación, el Certificado de Depósito adoptará el formato de un instrumento bancario de fácil comprensión para el público: un cheque bancario conformado, pero emitido al portador. Se fijará un coste cero de emisión de los certificados de modo que el público no se vea obligado a pagar por tener acceso a su propio dinero. Al contrario que en los cheques personales, se elimina el riesgo de que el pagador carezca de crédito, puesto que el formato del instrumento es al portador y en denominaciones estándar y ninguna de las partes de la transacción precisa tener una cuenta bancaria.

Durante el periodo de transición, los Certificados de Depósito circularán como la nueva moneda de la economía y desempeñarán todas las funciones del dinero. El gobierno declarará el curso legal de los Certificados de Depósito, los utilizará para sus pagos y los aceptará en la recaudación de impuestos. Los Certificados de Depósito se utilizarán para pagar los salarios, junto con las transferencias en cuenta bancaria y los cheques habituales. Cualquier cheque puede ser ingresado en un banco recibiendo a cambio Certificados de Depósito. Los saldos en cuentas de ahorro pueden intercambiarse por Certificados de Depósito, lo mismo que los depósitos a plazo una vez llegado su vencimiento. Los préstamos bancarios se realizarán y se cancelarán en Certificados de Depósito.

Para evitar una fuga de depósitos desde los bancos más frágiles a los más solventes, el gobierno debe suscribir una garantía temporal de los depósitos bancarios hasta que el

sistema bancario se recapitalice. De esa manera, los certificados emitidos por todos los bancos tendrán el mismo valor de mercado con independencia del riesgo de crédito de cada banco. El tipo de cambio entre los Certificados de Depósito y el dólar norteamericano será flexible. Las conversiones entre los Certificados de Depósito y el dólar tendrán lugar en el mercado de divisas.

El gobierno no sale beneficiado con la creación de este medio de pago transitorio. En contraposición a la fácil tentación de imprimir dinero, los Certificados de Depósito no pueden utilizarse para financiar gasto público. El sistema monetario se mantiene así separado del presupuesto público.

Aunque este nuevo mecanismo de liquidez será vital a corto plazo, su proceso de desaparición no será brusco y pasará desapercibido. Cuando vuelva la estabilidad, el sistema monetario y de pagos tradicional reaparecerá. A medida que se vayan eliminando las restricciones a las retiradas de efectivo, los Certificados de Depósito irán perdiendo su relevancia y serán cambiados por dinero. Hasta que vuelvan a utilizarse en la siguiente ocasión o en otro lugar.

2. Las retiradas de efectivo deben limitarse

En una economía en crisis, los riesgos para el sistema financiero provienen de dos frentes distintos. En primer lugar, existe el riesgo de crédito del sistema bancario, en el sentido de que no pueda hacer frente a sus pasivos. En segundo lugar, existe el riesgo cambiario de una devaluación. Si estos dos riesgos no se neutralizan, entonces no podrá evitarse una retirada masiva de fondos de los bancos a menos que se mantengan restricciones a esas retiradas de dinero en efectivo.

La política de tipo de cambio no puede utilizarse para neutralizar el riesgo de crédito. En un extremo de la gama de posibles políticas de tipo de cambio se sitúa la dolarización, la cual elimina todo el dinero emitido por el país, pero sólo permite hacer frente al riesgo cambiario. Incluso en una situación de dolarización, el temor al riesgo de crédito del sistema bancario seguiría fomentando las retiradas de depósitos del sistema financiero, así como los ataques a las reservas de divisas del banco central. Sería necesario un volumen suficiente de dólares para sustituir no sólo la totalidad del efectivo en circulación y de las reservas bancarias, sino también todos los depósitos a la vista y todas las cuentas de ahorro. Por definición, los sistemas bancarios con un coeficiente de caja inferior al 100% no mantienen tal volumen de reservas y el banco central no puede crear más dólares para satisfacer la demanda de efectivo.

En el otro extremo de la gama encontramos un tipo de cambio completamente flexible, en el que el valor de la moneda se ajusta de forma continua para equilibrar la oferta y la demanda existentes. El riesgo cambiario siempre está presente, pero incluso en el caso de que el mercado tuviera confianza en el tipo de cambio de equilibrio, y en ausencia de limitaciones a las retiradas de depósitos, el sistema bancario podría seguir sufriendo una retirada masiva de sus depósitos ya que los depositantes querrían tener sus ahorros en efectivo para evitar quedar expuestos al riesgo de crédito de los bancos.

3. La oferta monetaria efectiva queda restablecida

Junto con el efectivo existente en la circulación fiduciaria, los Certificados de Depósito serán el medio de cambio de la economía durante el periodo de estabilización. Toda transacción que pueda llevarse a cabo mediante efectivo podrá hacerse en Certificados de Depósito. Así pues, éstos restablecen el uso sin restricciones del volumen existente de depósitos sin crear dinero nuevo.

Cuando el gobierno declara de curso legal los Certificados de Depósito y cuando éstos son pasivos incondicionales del banco comercial que los emite, reforzados por una garantía pública, de nuevo la totalidad de las cuentas corrientes y de ahorro pasan a ser dinero líquido. Se elimina así el riesgo de crédito que presenta el pagador, riesgo que, por contra, seguirá arrojando dudas sobre los cheques personales.

En una economía emergente donde apenas se utilizan las tarjetas de crédito y donde las clases más pobres y las pequeñas empresas siempre utilizan efectivo en sus transacciones, los Certificados de Depósito suponen un nuevo medio de pago que permite llevar a cabo una actividad económica plena. Para utilizar Certificados de Depósito no es necesario tener una cuenta bancaria.

El gobierno aceptará los Certificados de Depósito en la recaudación de impuestos y los utilizará para pagar los salarios a los trabajadores del sector público y en otros gastos públicos. Las empresas pagarán los salarios con Certificados de Depósito. Las tiendas los aceptarán como pago y devolverán el cambio con ellos. Los bancos realizarán sus préstamos en Certificados de Depósito y los aceptarán en los pagos de intereses y principal, mientras que los cheques y los saldos de las cuentas de ahorro podrán cambiarse por Certificados de Depósito, lo mismo que los depósitos a plazo cuando llegue su vencimiento. El sistema vigente de compensación bancaria se utilizará para liquidar las transacciones interbancarias de Certificados de

Depósito. Entre los pasivos bancarios, los Certificados de Depósito tendrán el mismo estatus legal privilegiado que tienen los depósitos.

4. Un sistema financiero estable y un Banco Central protegido

Como los Certificados de Depósito circularán como moneda, no es necesaria la existencia de efectivo. Para evitar un drenaje de las reservas de los bancos, se debe prohibir cualquier retirada de efectivo de las cuentas bancarias. En ese caso, no puede haber una retirada masiva de depósitos o una desaparición masiva de reservas bancarias. El intercambio entre depósitos y Certificados de Depósito no tiene efectos sobre las reservas de los bancos ni sobre la oferta monetaria porque el depósito permanece en el sistema bancario. Esta circunstancia contrasta con una retirada de efectivo que reduce las reservas bancarias en la proporción de 1 a 1 y resulta en una disminución de la oferta monetaria en un múltiplo del efectivo retirado debido a la existencia de un coeficiente de caja inferior al 100%.

De manera similar, las reservas de dólares norteamericanos del Banco Central quedan protegidas. El Banco Central no intervendrá en el mercado para amortizar Certificados de Depósito con dólares norteamericanos.

Cuando los Certificados de Depósito se retiran de la cuenta de depósito de un individuo, el único efecto consiste en una transferencia dentro del pasivo del banco comercial. Por una parte, el saldo de la cuenta del individuo se reduce en la cuantía del Certificado de Depósito retirado, por lo que la partida de pasivo del balance bancario referida a los depósitos cae en esa misma cuantía. Por la otra parte, la partida de pasivo del balance bancario referida a los Certificados de Depósito se incrementa en esa misma cantidad. De modo que no hay ningún efecto neto sobre las reservas ni sobre los activos del banco. No hay efectos sobre las reservas, los depósitos o los activos del sistema bancario. No hay efectos sobre el balance del Banco Central.

Cuando un Certificado de Depósito emitido por un banco se deposita en otro banco, los depósitos y las reservas del banco emisor del Certificado de Depósito caen en la cuantía de ese Certificado. Los depósitos y las reservas del banco receptor del Certificado de Depósito aumentan en la misma cuantía. No hay un efecto neto sobre las reservas, los depósitos o los activos del sistema bancario si los dos bancos mantienen el mismo coeficiente de caja. No hay efectos sobre el balance del Banco Central.

5. Los Certificados de Depósito frente a la emisión de dinero

El mecanismo de Certificados de Depósito no es sustitutivo de una política monetaria sólida, sino un mecanismo transitorio de generación de liquidez sin creación de masa monetaria hasta que se restablezca la credibilidad de la autoridad monetaria.

En una fase inicial, el público cambiará sus depósitos por Certificados de Depósito e intentará comprar dólares norteamericanos y bienes. Como resultado, podría tener lugar una sobrerreacción inicial del tipo de cambio y un aumento transitorio de los precios. Incluso en ausencia de nuevas emisiones de dinero, estas dos circunstancias también se producirían, reflejando una pérdida de confianza, si se levantasen las restricciones a la retirada de depósitos bancarios. La diferencia clave reside en que, con los Certificados de Depósito, no hay drenaje de reservas bancarias. Como la oferta monetaria será la misma que antes de la imposición de las restricciones bancarias, el tipo de cambio y la senda de precios retornarán a sus niveles previos a la crisis.

Esta evolución de las variables contrasta con la que se observaría si se emitiese dinero y se levantasen las restricciones a las retiradas de depósitos con el fin de satisfacer la demanda de liquidez. Una nueva emisión de dinero en efectivo creará base monetaria nueva. En un sistema bancario con un coeficiente de caja inferior al 100%, la oferta monetaria crecerá en un múltiplo del incremento de la base monetaria. Los Certificados de Depósito no crean dinero nuevo y la liquidez queda restablecida al nivel que tenía previamente, esto es, al volumen preexistente de depósitos bancarios. De este modo, se crea un medio de cambio efectivo que, al mismo tiempo, permite al Banco Central seguir una regla monetaria estricta.

6. La garantía pública: la protección de cada uno de los bancos y un valor uniforme para los Certificados de Depósito

Incluso tras el establecimiento de restricciones a las retiradas de depósitos, cada banco está expuesto al riesgo de que los depositantes pierdan la confianza en su situación financiera y transfieran los depósitos a otros bancos más solventes. Una garantía pública de todos los depósitos (y de los Certificados de Depósito) inmunizará a todos y cada uno de los bancos ante ese riesgo. Sin la posibilidad de que un depositante experimente una pérdida como consecuencia del riesgo de crédito de su banco, se elimina el incentivo de que este depositante se cambie de banco. De manera similar, el Banco Central garantizaría las liquidaciones interbancarias de Certificados de Depósito.

Todas estas garantías deberán ser temporales y durarán hasta que el sistema se haya recapitalizado. Las coberturas deberían aplicarse sólo a los depósitos y no a los bonos, los préstamos al banco, la deuda subordinada o las acciones del banco. Las obligaciones potenciales en que incurre el sector público se limitan a la diferencia entre el valor de los activos del banco y sus depósitos y, por tanto, deberían ser manejables.

La credibilidad y el riesgo de crédito del sector público no afectan a la viabilidad de los Certificados de Depósito como medio de cambio transitorio. Un billete normal emitido por el banco central es sólo una promesa que hace el sector público de aceptarlo como pago en la cancelación de deudas. La garantía de un depósito bancario es un compromiso idéntico. La prueba irrefutable de que no existe una diferencia de valor será la aceptación de los Certificados de Depósito por parte del gobierno en la recaudación impositiva.

Un banco nacional, ya sea propiedad de accionistas nacionales o filial de una institución extranjera, no puede tener un riesgo de crédito menor que el del gobierno, puesto que éste siempre puede confiscar, gravar, cambiar la regulación o imponer una moratoria. Aunque a menudo a los ciudadanos les engaña la apariencia de mayor fortaleza de los principales bancos internacionales, las obligaciones internas de las filiales locales de esos bancos están sometidas a la política nacional.

Por tanto, la garantía pública de los depósitos igualará el riesgo de crédito de todos los bancos con el del gobierno, permitiendo así que exista un valor de mercado uniforme para todos los Certificados de Depósito. Sin la garantía del sector público, los certificados cotizarían a distintos precios para reflejar la calidad crediticia del banco que los emite.

7. Puesta en práctica en una economía con dos monedas

En un cierto número de países, la moneda nacional y el dólar norteamericano conviven en las transacciones comerciales y financieras. En un sistema bancario muy dolarizado, los Certificados de Depósito se emitirían tanto en moneda nacional como en dólares. Cada uno de ellos representaría un derecho sobre un depósito a la vista en la moneda respectiva. Los bancos mantendrían reservas como respaldo de los Certificados de Depósito en la correspondiente moneda.

El precio de los Certificados de Depósito denominados en moneda nacional fluctuará frente al de los Certificados de Depósito denominados en dólares para reflejar el riesgo

cambiario. Los Certificados de Depósito en dólares cotizarán a descuento frente a los billetes de dólar para reflejar la opinión que el mercado tiene sobre la capacidad del gobierno de satisfacer una obligación denominada en moneda extranjera.

Los Certificados de Depósito pueden utilizarse para reducir el riesgo de sobre-reacción del tipo de cambio, con un efecto mínimo sobre las reservas de divisas del Banco Central. Es posible diseccionar en dos componentes la presión potencial que sobre el tipo de cambio pueda ejercer la venta de Certificados de Depósito denominados en moneda nacional a cambio de billetes de dólar norteamericanos. De cara a los depositantes, el riesgo cambiario puro puede eliminarse si se permite la libre conversión de los depósitos bancarios denominados en moneda nacional a depósitos bancarios denominados en dólares a un tipo de cambio fijo. Sin embargo, el depositante sigue expuesto al riesgo de crédito del gobierno nacional que se manifiesta en la contraposición existente entre los depósitos bancarios en dólares y los billetes de dólar y que queda reflejado en el tipo de cambio "Certificado de Depósito en dólares/Billete de dólar". Ahora bien, del sistema bancario no pueden retirarse ni billetes en moneda nacional ni billetes de dólar.

La capacidad de intercambiar depósitos en moneda nacional por depósitos en dólares a un tipo de cambio fijo garantiza el valor de los Certificados de Depósito denominados en moneda nacional cuando se expresan en términos de Certificados de Depósito en dólares. Por tanto, se reduce el incentivo a vender Certificados de Depósito denominados en moneda nacional a cambio de billetes de dólar y, con ello, la presión sobre el tipo de cambio procedente del sistema financiero.

El drenaje de las reservas de divisas del Banco Central será mínimo porque la conversión de depósitos en moneda nacional a depósitos en dólares sólo afecta a partidas de

depósitos que forman parte del pasivo del balance de los bancos comerciales. El Banco Central no se ve afectado. Por el contrario, si el Banco Central intenta mantener el valor de mercado de los Certificados de Depósito en moneda nacional mediante la venta de billetes de dólar, dará lugar a una caída de sus reservas de divisas en una cuantía igual a la de los Certificados de Depósito en moneda nacional que adquiriera.

Las reservas de divisas del Banco Central sólo pueden verse afectadas por el desplazamiento habido en las reservas de los bancos comerciales desde moneda nacional a dólares norteamericanos como consecuencia de la conversión de depósitos. La cuantía del impacto será igual a la de las reservas en moneda nacional que estaban respaldando los antiguos depósitos en moneda nacional puesto que, para que el banco comercial pueda llevar a cabo esa conversión de depósitos, el Banco Central tendrá que proporcionarle dólares al tipo de cambio fijo establecido. Si el banco comercial mantiene reservas en dólares como respaldo de los depósitos en moneda nacional, entonces no tendrá lugar ningún efecto sobre las reservas de divisas del Banco Central.

Si un banco comercial mantiene reservas en moneda nacional como respaldo de los depósitos en moneda nacional que luego son convertidos a depósitos en dólares, entonces el banco convertirá dichas reservas a dólares al tipo de cambio fijo. No tendrá lugar ningún impacto sobre el exceso de reservas que mantenga el banco por encima del coeficiente legal de caja. El patrimonio neto del banco, valorado en dólares, aumentará en una cuantía igual a la reducción, valorada en dólares, habida en la partida de su pasivo "depósitos en moneda nacional" como consecuencia de la conversión, una vez que se le reste la reducción, asimismo valorada en dólares, habida en la partida de su activo "reservas en moneda nacional", consecuencia también de la conversión.

La implicación del sector privado en la resolución de las crisis y en la reestructuración ordenada de la deuda soberana: el marco G-7/FMI y las cuestiones pendientes de resolución

Por Nouriel Roubini¹

1. Introducción

En el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional, la cuestión más controvertida se refiere a si los inversores privados deben compartir el coste de las operaciones de rescate –esto es, la implicación del sector privado en la resolución de las crisis–. Aunque existe un amplio consenso acerca de las medidas para prevenir las crisis, es mucho mayor el desacuerdo sobre la forma de resolver éstas. Incluso ha habido todo un debate sobre la definición del problema, de modo que para caracterizar éste se han venido utilizando diferentes términos a lo largo del tiempo: rescate desde dentro (bail-in), reparto de la carga (burden sharing), implicación del sector privado (PSI) en la solución de las crisis o compromiso constructivo del sector privado.

En fechas más recientes, el debate sobre el PSI se ha centrado en la cuestión de cuál sería el mecanismo apropiado que garantizase unas reestructuraciones ordenadas de la deuda soberana. Aunque algunos casos recientes de reestructuración de la deuda soberana (Pakistán, Ecuador, Ucrania y Rusia) han finalizado con éxito tras la utilización de ofertas unilaterales de canje (complementadas a veces con el uso de acuerdos de salida), muchos analistas han manifestado su desacuerdo con esta estrategia. Hay dos mecanismos alternativos a la utilización de canjes de deuda que podrían dar origen a un sistema alternativo de reestructuración: en primer lugar, “un enfoque contractual”, mediante el que se introducen cláusulas de acción colectiva (CACs) en la mayor parte de los contratos de deuda, cláusulas que luego se utilizan para lograr la reestructuración de la deuda². En segundo lugar, un nuevo “régimen

jurídico” por el que se crearía un sistema internacional de legislación concursal que se utilizaría para llevar a cabo las reestructuraciones de la deuda soberana. Este último régimen –que varios autores han venido apuntando en décadas pasadas– ha vuelto a ser propuesto en fechas muy recientes por Anne Krueger, la Subdirectora Ejecutiva del FMI, en una serie de conferencias y declaraciones públicas (Krueger, 2001a, 2001b, 2002).

Una de las nuevas cuestiones de política financiera internacional es la siguiente: cuando una reestructuración, una reducción o un nuevo perfil de la deuda se hacen necesarios e inevitables, ¿cuál es el régimen adecuado que proporciona una reestructuración ordenada, al tiempo que salvaguarda el equilibrio entre los derechos de los acreedores y los del deudor? ¿Es mejor continuar con el vigente status quo basado en el mercado, en el que las ofertas de canje se han utilizado para reestructurar la deuda, o deberían utilizarse mayoritariamente las cláusulas de acción colectiva, o se debería incluso considerar la creación de un mecanismo internacional de derecho concursal como el propuesto por el FMI?

La cuestión del régimen internacional de derecho concursal ha cobrado incluso mayor importancia tras la decisión de Argentina de renunciar al pago de su deuda soberana. Como no existe todavía un nuevo régimen internacional de derecho concursal, y como la mayor parte de los bonos emitidos por Argentina no contienen cláusulas de acción colectiva, ¿va a ser posible lograr una reestructuración ordenada de la deuda argentina mediante la utilización de las técnicas tradicionales, como las ofertas de canje de esa deuda? ¿O, dada la heterogeneidad de los derechos de los acreedores, asistiremos a un proceso de reestructuración largo, costoso, lento y desordenado? La conveniencia de un nuevo régimen internacional de derecho concursal dependerá, en cierta medida, del grado de complejidad y desorden que alcance la reestructuración de la deuda argentina.³

¹ Stern School of Business, New York University, Marzo 2002. Revisado: Abril 2002

² Este “enfoque contractual” basado en las CACs, que durante mucho tiempo ha recibido el apoyo de diversos economistas académicos (Eichengreen, Portes y otros), también se ha visto respaldado en fechas muy recientes por John Taylor, el subsecretario de Asuntos Internacionales del Departamento del Tesoro de Estados Unidos (Taylor (2002 a, b). En otros informes oficiales puede también observarse un apoyo a la introducción progresiva de las CACs en los contratos de deuda, como, por ejemplo, en el Informe Rey emitido tras la crisis del peso mexicano y en varios comunicados del G-7 referidos a la reforma de la arquitectura financiera internacional.

³ Véase en Roubini (2001a, 2001b) un análisis de los retos cambiarios y de reestructuración de la deuda a los que se enfrenta Argentina en su intento por salir de su profunda crisis cambiaria, financiera y económica.

La doctrina del G-7 y el marco de la política del PSI también han evolucionado a lo largo del tiempo. Después de la crisis asiática y global de 1998-99, el G-7 y el FMI iniciaron un proceso de reforma de la arquitectura financiera internacional que cuenta con dos componentes: la prevención de las crisis y la solución de éstas. Dentro del contexto de la solución de las crisis, la posición del G-7 ha evolucionado entre 1999 y 2001 en la dirección de un consenso tentativo, el llamado "Marco de Praga", que se alcanzó durante el encuentro del Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) celebrado en Praga en el otoño de 2000. Pero en este consenso de Praga muchas cuestiones difíciles quedaron sin solución y sometidas a la discrecionalidad de las autoridades –como, por ejemplo, qué hacer durante graves crisis "de liquidez" con importancia sistémica–. Con posterioridad, todos los países del G-7 manifestaron su deseo de perfeccionar dicho marco. Si bien la administración norteamericana de Clinton (con Rubin y Summers) se había inclinado por un enfoque de discrecionalidad limitada y análisis caso por caso, que permitía al FMI la opción de conceder importantes paquetes de ayuda cuando se considerasen necesarios, la posición oficial de la nueva administración Bush, al menos desde un punto de vista retórico, ha sido más crítica con los grandes paquetes de "rescate" concedidos por el FMI.

En esta materia, la nueva posición de Estados Unidos se ha aproximado a las de otros países miembros del G-7 (principalmente, Reino Unido, Canadá y Alemania), que también estaban a favor de una mayor claridad de las reglas limitativas de la capacidad del FMI para otorgar financiación excepcional ("rescates") a países en crisis. Pero el progreso efectuado hasta ahora por el G-7 y el FMI para definir un marco PSI nuevo y más claro ha sido limitado.

Además, frente a la retórica oficial de "no más rescates" y de que los impuestos pagados por los "carpinteros y fontaneros" norteamericanos no deben utilizarse para pagar los rescates de las economías de mercados emergentes con malos resultados económicos, la realidad de los intereses políticos y estratégicos de Estados Unidos y de los otros países del G-7 ha quedado en evidencia. Aún antes de los acontecimientos del 11 de septiembre, pero más todavía tras ellos, ha reaparecido con claridad la tendencia norteamericana a respaldar la financiación oficial a los países considerados como amigos, aliados o de importancia estratégica (Turquía, Pakistán, Indonesia, etc.), con mayor fuerza incluso que durante la administración Clinton. Aun en el caso de Argentina, donde el FMI acabó cortando su ayuda, provocando el impago de la deuda, las consideraciones políticas han sido las dominantes: el impulso del

paquete de ayuda de agosto de 2001 se debió más a razones políticas que económicas; y dada la pérdida relativa de poder e influencia del Tesoro norteamericano en la administración Bush, en relación a las agencias de seguridad nacional y de política exterior, puede que a la larga vuelva a reaparecer una actitud más indulgente sobre cómo afrontar los problemas de Argentina tras el impago de su deuda.

Incluso la postura oficial norteamericana con respecto al PSI (tal y como la presentan los funcionarios del Tesoro⁴) ha pasado a ser más indulgente en lugar de más dura, y menos intervencionista ("dejemos que el mercado se cuide de sí mismo") en vez de más "concertada", ya que:

1. Con el fin de introducir una señal de dureza en los rescates, ahora ya no se conceden ayudas bilaterales; pero, entonces, se emplaza al FMI para que proporcione mayores paquetes de ayuda a los países amigos (Turquía, Pakistán y, con ciertos reparos, Argentina);
2. Hay una resistencia a la idea de PSI "coercitiva" o "concertada"⁵, sin que se llegue a explicitar cómo debe actuarse cuando no es probable que el enfoque catalizador tenga éxito, de modo que la financiación oficial es normal y, al tiempo, parece poco factible que el país sea capaz de cubrir sus necesidades de financiación en el mercado; como corolario de esto, se aprecia una cierta resistencia en la práctica a continuar la política de "comparabilidad" aplicada a la deuda en las reestructuraciones del Club de París;
3. Hay una fuerte resistencia a la idea de que los organismos internacionales o el FMI le indiquen a un país que la senda insostenible que sigue su deuda podría requerir una suspensión o un impago de dicha deuda. No deben fomentarse los impagos.⁶

2. Cuestiones relativas a la implicación del sector privado en la solución de las crisis

¿Qué es el PSI?

La cuestión fundamental de la política del PSI se refiere a qué hacer cuando se produce una crisis en una economía emergente y existen unas necesidades de financiación externa potencialmente elevadas. En principio, existen tres opciones:

⁴ Véase la conferencia pronunciada el 29 de noviembre de 2001 por el subsecretario Taylor en la Universidad de Harvard (Taylor (2001)).

⁵ "Parte de la promoción de unas expectativas estables implica evitar que el sector privado se vea coaccionado por los organismos oficiales durante las crisis financieras" (Taylor (2001)).

⁶ "Los organismos oficiales no deben fomentar que los países incurran en el impago de sus deudas, si bien reconocemos que las reestructuraciones pueden y deben ocurrir en ciertos casos" (Taylor en la Universidad de Harvard).

1. Un “rescate” de importante cuantía en forma de paquete oficial de ayuda que cubra la mayor parte o la totalidad de las necesidades de financiación (donde el término “rescate” se utiliza de manera poco precisa para describir grandes paquetes oficiales de ayuda). Dado el tamaño de las necesidades de financiación externa, esta opción implica el acceso a los paquetes de ayuda excepcionales o privilegiados del FMI. En circunstancias ideales, la ayuda del FMI jugará un papel catalizador en los casos en que se establezca la necesidad de conceder esos grandes paquetes financieros. Por ejemplo, éste será el caso de un país que esté sufriendo una crisis transitoria de liquidez y donde el ajuste de las políticas que lleva a cabo el país, junto con la financiación del FMI –financiación de elevada cuantía pero de importe inferior ex-ante a las necesidades financieras existentes–, sean capaces de restablecer la confianza de los inversores y el acceso del país a los mercados de capitales. Ex-post, las necesidades financieras que no cubran los recursos del FMI queden cubiertas por la reapertura voluntaria de los mercados financieros internacionales, con el consiguiente endeudamiento a tipos de interés de mercado.

2. Una implicación total de los inversores privados en la solución de la crisis (modificación del calendario de pago de intereses, reestructuración y/o reducción de la deuda) junto con la concesión de financiación oficial por una escasa cuantía. Puede ser necesario llegar a una moratoria y/o a un incumplimiento del servicio de la deuda, seguidos de una reducción de ésta, en los casos en que la trayectoria de la deuda del país sea insostenible y éste sea manifiestamente “insolvente” sobre la base de ciertos criterios.

3. Una combinación de financiación oficial, tipos “apropiados” de PSI y ajuste de las políticas del país en crisis. En este tercer caso, si es reducida la probabilidad de que la financiación del FMI mediante paquetes de ayuda “normales” y no “excepcionales”, junto con las políticas de ajuste del país, vayan a restablecer la confianza de los inversores y el acceso a los mercados de capitales a tipos de interés sostenibles, entonces es más probable que el tipo de PSI sea –en alguna medida– coercitivo o concertado, en lugar de ser voluntario y catalizador (como ocurre en el caso 1).

Trade-offs entre distintos enfoques de PSI

Dadas unas determinadas necesidades de financiación externa, hay un trade-off entre los fondos aportados mediante la implicación del sector privado (“bail-in”) y la cuantía de los rescates (“bail-out”): un mayor volumen de uno de estos recursos implica una menor necesidad del otro. En circunstancias ideales, sería deseable que la ayuda oficial sólo alcanzase el mínimo necesario (para evitar el riesgo

moral), pero también para evitar tipos de PSI más coercitivos (ya que podrían afectar negativamente a los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes). Por ejemplo, el Director Ejecutivo del FMI, Horst Kohler, habla de “compromiso constructivo” y desea paquetes de ayuda del FMI de pequeño tamaño y PSI no coercitivo; de manera similar, la postura actual de Estados Unidos es contraria a los grandes paquetes de rescate, pero también es opuesta al PSI coercitivo o concertado.

Pero en esta postura podemos encontrar cierta contradicción: unos paquetes de ayuda del FMI de menor cuantía podrían implicar un mayor PSI y, además, un mayor PSI de tipo más coercitivo. Y al mismo tiempo, un PSI menos coercitivo podría implicar la necesidad de unos paquetes oficiales de ayuda de mayor cuantía. La nueva administración norteamericana se enfrenta a una tensión similar entre las posiciones más duras de algunos –como las representadas en la Comisión Meltzer (no a más rescates elevados y sí a más reestructuraciones y suspensiones de pagos)– y las opiniones de los sectores financieros y de Wall Street, junto a las de los grupos de presión relacionados con la defensa, la seguridad nacional y la política exterior (que tienden a preferir los paquetes de rescate antes que la implicación del sector privado en las crisis).

Una comparación de los PSI en las décadas de los ochenta y noventa

La crisis de la deuda de los países en desarrollo de los años ochenta tuvo su propia PSI (suspensión de los pagos de créditos bancarios sindicados, renovación concertada de préstamos, nuevos créditos) y, a la larga, condujo a una reducción de la deuda (el Plan Brady).

¿Cuáles han sido, por tanto, las novedades de los años noventa?

1. Instrumentos (bonos y líneas interbancarias de crédito a corto plazo en lugar de créditos bancarios sindicados a medio plazo)
2. Acreedores (tenedores de bonos, además de bancos)
3. Deudores (deudores privados, además de deudores soberanos)

El reto de los años ochenta se centró en la reestructuración de los créditos bancarios sindicados a medio y largo plazo. El reto de los noventa fue la reestructuración de la deuda privada y de la deuda soberana materializadas en bonos, así como de las líneas interbancarias de crédito a corto plazo.

Hay una serie de argumentos espureos sobre la facilidad con la que se implementó el PSI en la década de los ochenta

en contraposición a las dificultades de los noventa. Se ha dicho que en los ochenta, la reestructuración de los préstamos concedidos por un número pequeño de bancos dotados de mucha paciencia fue fácil, mientras que en los noventa se hizo imposible la reestructuración de la deuda por la inexistencia de cláusulas de acción colectiva y los millares de tenedores. También se ha comentado la dificultad de reestructurar las líneas interbancarias de crédito ya que los inversores huían antes de que pudieran firmarse los acuerdos de renovación concertada de créditos. Bien al contrario, la realidad de lo ocurrido en los años noventa ha sido la existencia de un gran número de PSI, tanto en forma de reestructuraciones de deuda como de acuerdos de renovación concertada de préstamos interbancarios.

Además, durante los años ochenta, la facilidad para implementar el PSI no fue tal dado que había: 1. Problemas de acción colectiva a la hora de coordinar a muchos acreedores diferentes; 2. Cientos de bancos con intereses dispares; 3. Problemas de inflexibilidad por parte, sobre todo, de los bancos más pequeños; 4. Préstamos sindicados carentes de homogeneidad que tuvieron que ser reestructurados en instrumentos más homogéneos.

Por el contrario, la experiencia durante los años noventa ha sido la siguiente:

1. Ha sido posible llevar a cabo reestructuraciones de deuda soberana incluso en ausencia de cláusulas de acción colectiva (CACs); véanse los casos de Pakistán, Ucrania, Rusia, Ecuador (y, posiblemente, Argentina en un futuro);
2. También ha sido posible la implicación del sector privado en los problemas existentes con las líneas interbancarias de crédito: véanse los casos de Corea, Indonesia, Tailandia, Rusia, Brasil y, con un éxito algo menor, Turquía.

En términos generales, las crisis de los años noventa se afrontaron mediante una combinación de rescates oficiales parciales y de implicaciones, también parciales, del sector privado en las crisis, a pesar de la percepción superficial que algunos tienen de que las principales crisis financieras se abordaron fundamentalmente mediante rescates oficiales de gran envergadura.

La doctrina actual del G-7 con respecto al PSI y las experiencias con el PSI durante los años noventa

El argumento a favor del PSI

El argumento a favor del PSI es bastante claro: 1. Si hay una crisis, es probable que el país necesite financiación

externa, incluso después de la introducción de ajustes en su política económica; 2. La ayuda oficial puede contribuir a cubrir una parte, pero no la totalidad, de esa necesidad de financiación. En circunstancias normales, no hay fondos oficiales suficientes; 3. La financiación excepcional no sólo no es viable, sino que no es conveniente, excepto en unos cuantos casos especiales, ya que unos rescates de gran envergadura podrían generar problemas de "riesgo moral" tanto a los acreedores como a los deudores. Dados los puntos 1 a 3, se necesita un PSI "apropiado" que contribuya a cubrir la necesidad de financiación externa.

El actual marco PSI del G-7

El actual marco PSI del G-7, que ha evolucionado desde el informe sobre la arquitectura financiera internacional presentado en la Cumbre del G-7 celebrada en Colonia, pasando por las directrices operativas del G-7 de abril de 2000, hasta llegar a la declaración del FMI en septiembre de 2000 (el llamado "Marco de Praga"), puede resumirse de la siguiente forma: un análisis de cada caso por separado, en lugar de reglas estrictas y rígidas; una discrecionalidad sujeta a principios, consideraciones, herramientas, criterios y directrices, esto es, un régimen de "discrecionalidad limitada". Inicialmente se consideró que las reglas rígidas carecían de realismo a causa de la complejidad y de la novedad de las cuestiones que habrían de ser resueltas. La idea era que los estudios de cada caso condujeran a la larga a una "legislación basada en casos". Hubo cierta ambigüedad a la hora de tratar casos de crisis de liquidez con importantes efectos sistémicos, mostrándose una preferencia por la financiación catalizadora del FMI cuando su éxito se creyó probable. Existe un debate todavía abierto acerca de si el acceso a la financiación ha de ser fácil o complicado y sobre cuándo el PSI debe tener carácter concertado o catalizador. En la medida de lo posible, debe darse preferencia a las soluciones cooperativas sobre las coercitivas.

La preferencia por la "discrecionalidad limitada" en lugar de por las reglas rígidas mostrada por el G-7 en su Informe sobre Arquitectura Financiera Internacional de 1999 se derivaba del hecho de que, en ausencia de una legislación basada en casos, existía todo un conjunto de cuestiones complejas y difíciles referidas a los métodos de implementación del PSI que carecían de respuestas claras a priori, dada la falta de experiencia práctica en el estudio de casos. En concreto, tales cuestiones eran: ¿Cuándo poner en marcha un PSI y cuándo no? ¿Qué tipo de PSI (coercitivo, voluntario)? ¿Qué derechos se incluirían? ¿Qué acreedores se incluirían? ¿Qué hacer en casos de crisis de liqui-

dez? ¿Qué hacer en casos de importancia sistémica donde el contagio es posible? ¿Cómo distinguir entre insolvencia y falta de liquidez? ¿Cuánto ajuste es necesario en relación a la financiación? ¿Cómo dividir el reparto de la carga entre los acreedores privados y los oficiales? ¿Cómo medir la comparabilidad? ¿Se permite la comparabilidad inversa? ¿Cuál es la secuencia apropiada entre la operativa del Club de París y la reestructuración de los activos del sector privado? ¿Qué procesos seguir en la reestructuración de la deuda? ¿Ofertas de canje unilateral o un proceso más formal con el uso de CACs, comités formales de acreedores y negociaciones entre el deudor y los acreedores?

Por tanto, la estrategia del caso por caso con principios, herramientas y criterios suponía una combinación de directrices claras con la discrecionalidad y la flexibilidad necesarias para tratar de forma adecuada cada caso.

El marco PSI del G-7 incluía otros dos elementos:

1. La utilización de un "PSI apropiado".
2. El intento por lograr "soluciones cooperativas y voluntarias" en lugar de soluciones coercitivas en la medida de lo posible, con el fin de no dañar los flujos de capital a largo plazo hacia los mercados emergentes.

Un PSI "apropiado" dependía parcialmente de: 1. la situación en la que un país se encuentra dentro del espectro que va desde la iliquidez en un extremo hasta los casos de insolvencia, en el otro; 2. el tamaño y la importancia sistémica del país en cuestión, es decir, si la crisis puede desembocar en un "contagio internacional".

Estudio de casos de PSI y de reestructuración de la deuda soberana en la última década

Al tiempo que el esfuerzo del G-7 y del FMI por reformar la arquitectura financiera internacional evolucionaba durante los años noventa, los organismos oficiales tenían que abordar en la práctica la solución de los distintos episodios de crisis financieras acaecidos en esa década. Cada crisis se trató mediante una combinación variable de ayuda financiera oficial, contribución del sector privado y ajuste de las políticas económicas internas del país.

La crisis del peso mexicano de 1994-95 fue la que estuvo más próxima a convertirse en un caso de "rescate" total puesto que se aportó una financiación procedente de organismos oficiales de la cuantía suficiente como para permitir la salida de los inversores que no querían renovar sus saldos de Tesobonos: en la práctica, no hubo implicación de los inversores extranjeros.

A continuación, durante la crisis asiática de 1997-98, se negociaron renovaciones concertadas de líneas de presta-

mo interbancario en Corea, Tailandia e Indonesia. El acuerdo de renovación de las líneas interbancarias en Corea representó un significativo episodio de implicación de los inversores extranjeros. En la crisis asiática, no hubo reestructuración de la deuda soberana ya que ésta no fue un elemento clave de las crisis financieras de esos países. Sin embargo, en Indonesia, las empresas privadas y las instituciones financieras suspendieron sus pagos al exterior, ya que el colapso de la rupia llevó casi a la quiebra a una importante proporción del sector empresarial y financiero.

En 1999, se aplicó por vez primera a los bonos el principio de "comparabilidad" del Club de París, en el caso concreto de Pakistán. El Club de París solicitó, y Pakistán logró con éxito posterior, una reestructuración comparable de la deuda soberana externa. En el caso de Rusia, la suspensión de pagos y la reestructuración a la larga de la deuda interna (GKO) y de la deuda previa del Club de Londres (deuda principal e intereses de demora) no fue el resultado de una política de PSI por parte del G-7, sino una consecuencia de la decisión que tomó el país de suspender el servicio de muchas de sus deudas, tras el colapso en agosto de 1998 del programa de ayuda firmado con el FMI.

Durante la crisis brasileña de 1998-99, el tipo de PSI implementado fue voluntario ya que se intentó utilizar, y además con éxito, el enfoque catalizador: en 1999, el PSI adoptó la forma de una supervisión de las líneas de crédito interbancario transfronterizo, mientras que en 1998 la forma adoptada fue un compromiso de mantener el nivel de riesgo interbancario tras la no-renovación parcial de dichas líneas. Rumania y Ucrania intentaron algunas reestructuraciones graduales de sus pasivos soberanos durante 1999, puesto que se aproximaba el vencimiento de importantes pagos del servicio de la deuda y los países gozaban de un acceso limitado al mercado internacional de capitales. En el caso de Rumania, a la larga acabó abandonándose el PSI, mientras que, para el caso de Ucrania, durante el año 2000 se culminó con éxito una reestructuración más amplia de su deuda externa. Ecuador fue el primer país que suspendió los pagos de sus bonos Brady durante el verano de 1999; las prisas de otros acreedores provocaron posteriormente que este país suspendiera los pagos de toda su deuda externa (tanto bonos Brady como Eurobonos). Después de esta suspensión, transcurrió más de un año hasta que Ecuador pudo reestructurar con éxito su deuda externa. Y, de hecho, durante el periodo 1999-2000, en Rusia, Ucrania, Pakistán y Ecuador se produjeron cuatro episodios de reestructuración de la deuda soberana que acabaron con éxito (todos ellos implementados con algunas variantes de ofertas de canje unilateral).

Durante la crisis de 2000-2001 sufrida por Turquía, se intentó un PSI en las líneas de crédito interbancario transfronterizo. Al igual que en el caso de Brasil, el FMI supervisó el nivel de riesgo en estas líneas de crédito, pero el compromiso de los bancos para mantener su grado de exposición fue incluso menor que en Brasil. Como consecuencia, y dado que la situación económica en Turquía seguía siendo frágil tras la crisis cambiaria de febrero de 2001, se produjo una significativa no-renovación de este riesgo transfronterizo: alrededor de dos tercios de los más de 16 m.M. de dólares en líneas de crédito interbancario transfronterizo a corto plazo se quedaron sin renovar. Así pues, una parte significativa de la ayuda financiera del FMI se dirigió a financiar la salida de los inversores extranjeros a corto plazo. Además, la implicación del sector privado interno en la crisis también fue escasa puesto que ciertas sugerencias en favor de una reestructuración semi-coercitiva de la enorme y creciente deuda interna nunca llegaron a tomarse en consideración. De este modo, el programa de Turquía acabó basado solamente en dos pilares: una financiación excepcional del FMI de enorme cuantía y un ajuste de la política económica interna.

En Argentina, el importante programa de ayuda del FMI de diciembre de 2000 contemplaba, además de un ajuste fiscal y ciertas reformas, algunos tipos de PSI voluntaria de la deuda interna y externa: los bancos y los fondos de pensiones del país se comprometieron a continuar comprando los bonos emitidos por el gobierno, mientras que éste acordaba la puesta en marcha de unos canjes de bonos internos y externos atractivos para los mercados (como el megacanje de junio de 2001). En agosto de 2001 se aprobó un segundo paquete de ayuda a gran escala por importe de 8 m.M. de dólares, de los cuales se desembolsaron 5 m.M. de forma inmediata. Pero, ya para entonces, era patente la insostenibilidad de la deuda. A finales del otoño de 2001 se intentó poner en marcha un canje en dos etapas (primero con deuda interna y luego con deuda externa), y se concluyó para el componente de deuda interna en bonos soberanos. Pero, al fin y a la postre, tras la severa recesión sufrida, el aumento del déficit presupuestario y la decisión del FMI de cancelar el desembolso programado para diciembre, el país acabó decidiendo suspender los pagos de toda su deuda interna y externa en diciembre de 2001.

3. La evolución del debate sobre el PSI en el G-7 y en el FMI y del marco PSI⁷

El Informe Rey. El debate sobre el PSI en el G-7 y en el G-10 comenzó cuando, tras el rescate posterior a la crisis mexicana,

el G-10 organizó un grupo de trabajo. Algunos países europeos mostraron su preocupación porque el acceso privilegiado de México a la financiación oficial, junto a la ausencia de una reestructuración de su deuda, sentasen un precedente negativo y generasen riesgo moral. El Informe Rey recomendó la introducción en los bonos de cláusulas de acción colectiva y pidió al FMI que modificase su política de concesión de préstamos a los países en mora. Pero las recomendaciones del informe no se llevaron a la práctica. El sector privado, en concreto el Institute for International Finance y otros representantes de los acreedores privados, opusieron una feroz resistencia tanto a la recomendación de incluir cláusulas de acción colectiva en los bonos como a la de modificar la política de préstamos a países en mora.

El grupo de trabajo del G-22 sobre crisis financieras. La siguiente iniciativa oficial fue el grupo de trabajo del G-22 sobre crisis financieras. Este grupo trató de que los países emergentes deudores se incorporasen a la discusión y, al contrario que el informe Rey –que había puesto el acento en los problemas derivados de las crisis provocadas por la deuda–, el informe de este grupo de trabajo abordó la cuestión de las crisis relacionadas con la renovación de créditos interbancarios como las observadas en Asia. Además de la cuestión de la introducción de cláusulas de acción colectiva en los bonos, este informe incluyó nuevas cuestiones y efectuó nuevas recomendaciones: líneas de crédito contingente otorgadas por bancos privados con el fin de proporcionar liquidez de emergencia, una petición de mejora de los procedimientos concursales y la sugerencia de que, en algunos casos, y tras recibir indicaciones acerca del volumen de financiación oficial disponible, los países deudores negociasen una reestructuración con sus acreedores. En una situación ideal, esta reestructuración permitiría a un país evitar la suspensión de pagos, pero este resultado positivo no podría garantizarse. Sin embargo, nótese que el G-22 no solicitó restricciones a la disponibilidad de financiación oficial ni indicó que la provisión de financiación oficial habría de ir siempre acompañada de algún tipo de reestructuración de la deuda.

El cambio de la política de concesión de préstamos del FMI a los países en mora. El G-22 también recomendó que el FMI debería aclarar que si un país se encontraba negociando de buena fe con sus acreedores y estaba poniendo en marcha unas reformas adecuadas, el propio FMI le prestaría aun estando en situación de mora. Con posterioridad, el FMI reformuló su política de concesión de préstamos a países en mora para permitir la concesión de este tipo de préstamos a países donde el servicio de la deuda materializada en bonos también estuviera en mora.

⁷ Esta sección se basa parcialmente en un excelente resumen del debate elaborado por Brad Setser ("A brief history of the PSI debate inside the official sector", abril de 2001).

El contagio y la creación de las LCC. Tras la crisis rusa y su contagio a Brasil y a otros países emergentes, el G-7 se inclinó por el desarrollo de mecanismos reforzados que impidiesen el contagio, tales como las líneas de crédito contingente (LCC) del FMI.

El informe de Colonia sobre la Arquitectura Financiera Internacional: principios, consideraciones y herramientas (“discrecionalidad limitada”) del PSI. El G-7 abordó directamente la cuestión del PSI en el debate sobre la arquitectura financiera internacional de la primavera y el verano de 1999. Se trataba de un marco de consideraciones, principios y herramientas que básicamente introducía un conjunto de principios, presentaba un listado de mecanismos mediante los que implicar al sector privado y sostenía que la aproximación correcta dependería de las circunstancias de cada caso. Los organismos oficiales también manifestaron con claridad que no consideraban que los bonos tuviesen un privilegio inherente frente a los bancos. Podemos describir este marco como un enfoque “caso por caso” limitado por principios, consideraciones y herramientas, esto es, un enfoque del PSI basado en la “discrecionalidad limitada”.

El marco PSI del G-7 fue, en parte, una respuesta a diversas preocupaciones:

1. Preocupación porque los importantes paquetes de rescate concedidos en México y Asia pudieran estar provocando riesgo moral;
2. Preocupación porque las nuevas formas de financiación oficial como el Servicio de Complementación de Reservas (SCR), las LCC y la renovación de las cuotas del FMI debieran ir acompañadas de reglas que limitasen una financiación oficial excesiva;
3. Preocupación porque la aplicación del PSI en los casos específicos de países asiáticos y en otras situaciones posteriores no parecía seguir reglas claras y, por tanto, se convertía en una fuente de incertidumbre y confusión para los participantes en los mercados.

El principio de comparabilidad del Club de París aplicado a los bonos soberanos. Por vez primera en su historia, a comienzos de 1999 el Club de París aplicó el enfoque de comparabilidad a un bono soberano al pedir a Pakistán que reestructurase un paquete de bonos cuyos vencimientos se situaban a finales de 1999 y a principios de 2000. Este caso y el de Ecuador abrieron el debate acerca de si el Club de París, el FMI y el G-7 estaban forzando la suspensión de pagos de estos países y la reestructuración de sus bonos.

Las directrices operativas de abril de 2000. En sus “directrices operativas” sobre el PSI de abril de 2000, el G-7 intentó dar contenido operativo a los principios establecidos en su informe de Colonia –evaluando también las lecciones aprendidas tras las experiencias con reestructuraciones de bonos–. El comunicado del G-7 consideraba tres tipos de casos –casos donde el énfasis debía ponerse en la financiación oficial catalizadora (México), casos donde la actuación oficial podría contribuir a resolver problemas de coordinación (Corea, Brasil) y “casos de reestructuración” (Ucrania, Ecuador). A continuación, el comunicado presentaba un conjunto de directrices para la actuación oficial en dichos casos de reestructuración. De forma intencionada, el comunicado no abordaba la controvertida cuestión del nivel correcto de financiación oficial, esto es, en qué condiciones la financiación excepcional es necesaria y en qué condiciones no lo es. De este modo, volvieron de nuevo a obviarse las cuestiones más espinosas referidas a qué hacer en los casos donde existen problemas de falta de liquidez con potencial importancia sistémica.

El intento del FMI por dar operatividad a algunas directrices sobre el PSI. El FMI encontró que las “directrices” del G-7 no eran muy operativas ni muy provechosas, puesto que estaba claro que el grupo había obviado las cuestiones más espinosas del PSI, es decir, cuál habría de ser el nivel correcto de financiación oficial durante las crisis y si los acreedores privados debían implicarse o no en los casos de falta de liquidez. En respuesta a las directrices del G-7, el FMI generó dos documentos que proporcionaban un conjunto de directrices operativas más claras y precisas, aunque también controvertidas. El primero de ellos presentaba un “marco” operativo del FMI que, en la práctica, reducía las posibles contingencias a una matriz de dos por dos: la financiación oficial podía ser excepcional o no serlo y el PSI podía ser, bien “catalizador”, bien “concertado”. El segundo documento discutía los puntos fuertes y los débiles de las moratorias. El G-7 fue crítico en cierta medida con ese marco de actuación del FMI. Los países europeos, al ser menos proclives que Estados Unidos a la utilización de grandes paquetes de ayuda, se mostraron escépticos ante un marco de actuación del FMI condensado en una matriz de dos por dos que permitía en algunos casos la combinación de un “acceso excepcional” y de un PSI “catalizador”. Estados Unidos puso objeciones al reduccionismo binario (catalizador y concertado) de toda una amplia gama de actuaciones posibles que el sector privado podría llevar a cabo para contribuir a la solución de una crisis.

El comunicado del CMFI de septiembre de 2000 ("El Marco de Praga"). A continuación, el debate dentro del G-7 condujo al comunicado del CMFI de otoño de 2000, comunicado que representaba un compromiso entre el marco de actuación del FMI y las directrices del G-7 de abril de 2000. La dirección del FMI adoptó este comunicado como su marco operativo con respecto al PSI. Sin embargo, el marco operativo del FMI volvía a obviar las delicadas cuestiones relativas a los casos de crisis de iliquidez con importancia sistémica: cuándo conceder un acceso reducido a la financiación oficial y cuándo conceder un acceso privilegiado; cuándo asociar unos elevados niveles de financiación oficial a un PSI concertado y cuándo asociarlos a un PSI catalizador. En suma, el margen para una política discrecional en cada caso concreto seguía siendo muy grande.

¿Un PSI coercitivo? Una de las dimensiones del debate en el G-7 seguía siendo el necesario grado coercitivo del PSI. Kohler pensaba que el término "implicación del sector privado" estaba demasiado vinculado a soluciones coercitivas y prefería hablar de compromiso "constructivo del sector privado". Pero también expresaba, al menos en teoría, una simpatía hacia una financiación oficial más limitada, dejando indefinido el grado de reducción de la financiación oficial que podría ser consistente con un PSI menos coercitivo. Aunque las soluciones catalizadoras, en caso de tener éxito, pueden permitir un PSI menos coercitivo, por lo general es necesario que su cuantía sea muy elevada para que tengan éxito. Seguimos todavía buscando un caso en el que un acceso reducido a la financiación oficial haya tenido efectos catalizadores positivos. De manera similar, la posición de la nueva administración norteamericana está en contra de las formas coercitivas y concertadas de PSI y de la implicación excesiva de los organismos oficiales en los procesos de reestructuración, así como de que estos organismos den el visto bueno e incluso induzcan los impagos de deuda soberana. Pero su apoyo, en principio, a una financiación oficial más limitada no encaja bien con su preferencia por unas soluciones de PSI menos coercitivas.

El informe transmitido por los Ministros de Finanzas en la cumbre del G-8 celebrada en Génova en 2001. Durante la preparación de la cumbre del G-8 en Génova, los ministerios de finanzas de los países del G-7 intentaron de nuevo lograr un compromiso relativo a las cuestiones más espinosas del PSI. El hecho de que hubiera una nueva administración norteamericana que, al menos de forma verbal, ponía más reparos a los grandes paquetes de ayuda del FMI condujo a una mayor convergencia formal sobre este

aspecto entre las posturas de los países europeos (en el sentido de que debía limitarse el acceso a dichos fondos) y la posición de Estados Unidos, mientras que Japón seguía favoreciendo un amplio acceso a los fondos y lo vinculaba a las bajas cuotas de acceso de los países asiáticos. Sin embargo, a medida que comenzó a estudiarse el caso de Turquía (y, en parte, el de Argentina), se hizo evidente que continuaba existiendo una brecha entre la retórica oficial contraria a los grandes paquetes de ayuda y la política puesta en práctica. Para el caso de Turquía, el programa de ayudas se elevó de manera significativa tras la devaluación, lo que en la práctica acababa significando un rescate del país. Se permitió que Argentina incumpliese los objetivos presupuestarios, por lo que el importante volumen de financiación oficial previamente acordado siguió fluyendo hacia este país latinoamericano. Estados Unidos se mantuvo contrario a las moratorias de pagos, las suspensiones forzadas, el PSI coercitivo y la vinculación automática de la financiación oficial al PSI concertado. Por su parte, los países europeos siguieron observando con una simpatía relativamente mayor las formas concertadas del PSI, la utilización de moratorias en algunos casos y la vinculación de grandes paquetes de ayuda financiera a un PSI significativo. Como se reconoció que los acuerdos previos del G-7, que abogaban porque el FMI fuera más explícito sobre los supuestos de financiación contenidos en sus programas y acerca de si el PSI era necesario o no, se habían incumplido de forma sistemática, el compromiso del G-7 desvinculó las ayudas del FMI del PSI "automático", pero pidió que el FMI fuese más explícito e informase mejor a sus accionistas sobre estas cuestiones y que llevase a cabo un supervisión más eficaz del PSI en sus programas. De nuevo, se pasaron por alto las cuestiones espinosas referidas al acceso –importante o limitado– a la ayuda oficial y al PSI –catalizador o concertado– con el fin de permitir la puesta en marcha de decisiones discrecionales en casos concretos. Téngase en cuenta que el PSI casi siempre está contenido en los programas de ayuda del FMI, siempre que lo definamos como el residuo que no cubre la financiación oficial, una vez tenida en cuenta la escala de los flujos de fondos que abandonan el país en cuestión. En este sentido, la postura actual del G-7 es consistente con la posición defensora de la necesidad de que en todos los casos exista financiación privada y, al tiempo, con la postura contraria al requisito de que el país obtenga esa financiación por vías coercitivas/concertadas en vez de confiar en un enfoque catalizador. El problema radica en que, en muchos casos, el enfoque catalizador podría no tener éxito y, en tales circunstancias, sería necesaria una mayor claridad sobre cuándo y cómo implementar unas formas de PSI más concertadas.

El apoyo de los Bancos Centrales del G-7 a las moratorias y al PSI coercitivo. En líneas generales, los Bancos Centrales del G-7 se han mostrado más favorables a la idea de una moratoria de pagos y a la necesidad de poner límites a unos paquetes oficiales de ayuda excepcionalmente cuantiosos con el fin de reducir el riesgo moral. El Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá sostuvieron en un informe que el procedimiento correcto podría incluir una combinación de financiación oficial limitada y moratorias de pagos, incluso en casos de crisis de liquidez con importancia sistémica. También la Banca de Italia y el Bundesbank, en documentos y declaraciones públicas, han expresado su apoyo durante las crisis a las moratorias y a una financiación oficial limitada. Es bastante interesante resaltar que los Bancos Centrales han manifestado una mayor simpatía por las moratorias y por una ayuda oficial limitada que los Ministerios de Hacienda y los Departamentos del Tesoro.⁸

Pero la cuestión de las moratorias ha suscitado gran debate y discusión en la comunidad académica y en los círculos políticos. La controversia aquí no se centra en qué hacer cuando es patente que la trayectoria del endeudamiento de un país la hace insostenible (“insolvencia”). En estos casos de “insolvencia”, todas las partes están de acuerdo en que una suspensión del servicio de la deuda es necesaria e inevitable, seguida de una reestructuración/reducción de ésta. La controversia se centra en si las moratorias tienen utilidad como herramienta de solución de las crisis en los casos que no son de solvencia, es decir, en casos puros de falta de liquidez y en casos donde los problemas de liquidez se combinan con algunos desequilibrios macroeconómicos y políticos de importancia. ¿Puede una moratoria contribuir a la solución de estos casos “de solvencia condicionada”?

Los puntos fuertes y débiles de la implicación coercitiva del sector privado y de las moratorias del servicio de la deuda

El principal argumento en favor de la implicación coercitiva del sector privado en la solución de las crisis y de las moratorias del servicio de la deuda en los casos de iliquidez

⁸ Aquí puede haber un problema del tipo agente-principal: cuanto más próximo se encuentra un agente a la toma de decisiones (como les ocurre a los Bancos Centrales en cuestiones de política monetaria y regulación bancaria), mayor es la simpatía que manifiesta por una discrecionalidad benevolente cualificada y mayor la aversión a las reglas (de ahí la preferencia de los Ministerios de Finanzas por la discrecionalidad en cuestiones relativas al PSI). Cuando más alejado se encuentra un agente de la toma directa de decisiones (como les ocurre a los Bancos Centrales en cuestiones de PSI), mayor será su simpatía por las reglas y también mayor su aversión a la discrecionalidad.

total o parcial es que así se soluciona el “problema de acción colectiva” generado por una huida rápida de los inversores y, de ese modo, se podría evitar un pánico repentino y una fuga de capitales.

Pero esas moratorias también presentan algunas debilidades potencialmente desestabilizadoras:

1. Pueden reducir los préstamos y los flujos de capitales hacia los mercados emergentes
2. Pueden provocar una “huida hacia las salidas” (al igual que ocurre cuando se anticipa el establecimiento de controles de capital)
3. Pueden provocar un contagio financiero internacional (recuérdese el contagio desde Rusia y Malasia hacia los mercados emergentes durante el verano de 1998)
4. Las moratorias parciales de la deuda soberana pueden no ser suficientes, ya que podría haber problemas de huida hacia las salidas por parte de los tenedores de deuda privada. De este modo, se haría necesaria también una moratoria en el pago de la deuda privada si los tenedores de ésta comenzasen a buscar las salidas.
5. Se haría necesario el establecimiento de controles de cambios y de controles de capital en el caso de que los tenedores de deuda privada comenzasen a buscar las salidas y hubiera una fuga generalizada de capitales.
6. Es difícil acordar moratorias en el pago de la deuda privada y también se corre el riesgo de reparto de los activos en que se materializa dicha deuda (“asset stripping”), como demuestra el caso de Indonesia
7. Tras una moratoria, hay todo un conjunto de complejas cuestiones legales a la hora de implementar un diferimiento jurídicamente vinculante de los litigios:
 - a. No es probable que se modifique el artículo VIII.2.b del FMI, dada la postura actual del G-7 sobre esta cuestión;
 - b. En ausencia de dicha modificación, no es probable que un tribunal dictamine un “diferimiento de los litigios” tras una suspensión del servicio de la deuda;
 - c. La política de concesiones de préstamos a países en mora que sigue el FMI es válida y apropiada pero no impedirá formalmente la existencia de litigios si los acreedores deciden llevar su caso a los tribunales.

4. El “status quo” vigente y el debate sobre el PSI: cuestiones por resolver

El diálogo sobre la política del PSI continúa en el G-7, el FMI y en otros foros internacionales. Existe un cierto des-

contento con la vaguedad del Marco de Praga sobre muchas cuestiones de relevancia. Sin embargo, la Cumbre de Génova no alcanzó un nuevo consenso ni conformó un nuevo marco de actuación.

Dado que la mayor parte de los países del G-7 están de acuerdo, al menos formalmente, en que los grandes paquetes de rescate del FMI deberían limitar su cuantía, además de prodigarse menos, el G-7 necesita todavía clarificar bajo qué condiciones debería proporcionarse una cuantiosa financiación excepcional y cuándo debería darse una oportunidad al enfoque catalizador. El volumen de financiación en los casos de crisis de iliquidez parcial con importancia sistémica sigue siendo una cuestión a debatir, si bien la práctica habitual ha mostrado hasta ahora una tendencia en favor de un volumen de financiación importante. En estos casos, la financiación por encima del volumen normal no ha sido la excepción, sino la regla. En consecuencia, ¿deben ser flexibles o inflexibles los límites a un acceso excepcional a la financiación oficial? ¿Debe el acceso a la financiación excepcional en las crisis de "liquidez" estar condicionado a un PSI significativo o debe dársele en estos casos una oportunidad de desarrollo pleno al enfoque catalizador? ¿Cómo debe evaluarse si el problema es sólo o fundamentalmente de falta de liquidez?

También existe consenso sobre que, en los casos de insostenibilidad ("insolvencia"), no debería concederse y/o debería cancelarse el acceso a una financiación excepcional y cuantiosa. Sin embargo, aquí la dificultad radica en cómo llevar a cabo una evaluación sensata de que la trayectoria que sigue la deuda es insostenible. El problema de Argentina, ¿era de iliquidez o de insolvencia? Y si era insolvente, ¿en qué momento concreto se pasó de la iliquidez a la insolvencia?

Al mismo tiempo, como sugieren las experiencias de Turquía y Argentina, a pesar de la retórica oficial contraria a los rescates, y frente a lo que ocurría en tiempos pasados, la motivación política de éstos está creciendo. De esta forma, la distancia entre la retórica oficial y las prácticas políticas es ahora más amplia que antes.

La distinción entre iliquidez e insolvencia sigue siendo controvertida y difícil de implementar, debido fundamentalmente a que la mayor parte de los casos caen en esa zona gris donde, a pesar de que el país no es estrictamente "insolvente" de acuerdo con algunos criterios, la iliquidez y la pérdida del acceso a los mercados financieros internacionales se ven reforzadas por importantes debilidades de carácter macroeconómico y político.

Y las espinosas cuestiones relativas a qué hacer en esos casos de la zona gris siguen sin resolverse ni clarificarse. Esos casos son como los de Ucrania y Pakistán, que no son de iliquidez pura –en los cuales puede estar justificada y concedida a la postre una financiación excepcional– ni de insolvencia pura –en los que habrá que cancelar la ayuda y llegar a una reducción de la deuda–. ¿Qué es preferible: un PSI voluntario, que deje la solución del problema en manos del mercado y del deudor, una vez que la financiación oficial es limitada, o tratar de poner en práctica un enfoque de PSI concertado? El compromiso de Génova sigue siendo bastante vago y ambiguo con respecto a qué enfoque seguir en estos casos intermedios. Por último, incluso en los casos de insostenibilidad, ¿cuál es el régimen con el que se logra una reestructuración/reducción de la deuda? ¿Será un nuevo procedimiento de derecho concursal internacional, o bien la adopción indiscriminada de cláusulas de acción colectiva, o incluso una adaptación de las ofertas de canje que constituyen el vigente status quo? Sobre estas cuestiones existe toda una variedad de opiniones.

En el G-7 también se está debatiendo sobre si las suspensiones y las moratorias de pagos deben ser aprobadas por los organismos oficiales y en qué medida estos organismos deben jugar un papel activo en el proceso de reestructuración de la deuda (es decir, si el PSI debe ser concertado y los acuerdos entre los acreedores y el deudor deben ser supervisados/aprobados por los organismos oficiales con el fin de dotarlos de una consistencia a medio plazo o si, una vez que estos organismos oficiales han decidido conceder un volumen reducido de financiación, el deudor y los acreedores deben acordar una reestructuración por su cuenta con una escasa implicación de dichos organismos oficiales).

Una solución apropiada a las crisis y el enfoque PSI dependen de la naturaleza de la crisis financiera dentro de la gama que va desde la "liquidez pura" a la "insolvencia pura"

En principio, ¿cuál es la manera óptima de abordar la solución de las crisis y el PSI en los diferentes episodios de aquéllas? En general, la respuesta depende del lugar donde se sitúe el país dentro del intervalo que va desde la iliquidez a la insolvencia. Una forma de deducir cuál es la forma de PSI más adecuada y el volumen más apropiado de ayuda del FMI consiste en decidir en qué lugar se sitúa el país dentro del espectro que abarca desde los casos de iliquidez pura a los casos de insolvencia pura:

1. En los casos de iliquidez "pura" (México es el caso más aproximado, a pesar de que también hubo significati-

vos problemas de política económica), la solución correcta podría ser un rescate total puro o, incluso mejor, la concesión de una línea de crédito contingente (LCC) por parte del FMI. No obstante, los casos de iliquidez "pura" son bastante raros, lo que deja sin resolver la cuestión de cuál sería el volumen de financiación oficial adecuado para países grandes que sufren falta de liquidez pero que también tienen problemas económicos.

2. En los casos de insolvencia pura (Ecuador, Rusia y Argentina), podría estar justificada la reestructuración de la deuda en forma de quitas y rebajas del principal. Sin embargo, es difícil definir con claridad bajo qué condiciones un país es "insolvente" y quiénes deberían estar capacitados para manifestarse a este respecto.
3. En los casos intermedios, tales como los de Ucrania y Pakistán (con significativos problemas macroeconómicos sin llegar a la insolvencia, pero con pérdida del acceso a los mercados financieros internacionales y un enorme servicio de la deuda), la política apropiada podría ser una reestructuración de la deuda (a unos tipos de interés inferiores a los de mercado pero sin reducciones del principal).

Aun así, muchas cuestiones quedan pendientes. En primer lugar, ¿cómo diferenciar entre iliquidez e insolvencia? La mayor parte de los casos caen en una región gris donde los países con problemas de falta de liquidez también se enfrentan a serias dificultades macroeconómicas y estructurales, mientras que otros países que parecen insolventes podrían no serlo, una vez puesto en marcha un programa serio de ajustes y reformas. En segundo lugar, ¿es apropiado un rescate total en los casos más próximos a la iliquidez pura? Desde un punto de vista conceptual, incluso en estos casos podría plantearse la utilización de un PSI adecuado (más profundo que el PSI voluntario que se usa en los casos donde trata de implementarse un enfoque catalizador). En tercer lugar, la disposición a intentar una reestructuración de la deuda o un PSI concertado se debilita en los casos en que el país es grande y, por razones económicas y/o políticas, también tiene importancia sistémica. En estos casos, los responsables de las políticas oficiales en el plano internacional tienden a considerar que el problema del país es su "iliquidez" y no la "insostenibilidad de su deuda", por lo que le proporcionan una financiación excepcional. Así pues, ¿cómo podría contrarrestarse esta tendencia política en favor de los rescates? En cuarto lugar, ¿en qué casos está justificado un acceso excepcional a la financiación del FMI y en qué casos este organismo sólo

debe conceder un acceso normal a sus facilidades? En quinto lugar, ¿en qué condiciones el PSI debe ser catalizador (esto es, voluntario) y cuándo ha de ser concertado (es decir, más coercitivo)?

5. La política adecuada en casos de iliquidez y en países con importancia sistémica

Comenzaremos considerando la política apropiada para los casos de "iliquidez" y para los casos de países que pudieran tener una importancia sistémica.

La respuesta superficial es que, ante un problema fundamentalmente de iliquidez, la mejor política es un rescate. Sin embargo, la política adecuada en estos casos de "iliquidez" es algo más compleja. Supongamos que tenemos un caso de iliquidez pura, no hay incertidumbre sobre los fundamentos macroeconómicos, los inversores no muestran aversión al riesgo y no hay problemas políticos. En esta situación, la solución de un rescate total y la solución de una implicación total del sector privado son equivalentes (prestamista de última instancia frente a un cierre bancario temporal), puesto que esta última solución también resuelve el problema de acción colectiva. Pero, desde un punto de vista conceptual, una solución basada en la implicación total del sector privado puede ser mejor incluso que un rescate total, puesto que la sola amenaza para el sector privado de su potencial implicación garantizaría un buen equilibrio sin necesidad de imponerlo (como en el caso de un cierre temporal de los bancos cuando tiene lugar un pánico bancario en el interior de un país).

Pero los casos de iliquidez en el mundo real son distintos de nuestro ideal abstracto ya que existe incertidumbre, aversión al riesgo y problemas macroeconómicos y de índole política en los países que experimentan la fuga de sus inversores internacionales. Estas fugas de inversores habitualmente no se producen en los casos de iliquidez pura, incluso aunque la teoría indique lo contrario. Los países en situaciones de iliquidez son países con graves problemas macroeconómicos y/o estructurales. La huida de los inversores no se produce por nada, sino que viene provocada por los problemas políticos y económicos. Esta es la razón por la que, para enfrentarse a estas crisis de "iliquidez", es preciso combinar un PSI "apropiado" con ajustes en la política económica y con unos volúmenes "adecuados" de financiación oficial. Sin embargo, en las condiciones imperantes en la economía real, la amenaza de una implicación coercitiva del sector privado en "las crisis de liquidez con problemas" puede provocar una "huida precipitada hacia las salidas", además de otros resultados desestabilizadores.

Téngase en cuenta que la mayor parte de las debilidades que presentan las moratorias de pagos –ya discutidas con anterioridad– son particularmente serias en los casos de grandes crisis sistémicas donde el contagio internacional es probable, pero que también son de aplicación en los casos de países pequeños sin riesgo sistémico.

La gran cuestión pendiente de resolver: ¿qué hacer en los casos de países grandes y con importancia sistémica?

La cuestión más peliaguda referente a la política de PSI y que todavía no ha encontrado respuesta es qué hacer cuando un país grande y con importancia sistémica comienza a tener problemas. En una situación ideal, la respuesta adecuada sería una combinación de políticas:

1. Un ajuste de la política económica del país, especialmente cuando no se trata de un caso de iliquidez pura
2. Una financiación oficial cuantiosa pero sin llegar a ser excepcional en todos los casos (para evitar así el problema del riesgo moral)
3. Tipos “apropiados” de PSI

En los casos más favorables, podría esperarse el éxito de un enfoque “catalizador”: es de prever que la combinación de ajuste interno, cuantiosa financiación oficial (pero con un volumen inferior a las necesidades potenciales de financiación) y, posiblemente, formas muy blandas de PSI voluntario pueda restablecer la confianza de los inversores y el acceso del país a los mercados internacionales de capitales, de modo que las necesidades financieras pendientes de cubrir se satisfagan a partir de una renovación voluntaria basada en condiciones de mercado, una vez que el acceso a los mercados se ha restablecido.

No obstante, parece bastante menos probable que el enfoque catalizador tenga éxito cuando el país en crisis se enfrenta a importantes problemas políticos y la credibilidad de su política económica está en entredicho. En estas situaciones de crisis de liquidez con severos desequilibrios macroeconómicos y políticos, puede que sean necesarios tipos de PSI de carácter más concertado.

Además, cuando los países grandes y de riesgo sistémico sufren problemas macroeconómicos y políticos, la cuestión que realmente se suscita es cuál debe ser la cuantía de los recursos concedidos por el FMI y si un acceso privilegiado a las facilidades de este organismo debe estar condicionado a tipos de PSI “concertados”.

En este sentido, nótese que, aunque los elementos de una crisis de liquidez (dado el pánico de los inversores) han estado presentes en muchos episodios donde un país grande

y de importancia sistémica entraba en dificultades, en casi todos estos episodios también hicieron acto de presencia graves problemas políticos, debilidades macroeconómicas y/o problemas estructurales. En otras palabras, los casos de iliquidez “pura” son casi inexistentes. Incluso países situados cerca de la iliquidez pura (y alejados de la insolvencia) llegaron a experimentar esa falta de liquidez debido a ciertas debilidades de sus fundamentos macroeconómicos. Este es el motivo por el que una solución de “rescate total” no es óptima en tales “casos de iliquidez”. En estas situaciones, parte de la solución se hallaría en un PSI apropiado y en un ajuste de la política económica. Existe también un consenso creciente entre los países del G-7 (tanto entre los europeos como en la nueva administración norteamericana) acerca de que los grandes paquetes de ayuda oficial deben pasar a ser la excepción y no la regla. No obstante, sigue habiendo una profunda brecha entre la retórica de cara al público en el sentido de “no más rescates” y la realidad de la economía política en cada caso concreto.

La presión política para acudir al rescate de países con importancia sistémica

Cuando un país grande y con importancia sistémica entra en dificultades, es habitual que los círculos políticos presionen en favor de su rescate (con un paquete de ayudas excepcionalmente elevado). Los recientes episodios de Argentina y Turquía confirman que los rescates son más comunes que la implicación de los sectores privados en la solución de las crisis. Todos estos programas han contado con un enorme apoyo oficial pero en ellos han brillado por su ausencia elementos de PSI. Sólo tras hacerse patente la situación de insostenibilidad a la que había llegado Argentina tras dos importantes paquetes de ayuda en diciembre de 2000 y en agosto de 2001, el FMI terminó cancelando su ayuda, una cancelación que, con toda probabilidad, se produjo demasiado tarde. Téngase en cuenta que, sobre la base de las medidas convencionales de sostenibilidad de la deuda, las condiciones en que se encontraban Argentina y Turquía eran peores que las de, digamos, Ucrania y Pakistán. Mientras que en los casos de Ucrania y Pakistán se forzó una reestructuración de la deuda a tipos de interés por debajo de los de mercado (al 10%, en lugar de al 20%), en los casos de Argentina y Turquía no hubo un PSI significativo ya que el megacanje argentino tuvo lugar a tipos de mercado y, en Turquía, la voluminosa ayuda oficial permitió una renovación de la deuda interna a tipos de interés reales muy altos determinados en el mercado y la no-renovación de las líneas de crédito interbancario transfronterizo. En Argentina, la suspensión

del servicio de la deuda acabó ocurriendo demasiado tarde ya que el análisis económico sugería que el paquete de agosto de 2001 carecía de sentido y no habría evitado la crisis que, a la larga, se hizo patente a finales de 2001.

Todos estos acontecimientos implican que la siguiente cuestión sigue pendiente: ¿no es demasiado alto el límite fijado para declarar insolvente a un país grande (o para pedirle una reestructuración obligatoria/voluntaria de su deuda externa e interna)? Probablemente, la respuesta a esta pregunta es afirmativa, ya que a un país más pequeño se le habría "obligado/inducido" a reestructurar su deuda y se le habría negado el acceso a un volumen importante de recursos oficiales.

Los incentivos a acudir al rescate de los países grandes son diversos:

1. Estos países tienden a conllevar riesgo sistémico y a menudo hay preocupación por un posible contagio internacional (México, Corea, Rusia, Argentina y Brasil).
2. A menudo sufren un problema de iliquidez, a pesar de contar con la debilidad añadida de sus fundamentos macroeconómicos; por tanto, la respuesta política óptima inicial puede que incluya algún paquete de ayuda excepcional.
3. Suelen ser países de importancia geoestratégica, política y militar (como los casos de México, Turquía y Corea) o sencillamente demasiado centrales como para que inicialmente pudiera pensarse en su quiebra (como el caso de Rusia).

Así pues, los paquetes de ayuda que se han concedido en la práctica a los países grandes han tenido un componente importante de financiación oficial (financiación excepcional) pero un componente reducido de implicación del sector privado (PSI de carácter voluntario y mucha confianza en la función catalizadora de la financiación proporcionada por el FMI como vía para restablecer la confianza de los inversores y el acceso a los mercados internacionales).

La posición actual del G-7 sugiere una potencial tendencia contraria a los grandes paquetes de ayuda, si bien los casos más recientes (y con toda probabilidad, los casos por venir) pondrán a prueba esta nueva doctrina. Turquía terminó siendo un caso de rescate total sin un PSI significativo. A Argentina se le permitió llegar muy lejos y todo ello tras la concesión de dos grandes paquetes de ayuda que dejan a las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) con un nivel de riesgo bastante elevado. Y la realidad política posterior al 11 de septiembre implica una consi-

deración incluso mayor de los aspectos políticos y geoestratégicos en la determinación del tamaño de los paquetes de ayuda financiera internacional.

Conclusiones sobre los casos de crisis de liquidez importantes y sobre la política de PSI en general

Los casos de crisis de liquidez en grandes países con importancia sistémica son siempre difíciles y complicados. En una situación ideal, la combinación de un ajuste de la política económica interna con, en la mayor parte de los casos, una financiación abundante pero no excepcional, y junto con unos tipos adecuados de PSI voluntario, debería ser capaz de restablecer la confianza de los inversores y el acceso de los países en crisis a los mercados financieros internacionales. Una importante ayuda oficial catalizadora puede ser una solución más apropiada cuando el país se encuentra próximo a una situación de iliquidez pura y, además, se considera probable que un acceso importante a la financiación internacional pueda restablecer la confianza de los inversores y el acceso del país a los mercados. Sin embargo, estos casos serán más la excepción que la regla. Unos paquetes de ayuda oficial más modestos, junto con un PSI concertado, serán una solución más apropiada cuando los problemas macroeconómicos son más severos y las perspectivas de restablecimiento de la confianza de los inversores y del acceso a los mercados internacionales no son muy halagüeñas. En ciertos casos, puede estar justificado un volumen importante de ayuda oficial incluso si no parece muy probable el restablecimiento del acceso a los mercados internacionales. Pero en estos casos, ese elevado volumen de fondos oficiales debería ir a priori asociado a un PSI concertado. Será necesario introducir cierto grado de "ambigüedad constructiva" con el fin de evitar el riesgo moral y las distorsiones del tipo "demasiado grande para quebrar". En términos generales, es muy difícil abordar estos casos complejos mediante reglas mecánicas rígidas. La ausencia de reglas puede conducir a una "ambigüedad destructiva", pero las reglas rígidas ("siempre PSI cuando se concede financiación excepcional") puede incluso ser más desestabilizadora, provocando "huidas precipitadas hacia las salidas". Pero, dada la tendencia en los círculos políticos a permitir un acceso muy importante a los recursos oficiales en el caso de grandes países con importancia sistémica, deben fijarse con mucha más claridad que en la doctrina vigente las condiciones bajo las cuales se permitirá ese acceso excepcional y si el PSI debe tener un carácter catalizador o concertado. De este modo, el FMI tendrá que clarificar más la política de acceso privilegiado a sus facilidades, para que se equilibre la necesidad de poner límites a dicho acceso privilegiado

con la flexibilidad de permitir paquetes excepcionales de ayuda si se considera muy probable que éstos vayan a tener éxito. En general, los programas del FMI deberían ser más transparentes acerca de las condiciones en que el PSI se incorpora a esos programas y sobre las consecuencias que acarrea la falta de implementación de un PSI adecuado. La supervisión del PSI en los programas del FMI debería ser más sistemática. Además, debería mejorar la consistencia de los supuestos sobre financiación privada contenida en esos programas con la sostenibilidad de la deuda a medio plazo.

6. Formas de abordar los aspectos pendientes más controvertidos del PSI

Mecanismos de reestructuración de la deuda soberana en situaciones de deuda insostenible (“insolvencia”)

Un aspecto fundamental del debate sobre el PSI tiene que ver con las medidas a adoptar en los casos en que se considera que la trayectoria de la deuda del país es manifiestamente insostenible (los casos de “insolvencia”). Sujeto a las salvedades pertinentes, en el sentido de que el concepto de insolvencia es problemático en el contexto de la soberanía de un país (ya que la “incapacidad para afrontar los pagos” puede combinarse con la “predisposición a no pagar”) y de que una evaluación de la insostenibilidad siempre va a incorporar un componente probabilístico (puesto que, en principio, un ajuste profundo a los primeros síntomas de dificultades podría hacer sostenible una trayectoria de deuda insostenible), existe un consenso general indicativo de que, en casos de “insolvencia”, no se justifica una financiación oficial adicional y de que el país soberano debe reestructurar/reducir sus deudas, mientras que al mismo tiempo lleva a cabo un ajuste presupuestario interno y una reforma económica estructural con seriedad y credibilidad.

El debate no se centra en si el país soberano debe reestructurar su deuda en este tipo de situaciones. Más bien, el foco de atención recae en saber cuál podría ser el sistema de reestructuración ordenada de la deuda soberana adecuado a estos casos insostenibles. En esencia, tenemos tres sistemas/opciones alternativos a considerar.⁹

En primer lugar, el mantenimiento del sistema de status quo vigente en el cual se han llevado a cabo con éxito varias reestructuraciones de deuda soberana (Pakistán, Ecuador, Ucrania y Rusia) mediante el uso de ofertas de

canje unilaterales (complementadas a veces con la utilización de permisos de salida).⁹

En segundo lugar, el cambio hacia un sistema de “enfoque contractual” donde las cláusulas de acción colectiva (CACs) se introduzcan en la mayor parte de los contratos de deuda y se utilicen para lograr reestructuraciones de la deuda.¹⁰

En tercer lugar, el diseño de un nuevo “régimen jurídico” mediante el cual crear un sistema de derecho concursal para la deuda soberana, con el fin de utilizarlo después en las reestructuraciones de dicha deuda. Este último sistema (denominado Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana o MRDS) acaba de ser propuesto en fechas muy recientes por Anne Krueger, la Subdirectora Ejecutiva del FMI.

De modo que cuando una reestructuración, una reducción o un nuevo perfil de la deuda se hacen necesarios e inevitables, ¿cuál es el régimen adecuado que proporciona una reestructuración ordenada, al tiempo que salvaguarda el equilibrio entre los derechos de los acreedores y los del deudor? ¿Es mejor continuar con el sistema de status quo vigente basado en el mercado, en el que las ofertas de canje se han utilizado para reestructurar la deuda materializada en bonos, o deben utilizarse mucho más las cláusulas de acción colectiva, o debe incluso considerarse la creación de un mecanismo internacional de derecho concursal como el propuesto por el FMI?. Cada una de las tres aproximaciones a la reestructuración de la deuda soberana tiene sus puntos fuertes y sus puntos débiles.¹¹

⁹ Roubini (2001b, 2002a,b) sostiene que las reestructuraciones ordenadas son factibles, mediante variantes de las ofertas de canje unilaterales, incluso con el sistema de status quo vigente donde las cláusulas de acción colectiva no están presentes.

¹⁰ Este “enfoque contractual” basado en las CACs, que viene logrando desde hace tiempo el aval de un cierto número de economistas académicos (véase, por ejemplo, Eichengreen (1999)), acaba de recibir el apoyo del Tesoro norteamericano (Taylor 2002a, b). También puede encontrarse un apoyo a la introducción progresiva de las CACs en los contratos de bonos en otros informes oficiales, como el Informe Rey elaborado tras la crisis del peso mexicano y en varios comunicados pasados del G-7 referidos a la reforma de la arquitectura financiera internacional.

¹¹ Es importante señalar que el sistema de reestructuración de la deuda soberana propuesto por el FMI (al menos en lo que se refiere a su última concreción en el discurso de Krueger (2002)) no sería sustancialmente distinto de un enfoque contractual, puesto que se “centraría en el acreedor” más que en el FMI. En concreto, esta última propuesta de MDRS concedería a los acreedores todos los derechos para poder aprobar mediante una votación mayoritaria un diferimiento inicial de los litigios (y su continuación) y para aprobar por mayoría un acuerdo de reestructuración que sería vinculante para los acreedores minoritarios que se nieguen a aceptar los términos del acuerdo. Así pues, este MDRS de “corte FMI” no sería sustancialmente distinto de un enfoque contractual mejorado, al basarse su dirección en los acreedores y no en los tribunales de justicia.

⁹ Véase en Roubini (2002a, b) un análisis detallado de los puntos fuertes y los débiles de estos tres sistemas alternativos.

El debate sobre cuál de estos sistemas alternativos de reestructuración de la deuda logra sus objetivos de una forma más ordenada acaba de comenzar; los tres sistemas proporcionan diferentes soluciones creativas a los problemas de acción colectiva inherentes a las reestructuraciones de la deuda. Si bien el enfoque jurídico proporciona el método más elegante de resolución consistente y coherente de todos los problemas de acción colectiva que se dan cita en una reestructuración ordenada de bonos soberanos, parece poco probable que llegue a implementarse en un futuro cercano. De manera similar, el enfoque contractual presenta un cierto atractivo, ya que se basa más en el mercado que el enfoque jurídico, pero los obstáculos y la falta de incentivos durante el proceso de transición pueden resultar insuperables. Por tanto, la opción dominante en un futuro previsible pasa por trabajar dentro del vigente status quo.

El veredicto sobre el régimen más apropiado dependerá, en parte, de la experiencia acumulada durante la reestructuración de la deuda argentina. Este proceso es uno de los más complejos dada la heterogeneidad tanto de las deudas como de los acreedores. Si la reestructuración de la deuda argentina se torna difícil, desordenada y lenta y provoca una pérdida de valor económico perfectamente evitable que dañe tanto al deudor como a los acreedores, entonces aumentará la presión en los círculos políticos para reformar el régimen actual y adoptar un sistema internacional de derecho concursal. Si, por el contrario, el uso creativo de las ofertas de canje, mediante diversas penalizaciones y recompensas, permite lograr una reestructuración ordenada, entonces el incentivo a crear un nuevo régimen jurídico se desvanecería.

Moratorias de pagos

Dados los problemas que presentan las moratorias de pagos y que hemos discutido con anterioridad, es necesario que los partidarios de estas soluciones analicen con mucho más detalle los riesgos del uso sistemático de esas moratorias. Aunque la utilización de éstas puede ser necesaria en algunos casos extremos (de hecho, podemos interpretar que algunas soluciones de PSI concertada como la renovación de las líneas de crédito interbancario en Corea son parecidas a una moratoria, desde un punto de vista conceptual) y han sido aprobadas de manera oficial como herramientas de última instancia ("en ciertos casos extremos, puede ser inevitable una suspensión temporal de pagos o moratoria", Comunicado del FMI de septiembre de 2000), su utilización debe ser poco frecuente y no debe estar vinculada de una forma mecáni-

ca a la concesión de financiación por parte de los organismos oficiales. En caso contrario, se correría un importante riesgo de que los inversores huyeran precipitadamente. Pero aunque el establecimiento de reglas rígidas ex-ante sobre la posibilidad de introducir moratorias podría acabar siendo un elemento desestabilizador, su uso discrecional ex-post podría, sin embargo, ser adecuado en ciertas ocasiones.

El grado de obligatoriedad del PSI

La doctrina del G-7 sobre el PSI ha subrayado la importancia de las soluciones voluntarias a las crisis, frente a las soluciones coercitivas, cuando aquéllas son factibles, así como la importancia de que los deudores y los acreedores sigan manteniendo unas buenas relaciones. Algunos analistas se atreven incluso a sostener que el sistema de PSI nunca debería ser coercitivo, si bien esta opinión no nos parece realista. Aunque los sistemas voluntarios y la financiación oficial catalizadora tendrán éxito en algunos casos a la hora de restablecer la confianza de los inversores y el acceso de los deudores a los mercados financieros internacionales, este tipo de enfoques será insuficiente en muchos otros casos (tanto en países pequeños como en países grandes con riesgo sistémico). Por tanto, carece de realismo la idea de que el PSI no debe ser coercitivo –tanto en casos de crisis sistémicas como en los de crisis no sistémicas–. La experiencia muestra que el acceso a los mercados de capitales puede no restablecerse y esto es especialmente así cuando un país con problemas significativos, incertidumbre política y un enorme servicio de la deuda comienza a tener dificultades. Por tanto, en estos casos son necesarios unos tipos de PSI más concertados que implican, en la práctica, un cierto grado de coerción. No nos parece realista esperar lo contrario.

Financiación oficial importante/reducida para los grandes países con riesgo sistémico

La preocupación por los efectos sistémicos y la importancia geoestratégica de los países grandes ha generado, en estos casos, una tendencia en favor de las soluciones basadas en una financiación oficial importante con carácter catalizador. Pero las consideraciones de riesgo moral, así como el peligro que se corre de que la solución elegida pueda ser errónea a la larga –que han conseguido que el Fondo Monetario Internacional se ponga a la defensiva a la hora de prestar y han creado una corriente política de opinión opuesta a los grandes rescates–, deben moderar la tendencia existente a considerar que todos los países grandes con importancia sistémica son susceptibles de sufrir

problemas de liquidez. En estas situaciones, puede que sean necesarios unos sistemas de PSI concertados y coercitivos. Al tiempo, es posible que, si se deja caer a un país, los potenciales efectos de contagio internacional derivados de su caída se solucionen mejor mediante una ayuda apropiada a los vecinos "con buenos fundamentos" que se vean expuestos al contagio (esto es, con unas facilidades de apoyo del tipo LCC o SCR para los países contagiados).

Por otra parte, deben evitarse las reglas mecánicas rígidas que vinculen un acceso privilegiado a la financiación del Fondo (cuando éste se estima necesario) con sistemas concertados de PSI, puesto que tales reglas podrían precisamente desencadenar la reacción desestabilizadora concreta (una huida precipitada hacia la salida) que se quiere evitar con la concesión del acceso privilegiado. Normalmente, el acceso privilegiado debería quedar limitado a aquellos casos auténticamente excepcionales siempre que se aprecie una elevada probabilidad de que el enfoque catalizador pueda tener éxito. En tales circunstancias, están justificadas unas formas de PSI de corte más voluntario. Debe realizarse una cuidadosa evaluación a priori de las probabilidades de éxito del enfoque catalizador y, por otra parte, el acceso privilegiado debe justificarse de manera adecuada.

En el caso de países grandes con riesgo sistémico, cuando el acceso privilegiado no está justificado, la concesión de una financiación limitada por parte del Fondo podría obviamente poner en riesgo la moneda y la deuda del país. En consecuencia, los organismos oficiales deben involucrarse para facilitar una negociación ordenada, que en estos casos se hace necesaria.

En la actualidad, podemos observar cómo difieren las posturas de los principales y los agentes con respecto a si los casos de países grandes con riesgo sistémico deben tratarse como problemas de liquidez que requieren un acceso privilegiado: los intereses políticos, geoestratégicos, militares y financieros de los principales –los accionistas del G-7– están presentes a la hora de acudir al rescate de grandes países que son amigos, aliados o bien tienen importancia sistémica. El agente – el FMI – presenta un sesgo similar a la hora de tratar como casos de iliquidez las situaciones de crisis que involucran a países grandes ya que, a veces, es "rehén" del país cliente y, al mismo tiempo, el peligro de ser acusado del fracaso de programas por su poca envergadura le llevan a preferir el uso mayoritario de grandes cantidades de fondos oficiales. Dadas estas tendencias, un marco donde se hagan más explícitas las condiciones para un acceso privilegiado a las facilidades del Fondo podría ser útil si así se limita una discrecionalidad

excesiva en la concesión del acceso privilegiado a los países grandes con riesgo sistémico. Sin embargo, esta necesidad de limitar la discrecionalidad ha de ponderarse frente al riesgo de que unas reglas excesivamente rígidas (como la vinculación automática del acceso privilegiado a un PSI concertado) provoquen efectos desestabilizadores. Puede y debe diseñarse un cierto grado de "ambigüedad constructiva" con el fin de limitar el acceso privilegiado, al tiempo que se permite su utilización en los casos adecuados. Sin embargo, el consenso del G-7 acerca de en qué condiciones debe concederse el acceso privilegiado sigue siendo demasiado impreciso, discrecional y abierto a debate. Por tanto, se necesita una discrecionalidad más limitada.

Obsérvese que, en ciertas situaciones (pongamos el ejemplo de Corea), y dadas ciertas preocupaciones sistémicas de mayor alcance, puede estar justificado un acceso privilegiado a las facilidades del Fondo, pero el FMI puede llegar a la conclusión de que, incluso en presencia de una financiación oficial cuantiosa, no es probable que se restablezca el acceso al mercado de capitales internacionales (como ocurrió en diciembre de 1997 cuando las líneas de crédito interbancario dejaron de renovarse en Corea). Por tanto, habrá casos en los que el acceso privilegiado al Fondo deba ir asociado a formas concertadas de PSI.

En otras palabras, el acceso privilegiado no debe limitarse sólo a los casos en que es probable que el enfoque catalizador vaya a tener éxito. Pero si se llega a la conclusión de que no es probable que un acceso privilegiado (con una cobertura sólo parcial de las necesidades de financiación) pueda restablecer el acceso al mercado, entonces puede que sean necesarias soluciones concertadas del tipo visto en Corea y, por tanto, deben ser consideradas a priori. Cuando está claro que una ayuda financiera oficial de carácter catalizador no va a funcionar, puede no ser una solución apropiada el intentar primero un PSI catalizador para después pasar a un PSI concertado. Se debe intentar aclarar bajo qué condiciones el acceso privilegiado ha de ir asociado a un PSI catalizador y cuándo debe vincularse a formas apropiadas de PSI concertado y, al mismo tiempo, habría que mantener cierto grado de flexibilidad con el fin de tratar cada caso de la manera que se considere más adecuada. Si bien deben evitarse las reglas automáticas que vinculen el acceso privilegiado con un PSI concertado, también habría que limitar el actual sesgo en favor de soluciones catalizadoras de acceso privilegiado mediante un listado detallado de los supuestos que hacen que el FMI crea que tales soluciones catalizadoras pueden tener éxito.

Implicación activa y concertada de los organismos oficiales en las soluciones de PSI en contraposición a la determinación a priori del acceso a las facilidades. Soluciones al proceso de negociación de la deuda basadas en el libre funcionamiento del mercado

Como hemos comentado anteriormente, especialmente en los casos de países grandes con riesgo sistémico donde la concesión de un volumen escaso de ayuda oficial puede desembocar en una crisis, cabe la posibilidad de que no sea apropiado un enfoque de *laissez-faire* mediante el cual los organismos oficiales deciden cuántos recursos conceder y dejan en manos de deudores y acreedores la negociación de la financiación necesaria adicional. Si se ha llegado a la conclusión de que un acceso privilegiado a las facilidades oficiales de carácter catalizador no permitirá restaurar el acceso del país a los mercados de capitales y restablecer la confianza de los inversores (de modo que entonces es adecuado un acceso limitado a los fondos oficiales o bien es adecuado un acceso privilegiado pero de menor cuantía que las necesidades financieras totales), entonces habrá que estar preparados para el necesario y difícil proceso de renegociación de la deuda que tendrá lugar a continuación. Como muestra el caso de Corea, la implicación de los organismos oficiales en la puesta en marcha de formas concertadas de PSI puede ser necesaria para solventar los problemas de acción colectiva y permitir unas negociaciones adecuadas entre acreedores y deudores. De manera similar, en los casos en que se hace precisa una reestructuración de la deuda, las soluciones de *laissez-faire* no son apropiadas y, por una serie de razones que se detallan a continuación, los organismos oficiales tienen una función importante que cumplir.

En primer lugar, los acuerdos de reestructuración de la deuda deben ser consistentes con la sostenibilidad a medio plazo de dicha deuda; si no se logra garantizar esta consistencia, se pondrían en peligro tanto el programa como los recursos de carácter oficial.

En segundo lugar, dado que siempre va a haber ayuda oficial comprometida y puesto que los programas requieren a menudo la reestructuración de las deudas bilaterales del Club de París, los organismos internacionales no pueden ignorar los términos y los resultados del proceso de negociación privado entre acreedores y deudores.

En tercer lugar, los problemas de acción colectiva son frecuentes tanto en los casos de deuda como en las renovaciones de créditos bancarios; los organismos oficiales pueden contribuir a resolver esos problemas mediante ideas constructivas.

En cuarto lugar, los organismos oficiales tienen que decidir bajo qué condiciones es adecuada la concesión de préstamos a países en mora; esta determinación equivale en la práctica a una decisión sobre si una moratoria o una suspensión de pagos de carácter formal o informal es adecuada o no. Por tanto, los organismos oficiales no pueden pretender limitar su función a determinar la cuantía de la financiación oficial, abandonando luego la negociación entre deudores y acreedores.

En consecuencia, el análisis que hemos realizado sugiere que los programas del FMI deben ser más explícitos con respecto a las condiciones en que se desarrolla el PSI dentro de dichos programas y a las consecuencias de una inadecuada implementación de dicho PSI. Los programas del FMI deben supervisar de una forma más sistemática el PSI contenido en ellos, al tiempo que debe reforzarse la consistencia entre la sostenibilidad de la deuda a medio plazo y los supuestos de financiación privada que se contienen en tales programas.

Referencias

- Eichengreen, Barry (1999): *Toward a New International Financial Architecture* Institute for International Economics, Washington, D.C. 1999.
- Krueger, Anne (2001a): "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", FMI, 26 de noviembre de 2001. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>)
- Krueger, Anne (2001b): "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", FMI, 20 de diciembre de 2001. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/122001.htm>)
- Krueger, Anne (2002): "New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking", Conferencia sobre "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards", Institute for International Economics, Washington DC, 1 de abril de 2002. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>)
- Roubini, Nouriel (2000): "Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector. A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law", septiembre 2000. (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/psipaper.pdf>)
- Roubini, Nouriel (2001a): "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction", 2 de diciembre de 2001. (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/argentinadollarization.doc>)
- Roubini, Nouriel (2001b): "Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit/haircut than the domestic ones: On the economic logic, efficiency, fairness and legality of "discriminating" between domestic and foreign debt

in sovereign debt restructurings”, 14 de diciembre de 2001. (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/discriminationforeigndebt.doc>)

Roubini, Nouriel (2002a): “Do we need a new international bankruptcy regime? Comments on Bulow, Sachs and White”, abril de 2002, New York University. (<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/bankreg.doc>)

Roubini, Nouriel (2002a): “Do we need a new international bankruptcy regime? Alternative regimes for orderly sovereign debt restructurings”, abril de 2002, New York University.

Taylor, John B. (2001): “Strengthening the Global Economy after September 11: the Bush Administration’s Agenda”, Kennedy School of Government, Harvard University, 29 de noviembre de 2001. (<http://www.treas.gov/press/releases/po831.htm>)

Taylor, John B. (2002a): “Grants and Sovereign Debt Restructuring: Two Key Elements of a Reform Agenda for the International Financial Institutions,” Comparencia de John B. Taylor, subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales, ante el Joint Economic Committee, 14 de febrero de 2002. (<http://www.treas.gov/press/releases/po1016.htm>)

Taylor, John (2002b): “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective”, Comentarios en la Conferencia sobre “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, Institute for International Economics, Washington DC, 1 de abril de 2002. (<http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm>)

■ (Viene de página 8)

México

Recuperación económica y estabilidad financiera, las claves de comienzo de año

La recesión tocó fondo en el cuarto trimestre de 2001 y la recuperación comenzó en los primeros meses de 2002. En enero, el Indicador Global de Actividad Económica registró una variación mensual del 0,5% y el Adelantado un crecimiento positivo por tercer mes consecutivo. En febrero, la producción industrial creció un 0,6%, la tasa de desempleo (2,51%) registró un aumento de 24 pb., las ventas de automóviles en el mercado interno registraron un crecimiento del 6% anual y las exportaciones revirtieron su tendencia negativa. Aunque las perspectivas son favorables, una excesiva volatilidad del mercado petrolero podría atenuar la recuperación económica de EE.UU. y, por tanto, la de México.

La política monetaria de objetivos bianuales de inflación y la congruencia de la política fiscal han continuado respaldando la tendencia descendente de la inflación, la fortaleza del peso y la bajada de las tasas de interés. En marzo, en términos anuales, la inflación alcanzó el 4,66% y la subyacente el 4,54%, cerca de la meta de fin de año (4,5%). A 15 de abril, el peso mexicano frente al dólar mostró una apreciación nominal acumulada en el año del 5,7% y de 1,6% con respecto a hace un año. La subasta del 11 de abril, registró mínimos históricos en los Cetes a 28 y 91 días a tasas del 5,84% y 6,38%, respectivamente. Los avances internos reflejan la disminución de 117 pb. registrada en el spread de la deuda soberana mexicana respecto del año anterior. Las menores presiones inflacionistas permitieron al Banco de México reducir el volumen del "corto" el 12 de abril, en 60 millones de pesos.

Sobrestimación de los ingresos públicos en la reforma fiscal

A pesar de la recuperación económica y la estabilidad financiera, hay señales de preocupación que pueden limitar

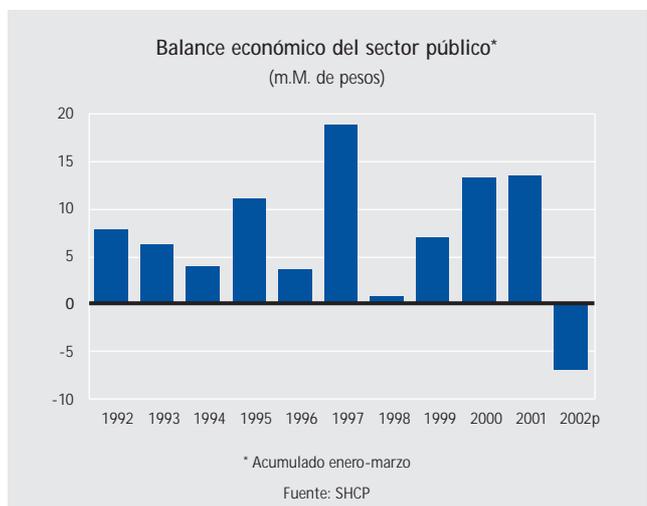
México: últimos datos mensuales				
	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
Producción industrial (% anual)	-3,6	-3,5	-1,8	n.d.
Inflación (% anual)	4,4	4,8	4,8	4,7
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-9,5	-9,3	-9,5	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	40,8	41,7	42,1	42,2
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	9,15	9,16	9,09	9,05
Tasa Cetes 28 días	6,5	6,9	7,9	7,3
Spread soberano (Global 2026)	307	297	280	256
M4 (% anual)	15,4	14,4	12,7	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	125	127	127	127
BBVA-MAP México (1995=100)	119	122	125	134

México: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	6,6	-0,3	1,2	4,8
Inflación (% fin de año)	9,0	4,4	4,4	3,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,0	-9,7	-12,9	-18,2
Cuenta corriente (m.M. \$)	-17,7	-17,5	-17,4	-21,4
% PIB	-3,1	-2,8	-2,6	-3,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	33,5	40,2	43,3	45,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	9,65	9,16	9,20	9,48
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-0,7	-0,7	-0,5
Tasa Cetes 28 días (fin de año)	17,6	6,8	7,0	7,7
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	114	120	127	126
BBVA-MAP México (1995=100)	137	131	126	123

el potencial de crecimiento económico de medio plazo. Entre ellas destacan, la endeblez de las finanzas públicas y las reformas estructurales pendientes.

Los datos preliminares de finanzas públicas para el primer trimestre, registran ingresos inferiores a los presupuestados en 17 mil millones de pesos, equivalentes a un 5,1% del total, y un déficit económico por primera vez en diez años. Las autoridades han tomado en cuenta los ingresos seguros derivados de exportaciones petroleras que se registrarán en el segundo trimestre para aplicar un recorte de gasto de 10 mil millones de pesos y mantener la meta anual de déficit. Este hecho tiene dos lecturas: una positiva, al mantenerse el déficit presupuestado y otra negativa por la debilidad de las finanzas públicas. En el primer trimestre del año, la reforma fiscal aprobada al cierre de 2001, no aportó los recursos esperados y se mantiene la dependencia de los ingresos públicos respecto del petróleo. La realidad parece reflejar una sobrestimación de los beneficios esperados por esta reforma. La coyuntura económica no parece ser el problema de fondo, ya que la estimación del PIB era baja y los ingresos tributarios fueron un 6,9% menores a lo presupuestado.



Las reformas estructurales requeridas por el país y que forman parte de las prioridades del Ejecutivo, especialmente la eléctrica y la laboral, tienen el riesgo de correr la misma suerte que la fiscal: retraso en su discusión, aprobación parcial o modificaciones sobre la propuesta original, alcance limitado y, en el peor de los casos, postergación. La agenda legislativa para el periodo ordinario de sesiones del 15 de marzo al 30 de abril, no contempla dichas propuestas y se pospondrán a un periodo extraordinario o al siguiente ordinario de septiembre. Las elecciones para la renovación de la Cámara de Diputados en 2003, están contaminando las posiciones políticas y se corre el riesgo de una politización excesiva que dificultaría los consensos necesarios para la aprobación de las reformas.

Perú

¿Son las recientes medidas legislativas el inicio de una peligrosa tendencia populista por parte del gobierno?

Las recientes medidas legislativas aprobadas por el gobierno tienen una clara intencionalidad de recuperar la popularidad del Presidente Toledo, que en marzo había tocado niveles mínimos. Estas medidas van más allá de lo que puede considerarse un programa fiscal expansivo, porque involucran cambios sustanciales en la estructura política y económica del país, pudiendo tener resultados negativos a medio plazo. Las principales medidas son las siguientes: (i) aprobación de la Ley RESIT, mediante la que se reduce y se reestructura la deuda tributaria, siendo sus primeras consecuencias una mayor caída no anticipada de la recaudación fiscal; (ii) la reducción de los aranceles para bienes de capital del 12% al 7% y la corrección posterior del arancel de nuevo al 12% para algunos bienes de capital producidos interna-

mente. Ello sería reflejo de serias deficiencias de coordinación dentro del ejecutivo y de una clara intencionalidad de realizar política industrial a través de aranceles diferenciados según el criterio de producido versus no producido; y (iii) la Ley de Zona Franca de Tacna, que exonera de impuestos a bienes producidos y exportados en la zona de Tacna siempre y cuando las exportaciones representen al menos un 50% de las ventas totales. Ello genera incentivos perversos para sobrevalorar exportaciones y vender internamente sin pagar impuestos, así como presiones políticas de otras regiones que aspiran a los mismos beneficios tributarios.

La descentralización y regionalización: el semáforo señala peligro

Pero lo que más preocupa es la creación de gobiernos subnacionales (regiones) y la convocatoria a elecciones de dichas autoridades para el 17 de noviembre, dentro del marco del programa de descentralización. El peligro central es, de acuerdo a la experiencia reciente de varias economías de la región, que la descentralización lleve a la desestabilización de las finanzas públicas. Adicionalmente, en un año electoral existen incentivos para expandir el gasto fiscal, especialmente si el índice de aprobación del gobierno es relativamente bajo, complicando el equilibrio fiscal del presente año.

Las variables financieras por el momento en calma ¿se avecina la turbulencia?

Las variables financieras vienen mostrando una extraordinaria estabilidad. Hay presiones a la baja en las tasas de interés de corto plazo y apreciatorias en el tipo de cambio. Las razones de esta tranquilidad son dos. En primer lugar, el Banco Central está implementando una política monetaria expansiva con el objetivo de mantener la tasa interbancaria en moneda nacional en niveles del 2,5%. De esta forma, la política monetaria viene acomodando la expansión de la política fiscal, de forma que la constante



	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
PIB real (% anual)	4,1	3,9	3,3	n.d.
Inflación (% anual)	-0,1	-0,8	-1,1	-1,1
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-0,1	-0,1	-0,1	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	8,6	8,7	9,0	8,8
Tipo de cambio (Sol vs US\$)	3,44	3,46	3,47	3,46
Tasa interbancaria	2,9	2,7	2,5	2,6
Spread soberano (Brady PDI 2017)	511	479	478	424
Liquidez (% anual)	2,7	5,0	6,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	93	94	94	95
BBVA-MAP Perú (1995=100)	88	89	91	91

Perú: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	3,6	0,2	3,1	3,0
Inflación (% fin de año)	3,7	-0,1	2,0	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,3	-0,1	0,2	-0,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	-1,6	-1,1	-1,4	-1,6
% PIB	-3,0	-2,0	-2,4	-2,8
Reservas (m.M. \$ fin de año)	8,2	8,6	8,8	8,4
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,52	3,44	3,53	3,64
Saldo sector público (% PIB)	-3,2	-2,5	-2,5	-2,9
Tasa interbancaria (fin de año)	9,3	3,1	6,0	9,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	89	91	95	93
BBVA-MAP Perú (1995=100)	86	85	90	89

emisión de bonos del Tesoro en el mercado interno no presione las tasas de corto plazo.

En segundo lugar, existen factores coyunturales que explican la fortaleza del sol frente al dólar. Por un lado, dado que la demanda interna, a pesar del impulso fiscal, todavía no se recupera, el crecimiento de las importaciones no es significativo; y por otro lado, las operaciones forward pactadas en los meses de abril, mayo y junio del 2001, en momentos de alta incertidumbre electoral, están venciendo sin renovarse, generando un exceso de oferta de dólares que presiona el tipo de cambio a la baja.

Esta situación no es sostenible, y hace prever que las variables financieras registrarán mayor volatilidad a partir del tercer trimestre del año. En primer lugar, en un contexto de subidas de tasas internacionales, por condiciones de arbitraje, el Banco Central no podrá seguir manteniendo las tasas de interés en soles y a la vez poner un "piso" al tipo de cambio, objetivos mutuamente inconsistentes. Por último, si el deterioro fiscal continúa y la incertidumbre política aumenta, esto implicaría mayores tasas de interés y mayores expectativas de depreciación.

Venezuela

Crisis Política

Venezuela se ha enfrentado a una de sus peores crisis políticas en los últimos cuarenta años, que tuvo su clímax en la huelga general que concluyó con la caída del Presidente Chávez y su posterior reinstalación en el Gobierno 48 horas después. El detonante fue la protesta de los trabajadores de PDVSA, iniciada el 25 de febrero con la publicación de un comunicado de prensa firmado por altos directivos y gerentes, por un desacuerdo de los trabajadores con el nombramiento de una Junta Directiva. Esta protes-

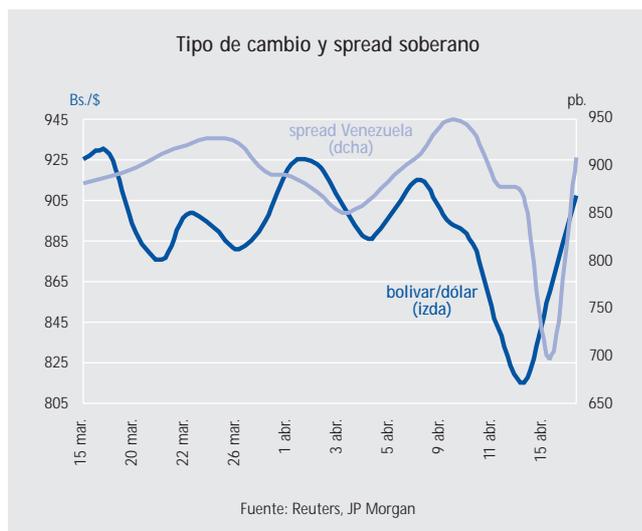
Venezuela: últimos datos mensuales				
	dic-01	ene-02	feb-02	mar-02
Inflación(% anual)	12,3	12,3	13,7	17,6
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	5,1	5,0	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	12,3	10,7	9,8	9,4
FIEM (m.M.\$)	6,2	6,2	5,6	5,6
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$)	753	762	918	926
Tasa Certificado de Participaciones 30 días	19,8	20,2	28,9	38,0
Spread soberano (Global 2027)	886	928	939	793
M2 (% anual)	4,5	1,8	-1,3	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	131	132	112	115
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	113	118	122	140

ta que en otras condiciones hubiera sido un hecho aislado, aglutinó a todos los sectores opositores del Gobierno y dejó ver con claridad la característica de una sociedad dividida, con dos visiones contrapuestas en lo político, económico y en general sobre la dirección que debe tomar el país. Esta protesta se produjo a costa de pérdidas humanas y materiales, con el agravante de una profundización de la división existente.

La preocupación por la polarización del país ha sido la principal motivación detrás de los anuncios hechos por el Presidente Chávez en su retorno al poder. Con un tono conciliador, el Presidente ha anunciado la renuncia de la Junta Directiva de PDVSA y la convocatoria al país a unas mesas redondas de diálogo nacional que comenzarán con la instalación el 18 de abril del Consejo Federal de Gobierno. Dicho órgano se encuentra contemplado en la Constitución Nacional y tiene como objetivo la planificación y coordinación de políticas y acciones para el desarrollo del proceso de descentralización y transferencia de competencias del Poder Nacional a los Estados y Municipios. Estará presidido por el Vicepresidente Ejecutivo e integrado

Venezuela: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	3,2	2,7	-3,5	1,1
Inflación (% fin de año)	13,4	12,3	32,2	23,2
Balanza comercial (m.M. \$)	18,0	9,8	4,9	7,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	13,4	4,4	1,7	4,4
% PIB	11,1	3,5	1,6	3,0
Reservas (m.M. \$ fin de año)	20,4	18,5	13,4*	11,9*
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	699	758	1180	1392
Saldo sector público (% PIB) ^{1/}	-1,8	-4,0	-5,5	-4,3
Fondo de Estabilización FIEM (m.M.\$)	4,6	6,2	---	---
Tasa Certificado de Participaciones (fin de año) ^{13,9}	124	130	114	111
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	124	130	114	111
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	163	143	132	133

^{1/} Saldo del Gobierno Central
* Incluye FIEM



por los Ministros, los Gobernadores, un Alcalde por cada Estado y representantes de la sociedad civil.

En la medida en que el dialogo nacional que se plantea no sea excluyente, tenga la participación de las distintas visiones de país y sea aceptado por la oposición, es probable que la llamada a la conciliación sea fructífera. De lo contrario se estaría agudizando el clima de tensión política y social.

Reacción de los mercados

Una de las enseñanzas que se ha obtenido de la situación que enfrentó el país, es el claro mensaje de los mercados a la luz de los acontecimientos. A pesar de la profunda crisis política y en medio de una conmoción nacional, la primera reacción de los mercados fue de una caída de más de 120 puntos básicos en el spread del bono global 2027, una subida del precio de los bonos brady DCB de 83,5 a 88,5, mientras que el bolívar se apreció un 5% con respecto al dólar. Por su parte, la vuelta del presidente Chávez fue saludada el primer día de operaciones con una depreciación del bolívar del 11%, un repunte de 135 puntos básicos en el spread de los bonos globales 2027 y un desplome en el precio de los bonos DCB de 88,5 a 82.

Este comportamiento de los mercados deja claro que la evaluación de los fundamentos de la economía que hacen los mercados sobre Venezuela, la colocan en una situación mejor de la que estos reflejan, quedando claro que la valoración que se hace de la dirección de la política económica es la clave en esta infravaloración. Este es un tema que debe ser considerado a la luz de estas mesas de diálogo que comenzarán a operar en los próximos días en el país.

OTROS PAÍSES

Bolivia

Síntomas de recuperación a las puertas de las elecciones presidenciales

El Tesoro General de la Nación oficializó un volumen de 73,3 millones de bolivianos destinado a repartirlo entre los partidos políticos, a fin de que éstos puedan afrontar sus gastos de propaganda electoral de cara a los comicios presidenciales del próximo 30 de junio. En este contexto electoral, algunas propuestas populistas como la refundación de YPF o la re-estatización del gas, preocupan a los inversores extranjeros, que vienen solicitando estabilidad jurídica para sus inversiones.

En el campo económico, la actividad viene recuperándose muy lentamente. El crecimiento del 2,8% alcanzado en el primer bimestre descansa, en gran medida, en los sectores de hidrocarburos y de minerales, cuyas contribuciones representan el 1,7% y 0,4% de este total. En el presupuesto de este año se contempla una expansión del PIB de 2,5%-3,5%, existiendo factores externos e internos que indican, según portavoces oficiales, que esta meta podría alcanzarse holgadamente. Dentro de los factores externos se considera la mejora de los precios de algunos importantes productos de exportación como la soja en grano y los aceites. Por el lado de los factores internos cabe destacar la reducción de las tasas de interés para créditos comerciales que han bajado de un promedio del 15% al 9,8%.

Esta recuperación de la actividad económica viene generando una mejora significativa en la recaudación fiscal. Así, a nivel nacional, y durante el primer trimestre, la recaudación de impuestos nacionales ascendió a 1,2 m.M. de bolivianos, lo que representa un crecimiento del 8% anual. Mientras, la recaudación de Aduanas ha crecido un 3% interanual. Cabe resaltar que estos resultados fueron

Bolivia: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,4	1,2	2,2	3,5
Inflación (% fin de año)	3,4	0,9	2,4	3,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,6	-0,4	-0,4	-0,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
% PIB	-5,5	-4,1	-4,3	-4,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,0	1,1	1,0	0,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	6,4	6,8	7,3	7,5
Saldo sector público (% PIB)	-3,7	-4,7	-6,0	-5,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	100	97	98	96
BBVA-MAP Bolivia (1995=100)	98	91	87	90

posibles gracias a las reformas implementadas en los sistemas de fiscalización en octubre pasado.

Por el lado de los precios, en marzo se registró una caída mensual del índice de precios al consumidor del 0,31%, debido en parte al retroceso del grupo Alimentos y Bebidas (-1,03%), que tiene un fuerte peso en la canasta familiar. La inflación para los últimos doce meses se sitúa en el 0,85%.

Por otro lado, las exportaciones se incrementaron un 5,8% en el primer bimestre del año. Los productos agrícolas y las manufacturas sustentan esta expansión, con crecimientos del 36% y 23%, respectivamente. En respuesta a la nula presión inflacionista y la mejora de las exportaciones, el tipo de cambio se está depreciando a un ritmo del 1% mensual, a fin de hacer frente a la depreciación del peso argentino.

Ecuador

Las decisiones económicas en un contexto electoral

Con la cancelación del proceso de venta del 51% de las acciones del estado en las empresas eléctricas, se termina de colocar un "candado" difícil de abrir en el corto plazo en el proyecto de modernización de la economía ecuatoriana. La oposición e indefiniciones del Tribunal Constitucional y los gobiernos provinciales han pesado en ello. Las razones técnicas en favor de la privatización de estas empresas estaban suficientemente sustentadas, considerando los importantes niveles de inversión necesarias para afrontar la insuficiencia eléctrica en el país y contrarrestar las abultadas pérdidas de dichas empresas, que superan los 150 millones de dólares al año. Sin embargo, al parecer, el contexto político parece mostrarse poco adecuado, considerando la proximidad de los comicios presidenciales, que desincentivan asumir costes políticos por parte de los gobiernos locales y otros organismos.

El escenario político parece también haber generado efecto en algunas decisiones del presidente Noboa. Así, a comienzos de abril, se decidió la suspensión de un incremento programado en las tarifas de los servicios públicos, justificado por el bajo poder adquisitivo de la población. Este incremento, que venía siendo incluso considerado como parte de los cálculos en las negociaciones con el FMI, hubiese significado contar en los próximos ocho meses del año con ingresos fiscales adicionales cercanos a los 200 millones de dólares. Así, a fin de llegar a un buen fin en las negociaciones con el Fondo hacia finales de abril, el gobierno ecuatoriano tendría que presentar reducciones adicionales en los gastos.

Ecuador: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,3	5,6	3,0	4,3
Inflación (% fin de año)	91,0	22,4	11,2	6,8
Balanza comercial (m.M. \$)	1,5	-0,5	-0,8	-0,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,9	-0,8	-1,1	-1,0
% PIB	6,8	-4,3	-3,8	-3,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,2	1,1	1,0	1,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1*	1*	1*	1*
Saldo sector público (% PIB)	1,7	1,3	-1,2	-0,9
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	66	91	104	110
BBVA-MAP Ecuador (1995=100)	125	115	106	109

* El sucre ha dejado de existir como moneda oficial de Ecuador. El día 9/9/2000 fue reemplazado por el dólar.

La decisión gubernamental de no incrementar los precios públicos en 2002, sería favorable a corto plazo para mantener la inflación baja. No obstante, estas correcciones en los precios relativos se deberán adoptar necesariamente en el corto plazo, dadas las mayores dificultades que se le puedan ir generando al fisco, en el que se pronostica un déficit del -1,5% del PIB en el saldo del sector público no financiero. Respecto a la actividad económica, el indicador de coyuntura de febrero señala un crecimiento interanual acumulado del 1,8%, lo que indica una moderación del crecimiento respecto al año anterior, cuando el mismo indicador mostraba un crecimiento superior al 10%. Si las condiciones económicas no presentan mayor sobresalto, la economía ecuatoriana debiera alcanzar un crecimiento del 3% en 2002, aunque si el proceso electoral se llega a tornar accidentado, los resultados podrían llegar a variar.

Puerto Rico

El aumento del precio del crudo, un riesgo para la esperada reactivación económica

La anticipada recuperación económica podría descarrilarse si continúan las alzas en el precio del petróleo, las cuales ya comienzan a filtrarse a los precios minoristas. Puerto Rico depende casi totalmente del petróleo importado, tanto para la generación de energía eléctrica como para el transporte, por lo cual es muy vulnerable a las alzas en el precio del crudo. Se estima que cada 10 dólares de aumento en el precio del petróleo, subida que se materializó entre finales de marzo y mediados de abril, le cuesta 750 millones de dólares, un 1,7% del Producto Nacional Bruto (PNB).

Dado que los precios minoristas del combustible están totalmente desregulados, y que existe una fórmula de ajuste automático en las tarifas eléctricas, los consumidores y las

Puerto Rico: previsiones anuales

Años Fiscales (julio-junio)	2000	2001	2002p	2003p
PNB* (%)	3,2	1,7	0,6	3,4
Inflación (% fin de año)	9,8	8,8	6,5	5,3
Balanza comercial (m.M. \$)	6,7	14,5	8,2	7,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,0	6,7	7,6	8,2
Ingresos fiscales (m.M. \$)	6,5	6,1	7,0	7,2
Endeuda. Neto del Sector Público** (% PNB)	4,5	5,0	5,1	5,1

*Debido a la presencia dominante del capital estadounidense en la manufactura de Puerto Rico, el PIB del país supera por poco más de 20 mil millones de dólares al PNB y no se considera una medida adecuada. Por lo tanto, se utiliza preferentemente el PNB.

** Utilizado como proxy del saldo del sector público, ya que no está disponible.

empresas sienten casi de inmediato el efecto de los movimientos en el mercado petrolero mundial. El precio promedio de la gasolina en marzo fue de 129,4 centavos por galón, lo que constituye un aumento de 4 centavos respecto a febrero (aproximadamente 1 centavo de aumento por litro).

Los aumentos, todavía moderados, que se registraron en el precio de la gasolina entre fines de marzo y comienzos de abril son, además, un mal presagio para las ventas de automóviles, las cuales representan más de una cuarta parte del gasto de consumo duradero y un 3,3% del consumo total. Las ventas de automóviles fueron uno de los puntos de apoyo de Puerto Rico durante la breve recesión del año 2001, ya que mantuvieron el nivel elevado alcanzado dos años antes. Por cuarto año consecutivo, en 2001 se vendieron más de 122 mil unidades nuevas, un elevado nivel para una población que no llega a los 4 millones.

En el lado positivo, la Junta de Planificación anunció los datos de la industria de la construcción de julio a diciembre de 2001, la primera mitad del actual año fiscal. Las cifras muestran un crecimiento moderado, pero alentador. La inversión total en construcción en el semestre indicado fue un 2,7% mayor que en el mismo semestre del año anterior. El aumento se concentró en la construcción pública, que creció un 37,7%. En cuanto a la disminución de la construcción privada, ésta se produjo en el segmento de estructuras comerciales e industriales, mientras que la construcción de viviendas aumentó un 23,1%, conservando así el dinamismo que ha mostrado durante los pasados cinco años.

Uruguay

Los mercados nerviosos por las cuentas fiscales

El riesgo país ha pasado a ser en estos últimos meses una variable más que significativa. Luego de sufrir los efectos

de la crisis argentina que generaron las primeras alzas en este indicador, la situación se fue agravando por las dificultades para reducir el déficit fiscal que, en los últimos años, supera el 4% del PIB. Este factor fue el catalizador que el spread superara los 580 puntos básicos.

Tras la significativa caída en el nivel de Reservas Internacionales de los primeros meses del año, que alcanzó un tercio del stock a diciembre de 2001, en marzo la reducción se moderó hasta los 21 millones de dólares. Este comportamiento confirma lo ya señalado por las autoridades respecto del carácter transitorio de los efectos que originaron la importante pérdida.

La caída de la Convertibilidad en Argentina provocó una pérdida de competitividad de los productos uruguayos del orden del 19%, según nuestro indicador ITCER (Índice de Tipo de Cambio Real). Sin embargo, la actual política cambiaria en Uruguay permitiría cerrar el año con un nivel de competitividad mayor al registrado durante el año 2001. Asimismo, dota al país de una mayor flexibilidad para soportar shocks regionales. En efecto, al mismo tiempo que en Argentina la cotización peso/dólar llegaba a su máximo (4 pesos/\$), el tipo de cambio uruguayo se despega del suelo de la banda comenzando una tendencia alcista que lo llevó a ubicarse a 3 puntos porcentuales del techo, manteniéndose cerca de ese nivel a pesar de que la moneda argentina tuvo una significativa apreciación en los días siguientes, hasta alcanzar los 3 pesos/dólar.

En materia de precios, estos crecieron un 2,4% en el primer trimestre. Una anualización simple de esta cifra hace que el aumento del índice de precios para el año actual ronde el 10%, que representa el pronóstico oficial. El pass through de la devaluación en el período mencionado alcanzó el 21,7%, bastante inferior al 43% registrado en el período junio-diciembre de 2001, cuando regía la anterior política cambiaria. Sin embargo, de acuerdo a nuestras estimaciones, el pass through llegaría al 30% a finales de año.

Uruguay: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	-1,3	-3,1	-3,5	2,0
Inflación (% fin de año)	5,1	3,6	9,5	9,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,2	-1,0	-0,6	-0,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
% PIB	-3,1	-3,0	-2,7	-3,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	2,6	2,9	1,8	2,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	12,5	14,1	18,8	23,6
Saldo sector público (% PIB)	-4,1	-4,3	n.d	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	110	111	111	92
BBVA-MAP Uruguay (1995=100)	76	75	76	78

La última medición de la tasa de desempleo para el trimestre móvil diciembre/febrero registra una leve reducción, ubicándose en el 14,4%, siendo básicamente producto de un aumento en la tasa de empleo, dado que la tasa de actividad se mantuvo sin variaciones.

Materias Primas

El índice BBVA-MAP aumentó desde finales del año pasado, alcanzando en el mes de marzo el nivel más alto desde septiembre de 2001. El ascenso del precio de la energía, tanto del petróleo como del gas, ha sido el principal causante de este aumento, pero también se han observado subidas de los precios de los metales, impulsados por la recuperación económica, y de algunos productos agrícolas, como el café y la soja.

Con todo, la atención en los mercados se ha centrado en la evolución del precio del petróleo, especialmente por el aumento de la tensión en Oriente Medio y Venezuela.

Presión al alza sobre el petróleo en el corto plazo

Tras mantener una senda alcista desde principios de año, el precio del barril de Brent alcanzó en marzo los 24,2 \$/b de media, máximo desde septiembre del año pasado. De este modo, la media del primer trimestre se situó en 21,5\$/b, tras los 19,9 \$/b del trimestre anterior. Incluso, los primeros días del mes de abril, el precio aumentó hasta situarse próximo a los 28 \$/b, aunque posteriormente regresó a niveles de 24\$/b.

El precio del petróleo fue presionado al alza por varios factores. Entre ellos destacan los siguientes. En primer lugar, la creciente evidencia sobre el punto de inflexión de la actividad en las economías industrializadas. En segundo lugar, la prima de riesgo derivada de la inestabilidad política tanto en Oriente Medio como en Venezuela. El apoyo inicial de EE.UU. a la ofensiva de Israel desató los temores a una extensión del conflicto y a un escenario de suspensión de las

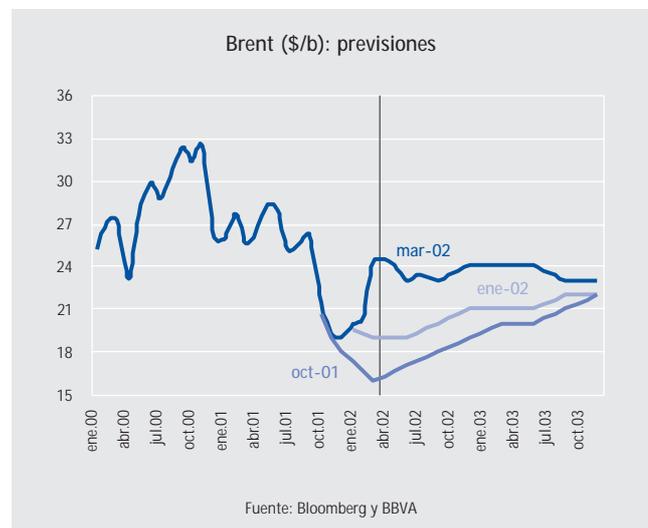
exportaciones de petróleo por algunos países árabes, algo que no tiene lugar desde la crisis de 1973. De hecho, Iraq anunció el 8 de abril la suspensión durante un mes de sus exportaciones de petróleo por alimentos como medida de presión. No obstante, dadas las intervenciones verbales realizadas por la OPEP en contra de dichas medidas se descarta una generalización de los recortes al resto de países productores. La incertidumbre política en Venezuela aumentó la inestabilidad en la cotización del Brent, dado que Hugo Chávez es uno de los principales defensores del mantenimiento de los recortes de producción con el fin de sostener al alza los precios. Ello es un tema clave, por ser Venezuela el tercer productor de petróleo de la OPEP.

Con todo, el recorrido alcista del precio del petróleo tiene sus límites. Por un lado, pese al aumento de la demanda, los inventarios en EE.UU. se mantienen por encima de la media de los últimos años. En segundo lugar, la producción de marzo por parte de los países de la OPEP (excluyendo Iraq) aumentó por primera vez desde la entrada en vigor de la nueva cuota de producción de 21,7 mb/d. La producción ascendió en 310 miles de b/d hasta los 22,8 mb/d según las primeras estimaciones. Esto evidencia la tendencia a aumentar la producción en cuanto aumentan los precios con el fin de obtener mayores ingresos. De hecho, el temor a que un aumento del precio de la energía frene la recuperación de los países de la OCDE podría ser otro factor a considerar. Según las últimas declaraciones de miembros de la OPEP, si la demanda se mantiene fuerte, los países miembros podrían decidir aumentar la producción en la próxima reunión prevista para el 26 de junio.

Por tanto, pese a que la inestabilidad se mantendrá en el corto plazo, mantenemos la previsión de que el precio del petróleo se sitúe próximo a los 24\$/b a finales de 2002, lo que representa una media de 23\$/b para el conjunto del año.

Previsiones anuales					
	(fin de año)				
	1999	2000	2001	2002p	2003p
Índice BBVA-MAP LATAM	105	98	83	94	93
Petróleo Brent (\$/b)	25	26	19	24	23
Cobre (¢/lb)	81	84	67	76	81
Café (¢/lb)	138	78	63	72	74
Soja (¢/bush)	447	491	427	455	460
Oro (\$/onza)	283	272	277	290	288

Fuente: BBVA



FOCUS: América Latina y el petróleo

Las tensiones en Oriente Medio y la incertidumbre política en Venezuela han vuelto a colocar al petróleo en el punto de mira. Ello, unido a un cumplimiento mayor del esperado en los recortes de producción por parte de los países productores y a una recuperación mundial más rápida de lo esperado inicialmente, nos ha llevado a revisar al alza nuestras previsiones de precio del Brent medio para 2002 de los 20 \$/b previos a los 23 \$/b y de los 22 a los 24 \$/b para 2003.

América Latina es, en su conjunto, exportadora neta de crudo, con lo cual el impacto directo de una subida del precio del petróleo es beneficioso para sus cuentas externas y fiscales, dado el carácter público de la industria petrolera en los principales países exportadores. De hecho, un dólar de subida del precio del petróleo supone para la región en su conjunto una entrada de flujos de 1,2 m.M.\$ en un año, cerca del 0,1% del PIB regional. Sin embargo, la situación es muy heterogénea dentro de la región.

A corto plazo, el principal ganador del repunte del crudo es Venezuela. En este país, el petróleo representa un tercio de su PIB, el 80% de sus exportaciones y casi la mitad de sus ingresos fiscales. También salen favorecidos los países andinos (en especial Ecuador y Colombia) así como México, pese a que en este país la importancia del petróleo se ha reducido notablemente, en especial en lo referente a su peso sobre las exportaciones. Por cada dólar de aumento del precio del petróleo mantenido durante un año, los ingresos fiscales se incrementan en un 0,6% del PIB en Venezuela y Ecuador, y en un 0,1% en México y en Colombia. En el polo opuesto se encuentran los países importadores netos de petróleo. En Brasil y Chile, donde las importaciones de petróleo representan en torno al 11% del total de importaciones, una subida de un dólar en el precio del crudo empeora su saldo comercial en 200 millones de dólares (menos del 0,1% del PIB) y 65 millones (0,1% del PIB), respectivamente.

Exportaciones petroleras/Export. totales (2001)

Venezuela*	80,8%
Ecuador*	32,6%
Colombia	24,9%
Argentina	17,6%
México	8,1%
Perú	5,7%

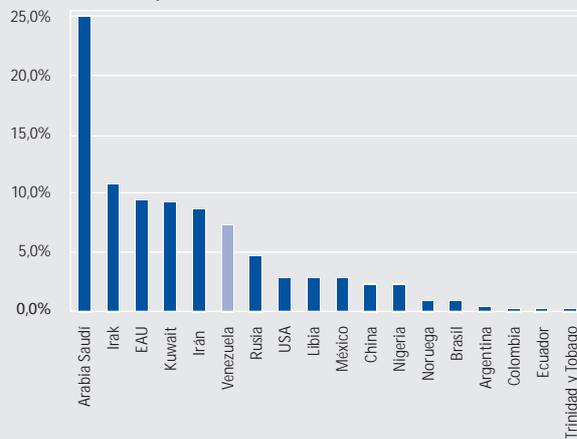
* 1999

Fuente: Fuentes Nacionales

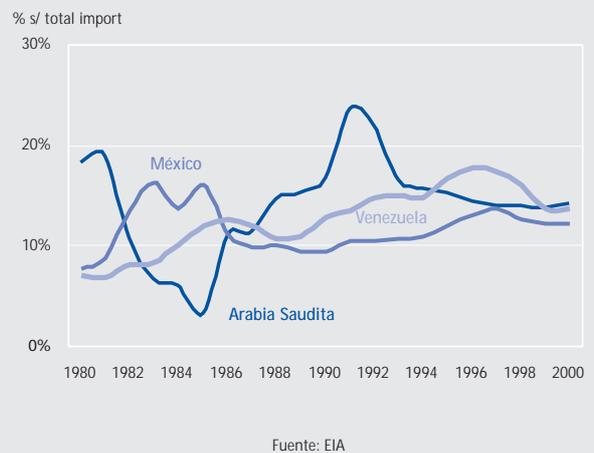
La evolución del precio del petróleo también es un elemento importante a nivel internacional. Por ello es necesario también resaltar el imperativo de estabilización de la situación en Venezuela, en particular para EE.UU. Venezuela no sólo es el cuarto exportador mundial de petróleo. Es, sobre todo, la reserva de hidrocarburos más importante del hemisferio occidental (7,3% del total de las reservas mundiales frente al 2,7% de México) y el tercer proveedor de petróleo de EE.UU. (13,7% de las importaciones de petróleo norteamericano en 2000 frente al 15,2% de Canadá y el 14,1% de Arabia Saudita). Por lo tanto, en un contexto internacional de inestabilidad en

Oriente Medio, mantener una zona petrolera estable cercana es un imperativo estratégico de primer orden para EE.UU. De ello podría depender, en parte, el vigor de la recuperación estadounidense y europea y, por lo tanto, de la recuperación mundial. Ello impactaría de forma decisiva sobre las exportaciones latinoamericanas.

Venezuela: la reserva de hidrocarburos más importante del hemisferio occidental

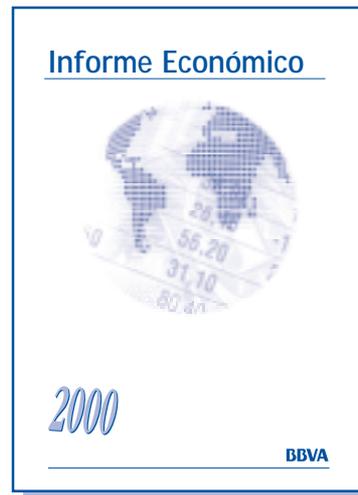
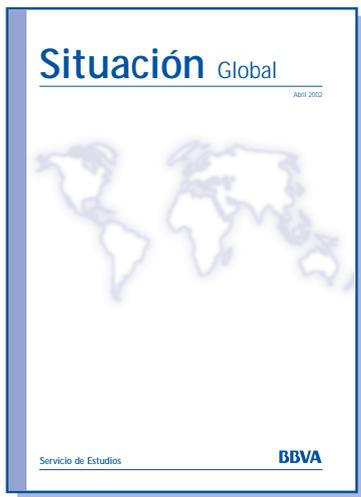


EE.UU.: origen de las importaciones petroleras



Juan Martínez y Javier Santiso – Servicio de Estudios BBVA
martinez.capdev@grupobbva.com y javier.santiso@grupobbva.com

OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA
Gran Vía, 1
48001 Bilbao
Tlfn: 34-94-4876231
Fax: 34-94-4876417

Internet:
<http://www.bbva.es>

Depósito Legal: M-31252-2000

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.