

DEUDA SOBERANA: ¿PERDONAR ES OLVIDAR?*

Jeremy Bulow

Universidad de Stanford

Kenneth Rogoff

Universidad de Wisconsin

Resumen

Demostramos que, bajo condiciones generales, los préstamos a países pequeños deben apoyarse con la disponibilidad de sanciones directas por parte de los acreedores, y no pueden estar basados en la "reputación de pago" de un país. Esta distinción es crítica para entender la verdadera estructura que está detrás de los contratos de préstamos soberanos, y comparar políticas alternativas para enfrentar el problema de la deuda de los países en desarrollo.

Introducción

Durante el periodo 1973-1982 se observó un sorpresivo incremento en el volumen de créditos internacionales a los países menos desarrollados (PMD). Un tema central al analizar los contratos de tales préstamos es si dichos contratos pueden hacerse cumplir, y por qué mecanismo.¹ Considerando que por lo general los préstamos soberanos están asegurados por una garantía prendaria significativa, los activos apropiados en el caso de incumplimiento de un préstamo soberano son generalmente insignificantes. Por esta razón, debe haber otros incentivos para el pago de los préstamos además de la existencia de garantías.

* Este artículo fue publicado originalmente en inglés en *The American Economic Review*, vol. 79, núm. 1, marzo de 1989.

Este trabajo recibió apoyo financiero de la Fundación Nacional de Ciencia y de la Fundación P. Sloan.

¹ Las teorías que ignoran los problemas de la obligatoriedad de los contratos señalan que debería existir una integración de los mercados mundiales de capital mayor que la que ahora existe. Para una reseña de la evidencia empírica de la movilidad del capital internacional, véase Maurice Obstfeld (1986).

Una línea importante de investigación sostiene que un país pequeño puede disfrutar, cuando menos, de algún acceso al mercado mundial de capitales si mantiene su reputación de ser un buen pagador.² De acuerdo con este enfoque, un país cumple con el pago de su deuda para conservar su reputación, necesaria para “colateralizar” futuros préstamos. El encanto obvio de los modelos puros de reputación es que parecen cubrir bien los detalles institucionales. Uno no tiene que especular sobre los derechos legales de los acreedores dentro de sus propias cortes de justicia, o en la habilidad de los acreedores para inducir a sus gobiernos a tomar represalias.

Sin embargo lo que nos ocupa es poner en tela de juicio las teorías de pagos por reputación, no elogiarlas. Nuestro análisis establece las condiciones generales bajo las cuales países pequeños *no pueden* establecer una reputación de pago. Si estas condiciones se cumplen empíricamente, entonces los préstamos a PMD son posibles sólo si los acreedores cuentan ya sea con derechos políticos (que les permiten afectar los intereses del deudor fuera de su relación de préstamo), o derechos legales. Éstos pueden incluir la capacidad para impedir el comercio de un país, o afectar sus activos en el extranjero (en realidad ésta es la verdadera razón por la cual un país que no cumple con sus obligaciones de pagos reduce su acceso a los mercados de capital). Se tiene que admitir que existen muchas dudas acerca del daño que un prestamista puede causar a los PMD; es un área gris en la legislación occidental.³ Pero si uno quiere entender los contratos de préstamos a los PMD, entonces es necesario estudiar más ampliamente estos costos.

I. El modelo

Nuestro paradigma es el de un país pequeño que se enfrenta a inversionistas extranjeros competitivos y neutrales al riesgo. (De aquí se puede extender nuestro análisis directamente al caso de acreedores extranjeros que son adversos al riesgo.) El país es pequeño en el sentido de que no puede afectar la tasa de interés mundial r .⁴ Está habitado por un solo agente representati-

² Ejemplos de ésta se incluyen en los trabajos de Eaton, Gersovitz y Stiglitz (1986); Grossman y Van Huyck (1988); Manuelli (1986); y Cole y English (1987). Eaton y Gersovitz (1981) presentan un modelo en el que la amenaza de atarquía en el mercado de capitales da a los deudores un incentivo para hacer sus pagos. No obstante, no destacan la diferencia entre una suspensión de créditos causada por los derechos legales sobre una deuda sin amortizar y la provocada por la pérdida de reputación como pagador solvente.

³ Para una discusión de la evidencia legal sobre este punto, y una evaluación de su probable significación empírica, ver Bulow y Rogoff (1989), o Alexander (1987).

⁴ El supuesto del país pequeño, necesario para nuestros resultados, parece apropiado para describir el papel de los PMD en el mercado mundial de capitales.

vo, que nunca muere. Hay un solo bien que el agente produce y consume. Puesto que la prueba de nuestro teorema se basa en un argumento de arbitraje, no es necesario poner ninguna restricción a la función de utilidad del agente que no sea que prefiere tener más del único bien.

La función de producción del país está dada por:

$$Y_t = f(\vec{\theta}_t, \vec{I}_{t-1}) \quad (i)$$

donde Y denota producto, y los índices t al tiempo. $\vec{\theta}_t \equiv (\theta_t, \theta_{t-1}, \theta_{t-2}, \dots)$; las θ_t son términos de perturbación exógenos y serialmente independientes. $\vec{I}_{t-1} \equiv (I_{t-1}, I_{t-2}, I_{t-3}, \dots)$, donde I_t es la inversión en el periodo t . Las exportaciones netas en el periodo t , X_t , están dadas por

$$X_t = Y_t - I_t - C_t, \quad (2)$$

$C, I \geq 0$; $Y > 0$; $C + I \leq Y^*$, donde C es el consumo del país y Y^* es el producto mundial.

La secuencia de eventos dentro de cualquier periodo dado t es la siguiente: primero, ocurre un impacto θ_t , el cual afecta al producto en el periodo corriente y posiblemente en periodos futuros. Después de observar el impacto, el país decide cómo dividir Y_t entre I_t , C_t y X_t . Las exportaciones netas pueden usarse para hacer pagos a varios préstamos o incrementar sus activos en el extranjero. θ_t e I_t pueden ser conocidos por todos; no existe información privada acerca de variables agregadas.

Para probar nuestro teorema no es necesario profundizar en los beneficios de tener acceso al mercado mundial de capitales. No obstante, puede ayudar a la intuición del lector discutir brevemente estas ventajas. En el corto plazo, a través de prestar o pedir prestado, un país puede evitar tener que igualar en todo momento los ingresos por exportaciones y los gastos por importaciones. El acceso a los préstamos de largo plazo permite a un país mantener sus niveles de consumo en el corto plazo y aprovechar las oportunidades de inversión nacionales altamente rentables. Finalmente, al aprovechar el mercado mundial de capitales, un país puede asegurarse mejor contra muchos tipos de riesgos, tales como la incertidumbre en sus términos de intercambio.

Definimos el valor de mercado de un derecho hipotético sobre el total del ingreso futuro neto del país como:

$$W_t(\vec{\theta}_t) = E_t \sum_{s=t}^{\infty} y_s / (1+r)^{s-t}, \quad (3)$$

Por ejemplo, en 1986 el PIB conjunto de México, Argentina, Venezuela, Colombia y Chile correspondía al de los países del Benelux [Bélgica, Holanda y Luxemburgo. N. del T.]. La suma del PIB del grupo de los "Quince de Baker", países altamente endeudados, es menor que el producto bruto de la región de Tokio.

donde $y = Y - I$. Supondremos que $y \geq 0$ siempre, lo que simplifica un poco nuestras pruebas.⁵ Nótese que W_t está definido con referencia a una senda particular de equilibrio (posiblemente por reputación) y que las expectativas, E_t , son tomadas con referencia a ese equilibrio.⁶ Asumimos que $W_0 < \infty$, lo que implica que para cualquier t finita, se tiene que dar que $W_t < \infty$, con una probabilidad de uno. En otras palabras, estamos suponiendo que si el país fuera una empresa, su valor de mercado sería finito.

II. Tipos de contratos de préstamo

En un esquema puro de contratos basados en la reputación de pago ("contratos por reputación"), los acreedores extranjeros de un país carecen de recursos legales efectivos en el caso de incumplimiento de pagos. No pueden interferir en el comercio del país; ni siquiera afectar los activos financieros que pueda tener en el extranjero. En ese caso, lo peor que le puede suceder a un país que no cumple con un contrato por reputación, es que nunca más le sea permitido suscribir uno de éstos. Sin embargo, el país que no cumple no puede ser excluido por completo de los mercados internacionales de capital. Aunque ya no le sea posible pedir prestado para inversión interna, aún puede comprar contratos para asegurar el consumo al pagar en efectivo por adelantado. Un contrato de "efectivo por adelantado" es sólo un contrato de seguros convencional, bajo el cual un país hace un pago por adelantado para obtener en el futuro un pago contingente y no negativo. Implícitamente estamos asumiendo que existen inversionistas extranjeros que pueden tomar compromisos. El cumplimiento de estos últimos queda asegurado por el sistema legal del país de los inversionistas. Así, una nación pequeña puede mantener activos tales como cuentas de bancos, bonos del tesoro, certificados y otros activos contingentes.⁷ Por supuesto, también puede almacenar reservas de metales preciosos y divisas extranjeras.

A. Contratos por reputación

Supóngase que al país se le permite obtener un contrato por reputación que esencialmente es un contrato implícito. Para nuestros objetivos no es nece-

⁵ No obstante que el caso donde $y < 0$ no parece relevante empíricamente, en teoría es posible. Sin embargo, el ingreso neto de todo el mundo, $y^* = Y^* - I^*$ siempre debe ser no negativo. El supuesto $y \geq 0$ puede ser omitido en la prueba de los teoremas 1 y 2 al remplazar y por y^* y W por W^{**} .

⁶ A lo largo de cualquier senda de equilibrio, I es una función de θ , de manera que Y y W pueden definirse como una función solamente de θ .

⁷ Esfuerzos notables para estudiar los préstamos internacionales en un esquema de equilibrio general son los trabajos de Manuelli (1986) y Cole y English (1987).

sario preguntarse qué conjunto de expectativas, fuera de la senda de equilibrio, pueden apoyar el contrato, ni si éste es óptimo en algún sentido. Lo único que necesitamos saber es que todo contrato por reputación debe especificar implícitamente un pago contingente $P_t(\vec{\theta}_t)$ para todos los posibles valores de $\vec{\theta}_t$, y para todo t .⁸

Nótese que para que un contrato implícito sea de equilibrio, el propio país debe estar interesado en cumplirlo en cualquier estado del mundo. En particular, el país nunca debe tener incentivos para no cumplir con su contrato por reputación y cambiar por completo hacia contratos de efectivo por adelantado. De otra forma, el contrato no es el verdadero contrato implícito.

Una vez efectuado el contrato implícito, se puede expresar el valor en el mercado mundial de la deuda por reputación del país en el tiempo t , D_t , como el valor esperado, traído a valor presente, de sus pagos en el futuro:

$$D_t(\vec{\theta}_t) \equiv E_t \left\{ \sum_{s=t}^{\infty} P_s / (1+r)^{s-t} \right\}. \quad (4)$$

Es claro que D_t nunca puede exceder a W_t , el valor de mercado de un derecho sobre todo el flujo futuro de producto del país. Por tanto, dentro de cualquier equilibrio por reputación debe existir algún k' , $0 \leq k' \leq 1$, tal que con probabilidad de uno $\forall t$,

$$D_t(\vec{\theta}_t) \leq k' W_t(\vec{\theta}_t), \forall \vec{\theta}_t. \quad (5)$$

Supongamos que k es la k' más pequeña que cumple con la condición (5).

B. Contratos de efectivo por adelantado

En un contrato de efectivo por adelantado, el país otorga una cantidad A_t al final del periodo t a cambio de un contrato que paga $G_{t+1}(\vec{\theta}_{t+1})$ en el periodo $t+1$. Un contrato de efectivo por adelantado puede ser siempre indizado a las mismas variables que uno por reputación implícito. Aun cuando el país ha perdido su reputación de cumplir con sus contratos, un inver-

⁸ Esta especificación no imposibilita la existencia de estrategias aleatorias. Se puede concebir a θ_t como un vector, en donde uno de sus elementos no tiene efectos sobre las variables fundamentales como el producto. Si el inversionista extranjero puede establecer compromisos legales, entonces el contrato implícito y el contrato legal explícito coincidirán cuando $P \leq 0$. Hacemos el supuesto de que en estados del mundo en donde $P \geq 0$, cualquier contrato legal explícito queda sin sentido alguno.

sionista extranjero debe estar siempre dispuesto a aceptar un contrato de efectivo por adelantado mientras se satisfagan dos requisitos:⁹

$$E_t [G_{t+1} (\vec{\theta}_{t+1})] = (1 + r) A_t, \quad (6)$$

$$G_{t+1} (\vec{\theta}_{t+1}) \geq 0, \forall \vec{\theta}_{t+1}. \quad (7)$$

La condición (6) establece que el contrato debe ofrecer al inversionista extranjero, que es neutral al riesgo, la tasa de rendimiento del mercado. La condición (7) dice que no puede existir un estado del mundo en el que se pida al país hacer pagos positivos en el periodo $t + 1$. Obviamente también se debe cumplir que $A_t \geq 0$, pero esto sucede cuando (6) y (7) lo hacen. Si se concibe al pago inicial A_t como una garantía, la condición (7) puede ser interpretada como que la garantía del país debe ser suficiente para cubrir sus pérdidas por el contrato, aun en el peor estado del mundo posible.

III. Inexistencia de los "contratos por reputación" que sean sostenibles

A. Contratos por reputación en ausencia de sanciones directas

Estamos ahora en condiciones de enunciar el teorema central de este trabajo:

TEOREMA 1: *En todo equilibrio secuencial, $D_t \leq 0 \forall t$.*

PRUEBA: Supóngase $D_s \geq k (W_s - y_s)$. Entonces el país puede interrumpir los pagos de su contrato por reputación e iniciar la siguiente secuencia de contratos de efectivo por adelantado:

Para todo $t \geq s$, invertir A_t a cambio de un pago de G_{t+1} en el periodo siguiente donde:

$$A_s (\vec{\theta}_s) = P_s (\vec{\theta}_s) + k (W_s - y_s) - D_s, \quad (8)$$

$$A_t (\vec{\theta}_t) = G_t (\vec{\theta}_t) + P_t (\vec{\theta}_t) - ky_t, \forall t > s, \quad (9)$$

$$G_t (\vec{\theta}_t) = k W_t (\vec{\theta}_t) - D_t (\vec{\theta}_t), \forall t > s. \quad (10)$$

⁹ Aquí estamos definiendo únicamente un contrato de efectivo por adelantado para un solo periodo. En principio, el país puede hacer un pago en $t-1$ a cambio de pagos (estrictamente positivos) en $t, t+1, t+2$, etc. Para nuestro objetivo, sin embargo, los contratos multiperiodos de efectivo por adelantado son superfluos.

Puesto que $D_t \leq kW_t$, la revisión de (10) indica que la condición (7) se satisface. De (3) notamos que

$$E_t(W_{t+1}) = (1 + r)(W_t - y_t) \quad (11)$$

y de (4) que

$$E_t(D_{t+1}) = (1 + r)(D_t - P_t). \quad (12)$$

De la sustitución directa de (11) y (12) en (8), (9) y (10) obtenemos la comprobación inmediata de (6). Entonces, la secuencia de los contratos de efectivo por adelantado es posible. Aún más, el país debe pagar sólo $A_s \leq P_s$ en el periodo s y $P_t - ky_t \leq P_t$ para $t > s$, sosteniéndose la igualdad sólo cuando $k = 0$. Entonces k debe ser igual a cero y por (5), $D_t \leq 0 \forall t$.

Es decir, cualquier contrato por reputación (implícito) *debe* incluir cuando menos algún estado de la naturaleza en el cual el país no cumplirá con sus pagos. Éste se encontrará en posibilidades de utilizar el pago demandado en ese estado del mundo, una cantidad que puede ser muy pequeña en relación con la adeudada, como una garantía inicial para una serie de contratos de efectivo por adelantado. Éstos permitirán al país tener un consumo estrictamente más alto en cada periodo futuro que el que obtendría con uno por reputación. Esto implica que el contrato implícito propuesto no puede ser verdadero. Un contrato por reputación sólo puede ser de equilibrio si asumimos que el país no puede mantener activos extranjeros que están indizados a las mismas variables que los contratos por reputación.

B. *Contratos por reputación cuando los acreedores tienen acceso directo a sanciones por incumplimiento*

En el análisis precedente asumimos que los propietarios de un contrato por reputación no tenían manera de castigar a un país que no cumplía. Aquí demostramos que, si existen algunos costos directos que los acreedores puedan imponer al país en caso de incumplimiento, entonces los préstamos son sostenibles, pero sólo con base en esos costos.

Supongamos que los acreedores tienen la habilidad de imponer una sanción aleatoria de $\pi(\theta_t, \eta_t)$ si un deudor no cumple, en el periodo t , donde η es independiente de θ y se da que $y_t > \pi_t \geq 0$. La sanción provoca una reducción en la producción del país en el periodo t por un monto de π_t . Defínase:

$$\pi_t \equiv E_t \sum_{s=t}^{\infty} \pi_s / (1 + r)^{s-t}. \quad (13)$$

Puesto que D_t no puede exceder nunca a W_t , entonces debe existir algún q' , $0 \leq q' \leq 1$, tal que con una probabilidad de uno,

$$D_t - \pi_t \leq q' (W_t - \pi_t), \forall \vec{\theta}, \forall t. \quad (14)$$

Dejemos que q sea el mínimo q' que cumpla con la condición (14). Podemos concebir a $D_t - \pi_t$ como el monto de deuda que no está sostenido por sanciones directas, es decir, como deuda por reputación. Podemos generalizar el teorema 1 de la siguiente manera:

TEOREMA 2: *En todo equilibrio secuencial, $D_t - \pi_t \leq 0 \forall t$*

PRUEBA: En la prueba del teorema 1, reemplace D_t , W_t , P_t , y_t , y k por $D_t - \pi_t$, $W_t - \pi_t$, $P_t - \pi_t$, $y_t - \pi_t$, y q , respectivamente.

De hecho, la cota dada por el teorema 2 puede ser demasiado alta, ya que los países comúnmente pueden negociar con sus acreedores.¹⁰

IV. Limitaciones y extensiones

Aquí hacemos hincapié en algunas limitaciones del enfoque de nuestro resultado.

A. Reputación fuera del enfoque de la relación de préstamo

¿Qué sucede si el repudio unilateral de la deuda daña la imagen global de un país más allá de su reputación de pagar sus préstamos? Uno podría concebir, por ejemplo, a algunos países como si estuvieran llevando a cabo un superjuego de aranceles en el que un incremento de aranceles o el incumplimiento de la deuda desata una costosa guerra comercial. Podría esperarse que tal mecanismo apoye un nivel positivo de préstamo.¹¹ No obstante, el teorema 2 se aplica directamente a este caso. El monto máximo que el país puede pedir prestado debe de ser estrictamente regido por el costo de una guerra comercial. Nosotros no aseveramos que la reputación no tiene ningún papel en las relaciones internacionales, sólo que una buena

¹⁰ Véase Bulow y Rogoff (1989) para la interpretación teórica y de la negociación de los acuerdos de restructuración de vencimientos. Ya que los prestamistas no se benefician directamente al obstruir el acceso de un país al mercado mundial de capitales o al interferir en su comercio, generalmente no pueden impedir que el deudor negocie sus pagos.

¹¹ Algunos de los principales incentivos para cumplir con el pago de la deuda se discuten en Martin Feldstein, Decarmoy, Narusawa y Krugman (1987, p. 41).

reputación por pagar los préstamos del exterior no eleva la habilidad de un país pequeño para pedir prestado en el extranjero.

B. *Acreedores no competitivos*

Mientras el país se enfrenta a inversionistas extranjeros competitivos, todo servicio proporcionado por el prestamista actual (por ejemplo, seguros) también lo puede hacer un nuevo inversionista. Es posible, por supuesto, que en la práctica se gane cierta eficiencia al tener al país continuamente en tratos con sus acreedores actuales. Sin embargo, la cota superior sobre toda deuda "por reputación" todavía es tan sólo el costo real para el país de cambiar sus relaciones contractuales a un nuevo conjunto de instituciones financieras.

C. *Problemas de verificación contractual*

Hemos supuesto que el país puede poseer activos en el extranjero, indizados a los mismos cheques exógenos que son observables, θ , como en un contrato por reputación. Un supuesto alternativo es que θ es "observable pero no verificable". Es decir, el deudor, el acreedor y todos los acreedores potenciales observan θ . Sin embargo, ya sea porque es costoso verificar θ en una corte, o debido a los costos de contratar, no se permite al país tener activos en el extranjero que estén indizados a los impactos exógenos. Parece dudoso que este argumento pueda usarse para explicar contratos por reputación de tamaño significativo, aunque esto es, en última instancia, un problema empírico.

Es difícil imaginar una clase de impactos observables para un numeroso grupo de prestamistas (competitivos) potenciales, que no puedan ser reflejados en los contratos.¹² Ciertamente, es posible dar argumentos casuales para explicar por qué es posible que existan límites sobre el tipo de contrato de efectivo por adelantado que un país puede suscribir, aunque es importante reconocer que los mismos argumentos también implican algunos límites sobre los contratos por reputación. En todo caso, no está claro si en la realidad los contratos de la deuda de los PMD, están implícitamente indizados a distorsiones específicas de cada país. Los impactos sobre los términos de intercambio de los PMD y sobre la tasa de interés mundial, claramente desempeñaron un papel importante para precipitar la restructu-

¹² El concepto de impactos observables pero no verificables puede tener más sentido en el contexto de una relación de monopolio bilateral.

ración de la deuda bancaria en la década pasada y en el desconocimiento de los bonos en los años treinta. Ambos tipos de impacto pueden asegurarse en los mercados mundiales. No obstante, parece que México recibió ayuda después del gran terremoto de mediados de los ochenta. Una investigación empírica sobre este tema sería muy valiosa.

D. *Dificultades para observar las acciones del país*

El teorema 1 no se aplica directamente al caso en que los prestamistas no pueden vigilar directamente las acciones del país.¹³ Supongamos, por ejemplo, que los inversionistas observan el nivel de producto $Y(\theta, I)$, pero I y θ son desconocidos. En este caso, es posible caracterizar todo equilibrio reputacional como un contrato implícito, en el que los pagos del país están dados por $P_t(\bar{Y})$. Como antes, el país siempre tiene la opción de cambiar a contratos de efectivo por adelantado, los cuales también pueden ser indicados a Y . Sin embargo, los términos de tales contratos, después del repudio de la deuda, dependerán de la credibilidad de los inversionistas en base a experiencias anteriores de ese país. Si un incumplimiento en el momento s conduce a los inversionistas a revisar su opinión acerca del acervo de capital del país, esto podría dañar los términos que los aseguradores ofrecen en los contratos de efectivo por adelantado.

Si este contraejemplo parece forzado se debe a que el equilibrio secuencial no impone restricciones sobre las convicciones de los inversionistas que se encuentran fuera de la senda de equilibrio (véase Kreps y Wilson, 1982). Al afinar el equilibrio secuencial, debería ser posible extender nuestro resultado al caso de información privada. Esta cuestión, sin embargo, sólo puede ser resuelta con investigación más profunda.

Probablemente se debería evitar el dar demasiado peso a la existencia de información privada sobre las distorsiones en productividad. Creemos que los dirigentes de un PMD típico, no saben más sobre los impactos agregados por productividad, que los prestamistas más importantes del país. Además, como se discutió páginas atrás, θ puede estar altamente correlacionada con variables externas, y por tanto, el componente de lo que potencialmente puede ser información privada es muy pequeño.

E. *Las preferencias del país no pueden ser observadas*

Supongamos que el ingreso del país es constante, pero que experimenta un impacto no observable en la utilidad marginal de su ingreso, de la forma

¹³ Kletzer (1984) considera algunas implicaciones de la información privada para los contratos de los P.M.D. Para un ejemplo más reciente, ver Atkeson (1988).

que lo hace Green (1987).¹⁴ Si el país contara con la reputación de cumplir con sus pagos, podría usar el mercado internacional de capitales para obtener una línea de crédito que le sirviera como amortiguador contra impactos perversos. No obstante, esta línea de crédito debe tener un tope; si no fuera éste el caso, el país podría endeudarse más allá del valor presente de todo su ingreso futuro.¹⁵ Si se alcanza el tope, el deudor saldrá ganando al repudiar la deuda y después colocar sus fondos en el extranjero en activos con tasas de interés fijas. Este argumento se puede generalizar fácilmente al caso en que hay impactos observables, así como no observables.

Alternativamente, supongamos, como Kreps y Wilson (1982) que los inversionistas creen que existe una pequeña probabilidad de que el país pague siempre su deuda, debido a un sentido de obligación moral. Entonces un deudor "egoísta" podría aparecer temporalmente como un "altruista", pero desconocerá siempre la deuda una vez que D/W alcance su valor máximo. Llegamos a la conjetura de que una pequeña probabilidad de altruismo puede explicar, a lo sumo, un monto muy pequeño de un préstamo.

F. Restricciones en el uso de las reservas de divisas extranjeras

En algunos modelos se incluye el supuesto de que los bienes de inversión extranjeros sólo pueden ser comprados con nuevos préstamos provenientes del extranjero y no pueden adquirirse con reservas de moneda fuerte o con ingresos de este tipo provenientes de exportaciones.¹⁶ De esta manera, un país puede ganar al pagar a su acreedor con P dólares de sus reservas de moneda extranjera a cambio de $P - \epsilon$ dólares de nuevas deudas. Creemos que el supuesto convencional de que lo que el país puede comprar, sólo depende del dinero de que dispone para gastar, es el correcto.

V. Conclusiones

Cuando un país pequeño no cumple con su deuda, los derechos legales de sus acreedores actuales desalentarán a los nuevos prestamistas potenciales.¹⁷ Sin embargo, estos derechos legales son necesarios si el país quiere

¹⁴ En el modelo de una economía cerrada de Green, el contrato de deuda puede ser obligado a cumplirse por medio de sanciones directas, de manera que el problema discutido aquí no se presenta.

¹⁵ Utilizando una lógica similar, Gordon y Varian (1988) hacen un análisis análogo en la literatura de riesgo intergeneracional.

¹⁶ Véase, por ejemplo, Eaton y Gersovitz (1983), Cole y English (1987), o Grossman y Van Huyck (1988).

¹⁷ Los préstamos a PMD son comúnmente financiados por un consorcio multinacional con bancos de los principales países con los que los PMD tienen rela-

obtener algún crédito. Los países pequeños no podrán cumplir con sus obligaciones de deuda para conservar su buena reputación de pago, puesto que, bajo condiciones generales, les es imposible tener tal reputación.

Esta conclusión depende de la habilidad del país para reproducir cualquier ventaja de los contratos de préstamos, en lo que se refiere al riesgo, manteniendo una selección de cartera de activos extranjeros. Factores como la existencia de información privada pueden limitar la habilidad del país para asegurar su desempeño económico. Sin embargo, se debe tomar en cuenta que esos mismos factores limitarán también los contratos implícitos por reputación. Por tanto, nuestro teorema referente a contratos que no sean por reputación parece resistir muchas consideraciones, incluyendo la incorporación de impactos por cambios no observados en las preferencias. Nótese que aun los contratos implícitos por reputación sólo pueden ser indizados a impactos que son fácilmente observables, ya que los países pequeños enfrentan a gran número de prestamistas potenciales, todos los cuales tienen que ser capaces de reconocer las violaciones a los contratos.

Por supuesto, nuestro teorema pone en claro las condiciones requeridas para que un PMD adquiera la reputación de buen pagador. Nosotros argumentamos que no es probable que estas condiciones se den en la práctica, pero hace falta trabajo empírico en esta área.

El problema referente a que si la existencia de sanciones directas o de factores por reputación son los que apoyan los contratos de deuda soberanos, es especialmente importante para evaluar las opciones de políticas para enfrentar el problema de la deuda de los países del Tercer Mundo.¹⁸ Un punto a considerar, por ejemplo, es que si algunos esquemas de reducciones de la deuda (perdonando parte de la misma) pueden afectar negativamente el futuro acceso de los PMD a los mercados mundiales de capitales, al dañar su reputación de pago.¹⁹ Nosotros argumentaríamos que si, por medio de la negociación, un PMD tiene la posibilidad de inducir a sus acreedores a perdonar una parte de su deuda, debería hacerlo. Las deudas perdonadas serán olvidadas.

Traducción: *Alfonso Guerra de Luna*

ciones comerciales. Esta característica maximiza globalmente los derechos legales de los acreedores.

¹⁸ Para el análisis de políticas alternativas sobre la deuda del Tercer Mundo, vease Bulow y Rogoff (1988), Helpman (1987), y Froot (1989).

¹⁹ Bergsten, Cline y Williamson (1985) analizan una amplia variedad de esquemas para resolver el problema de la deuda de los PMD. Discuten cómo esquemas diferentes pueden afectar la reputación de pago de los PMD y por tanto su futuro acceso a los mercados mundiales de capital. También John Reed, presidente del Consejo del Citicorp, argumenta que "es en el interés de los propios países deudores el pagar más. De esta forma ellos... serán capaces de pedir prestado con mas libertad

Bibliografía

- Alexander, Lewis S. (1987). "The Legal Consequences of Sovereign Default", manuscrito inédito, Federal Reserve Board, Washington, D.C..
- Atkenson, Andrew (1988). "International Lending with Moral Hazard and Risk of Repudiation", manuscrito inédito, Stanford University, mayo.
- Bergsten, C. Fred, William R. Cline y John Williamson (1985). *Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff (1989). "Un modelo de renegociación continua de la deuda soberana", *Estudios Económicos*, vol. 4, núm. 1, El Colegio de México (en prensa).
- _____ (1988). "The Buyback Boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, en prensa.
- Cole, Harold L. y William B. English (1987). "Default, Direct Investment and International Equity Contracts", manuscrito inédito, University of Pennsylvania, octubre.
- Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz (1981) "Debt with Potential Repudiation", *Review of Economic Studies*, núm. 48, abril, pp. 289-309.
- _____ (1983). "Country Risk: Economic Aspects", en Richard J. Herring (ed.), *Managing Country Risk*, Londres, Cambridge University Press.
- _____, Mark Gerzovitz, y Joseph E. Stiglitz (1986). "The Pure Theory of Country Risk", *European Economic Review*, núm. 30, junio, pp. 481-513.
- Feldstein, Martin, Herve Decarmoy, Koei Narusawa y Paul Krugman (1987). *Restoring Growth in Debt-Laden Third World*, Nueva York, The Trilateral Commission.
- Froot, Kenneth A. (1989). "Recompras, bonos de salida y la optimalidad de proporcionar alivio para la deuda y la liquidez", *Estudios Económicos*, vol. 4, núm. 1, El Colegio de México (en prensa).
- Gordon, Roger H., y Hal R. Varian (1988). "Intergenerational Risk Sharing", manuscrito inédito, University of Michigan.
- Green, Edward (1987). "Lending and the Smoothing of Uninsurable Income", en Edward Prescott y Neil Wallace (eds.), *Contractual Arrangements for Interporal Trade*, Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Grossman, Herschel y John B. Van Huyck (1988). "Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation", *American Economic Review*, núm. 78, diciembre, pp. 1088-1097.

_____ en un periodo de tiempo más corto". Véase Peter Truell, "Citicorp's Reed Takes Firm Stance on Third-World Debt; Chairman Aims to Stem Commercial Banks' Trend Toward Concessions", *The Wall Street Journal*, 4 de febrero de 1987, p. 6.

- Helpman, Elhanan (1987). "The Simple Analytics of Debt-Equity Swaps and Debt Forgiveness", manuscrito inédito, MIT, septiembre.
- Kletzer, Kenneth (1984). "Asymmetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk", *Economic Journal*, núm. 94, junio, pp. 287-307.
- Kreps, David y Robert Wilson (1982). "Reputation and Imperfect Information", *Journal of Economic Theory*, núm. 27, agosto, pp. 253-279.
- Manuelli, Rodolfo E. (1986). "A General Equilibrium Model of International Credit Markets", manuscrito inédito, Northwestern University, junio.
- Obstfeld, Maurice (1986). "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement", en K. Brunner y A.H. Meitzer (eds.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 24, primavera, pp. 55-111.