

## El riesgo soberano

Roberto Frenkel

La integración completa era el horizonte de las reformas que impulsaron el proceso de globalización financiera. Integración completa significa el establecimiento de un sistema de intermediación mundial, donde el rendimiento de las colocaciones del público y el costo del capital de los tomadores se igualan para las transacciones equivalentes (plazos, riesgos, garantías, etc.), con independencia de la localización geográfica de ahorristas y deudores. Se suponía que esa integración minimizaría los costos de intermediación, reduciría el costo del capital al nivel de los países desarrollados y aseguraría las corrientes de inversión y financiamiento que tenderían a cerrar la brecha de desarrollo.

La reincorporación de América Latina a la globalización financiera en los años noventa, luego de largos años de fracasados intentos de reestructuración de la deuda externa, tuvo como primer acto la conversión en bonos de la deuda externa pública arrastrada en las negociaciones con los bancos de los años precedentes. De esta manera, los bonos de deuda externa pública se constituyeron en el basamento del mercado de inversiones en la región desde su mismo renacimiento como mercados emergentes. Como dichos bonos representan compromisos en dólares de gobiernos, el único riesgo que conllevan es el de incumplimiento. El valor que el mercado le atribuye a este riesgo se mide como la diferencia entre el rendimiento que se obtendría comprando el bono a su precio actual y el rendimiento resultante de adquirir un bono de semejantes características financieras del gobierno de Estados Unidos – el deudor en dólares de menor riesgo de incumplimiento. Esta diferencia se denomina prima de riesgo país o prima de riesgo soberano, porque la soberanía limita la capacidad del acreedor de hacer cumplir el contrato que lo involucra.

La evolución de las primas de riesgo no muestra evidencias de que el sistema internacional que se fue conformando haya tendido a una integración financiera completa, con sus presuntas ventajas. Por el contrario, la experiencia de los tres años que siguieron a la crisis asiática sugiere que se fue conformando una integración segmentada, en la cual el costo del capital para los emergentes de América Latina era sistemáticamente mayor que en los países desarrollados.

Tomamos como ejemplo la evolución en los noventa de la prima de largo plazo de Argentina, la economía financieramente más abierta y desregulada de la región. La prima nunca cayó por debajo de un promedio mensual de unos 250 puntos básicos (pb). Desde la crisis asiática, las medias mensuales siempre superaron los 500 pb y



rondaron los 1000 pb con las crisis rusa y brasileña. En 1999 y 2000, en ausencia de nuevas crisis financieras y cambiarias nacionales, la prima volvió a incrementarse en correlación con otros impulsos, primero con la caída del NASDAQ y luego con el aumento del precio del petróleo.

El nivel relativo de las primas de riesgo de los emergentes latinoamericanos está asociado con ciertas características estructurales de las economías, indicativas de su solvencia. Se observa también que ingredientes locales, tales como episodios de incertidumbre política, influyen en su variación relativa. Pero en el dibujo de su evolución a lo largo de los noventa es nítida la fluctuación común asociada a los mencionados episodios de crisis y hacia el fin de la década, a brotes de incertidumbre de otras fuentes en el mercado de los países desarrollados.

Esas fluctuaciones comunes son resultado de movimientos de manada por parte de los inversores. La misma posibilidad de estos movimientos era desacreditada en la primera mitad de los noventa, pero el diagnóstico ganó reconocimiento con la crisis de México y se impuso como una realidad indiscutible con la crisis asiática y sus continuaciones. La noción de contagio ahora está incorporada en el diagnóstico del FMI y fundamenta algunas de sus nuevas líneas de acción. Sin embargo, ese concepto se limita a caracterizar los movimientos inducidos por crisis nacionales. ¿Pero no representa un contagio semejante el detonado por la caída de las acciones que agrupa el NASDAQ? ¿No cabe en el mismo concepto el efecto observado del aumento del precio del petróleo?

La tasa de interés en dólares que ofrecen los títulos de deuda pública transados en el mercado secundario tiende a determinar la base del costo del capital de las actividades del país, en moneda extranjera y en moneda local. La persistencia de altas primas de riesgo país y consecuentemente, de altas tasas de interés, es un resultado impensado de la globalización financiera y tiene fuertes consecuencias negativas. Las altas tasas representan un freno al crecimiento y determinan una tendencia regresiva a la distribución de los ingresos. Además, imponen una transferencia de renta al exterior, directamente a través del servicio la deuda externa e indirectamente a través de las utilidades de la inversión extranjera directa. Por último, en algunos casos – Argentina, Brasil – implican trayectorias macroeconómicas insostenibles, por la tendencia explosiva de las obligaciones de la deuda externa con relación al producto.

En tanto el riesgo soberano está esencialmente motivado por la imposibilidad práctica de afrontar los pagos, tiende a reducirlo la existencia de garantías adicionales, en la forma de fondos de acceso contingente a disposición de los países deudores. La función de estos fondos es análoga a la función de prestamista de última instancia



que cumplen los bancos centrales en muchos países (no en Argentina durante la Convertibilidad). Pueden imaginarse muchas instituciones para desempeñarla, pero preferimos razonar a partir del estado en que se encontraba la discusión de la Arquitectura Financiera Internacional a fines de la década de los noventa y de la posición de Estados Unidos, que había establecido que las funciones financieras internacionales deben concentrarse en las instituciones de Bretton Woods.

El instrumento del FMI que más se acercaba formalmente a la función de provisión de garantías para la reducción del riesgo soberano era el CCL (Contingent Credit Line), pero sus condiciones de acceso eran muy restrictivas. Sin embargo, el FMI había instrumentado otra línea, la SRF (Supplementary Reserves Facility) de monto no definido y condiciones de acceso mucho más discrecionales. El FMI creó esta línea en la operación de rescate de Corea y la aplicó en las operaciones relacionadas con las crisis de Rusia y Brasil. Esta es la línea que se utilizó para proveer “el blindaje” al gobierno argentino a fines de 2000.

Con la creación de esa línea, el FMI había dado un paso significativo en la dirección de acercar su función a la de un prestamista de última instancia en el plano internacional. En la dirección de lograr un efecto significativo sobre las primas de riesgo, se hubiera requerido ampliar los fondos disponibles y extender las circunstancias que definen la accesibilidad. Un acceso más amplio hubiera resultado, por ejemplo, de reconocer los efectos de contagio derivados de brotes de incertidumbre de distintas fuentes, como señalamos arriba.

Mayor disponibilidad de fondos - de origen público, o levantados en los mercados con garantía indirecta de los gobiernos de los países desarrollados - y condiciones de acceso más automáticas podrían haber tenido efecto significativo sobre las primas de riesgo y haber mejorado el funcionamiento del sistema, porque reducirían las probabilidades de crisis. Pero difícilmente se hubieran logrado esas condiciones sin cesiones adicionales de soberanía de los países a los organismos multilaterales. Debía cederse más soberanía precisamente para reducir el riesgo soberano que confrontaban nuestros acreedores.

En teoría, ceder soberanía a esos organismos no significa perderla sino ejercerla en forma compartida, negociada. Sin embargo, como el FMI y el Banco Mundial no están organizados democráticamente, el desarrollo de la línea hacia la constitución de un prestamista de última instancia internacional pasaba necesariamente por la cuestión de gobierno de los organismos multilaterales.