





# **Gobernabilidad e integración financiera: ámbito global y regional**

José Antonio Ocampo  
Andras Uthoff  
Compiladores



NACIONES UNIDAS



Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
(CEPAL)

Santiago de Chile, octubre de 2004

La publicación de este libro se enmarca en las actividades del proyecto conjunto CEPAL/BID, “Estudios sobre aspectos regionales del financiamiento del desarrollo en América Latina y el Caribe”, ejecutado por la CEPAL en coordinación con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), con el apoyo del Proyecto Conjunto CEPAL/PNUD sobre “Financiamiento del Desarrollo”. La ejecución de estos proyectos está a cargo de la Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva de la CEPAL. Los borradores preliminares de los artículos que componen el libro fueron comentados por el Sr. Héctor Assael, a quien los compiladores agradecen su contribución.

Diseño de portada: Alvaro Muñoz

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISBN: 92-1-322574-1

LC/L.2261-P

N° de venta: S.04.II.G.110

Copyright © Naciones Unidas, octubre de 2004. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

|   |     |
|---|-----|
| Resumen .....   | 7   |
| Abstract .....  | 9   |
| Presentación .....  | 11  |
| Prefacio .....  | 13  |
| Primera parte   |     |
| Aspectos globales de la gobernabilidad financiera:<br>fortalecimiento de la gobernabilidad              |     |
| Capítulo I  |     |
| Una agenda amplia para la reforma financiera internacional  |     |
| <i>José Antonio Ocampo</i> .....  | 25  |
| Capítulo II   |     |
| Basilea II y los países en desarrollo: diversificación y efectos<br>en la cartera                       |     |
| <i>Stephany Griffith-Jones, Miguel Segoviano y Stephen Spratt</i> .....                                 | 73  |
| Capítulo III  |     |
| Regulación de la cuenta de capitales y regulación prudencial<br>anticíclica en los países en desarrollo |     |
| <i>José Antonio Ocampo y María Luisa Chiappe</i> .....  | 103 |

|  |     |
|--|-----|
| Capítulo IV  |     |
| Reestructuración de la deuda: nuevas propuestas para viejos problemas                                |     |
| <i>José Luis Machinea</i> .....  | 143 |
| Segunda parte  |     |
| Aspectos regionales de la integración financiera:<br>el papel de los organismos regionales           |     |
| Capítulo V   |     |
| Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica                                       |     |
| <i>Manuel Agosin</i> .....   | 215 |
| Capítulo VI  |     |
| La banca multilateral de desarrollo en América Latina  |     |
| <i>Francisco Sagasti</i> .....   | 251 |
| Capítulo VII   |     |
| La banca multilateral y el financiamiento del desarrollo<br>en un contexto de volatilidad financiera |     |
| <i>Daniel Titelman</i> .....   | 321 |

## Resumen

La Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, celebrada en Monterrey entre el 18 y el 22 de marzo del 2002, marcó un hito en la historia de cooperación para el desarrollo de la comunidad internacional. En los preparativos de la Conferencia y durante su desarrollo, los 50 países representados por Jefes de Estado y los más de 200 representados por Ministros de Relaciones Exteriores recalcaron la importancia de la cooperación internacional y destacaron los nuevos desafíos que conlleva el cambio de la composición de las fuentes de financiamiento internacional, que han dejado de ser oficiales para ser mayoritariamente privadas.

En el presente trabajo se hace hincapié en la vulnerabilidad de las economías en desarrollo a la volatilidad de las fuentes privadas de financiamiento externo, acentuada por la incapacidad de sus frágiles sistemas financieros internos y de las débiles instituciones multilaterales de Bretton Woods para prevenir y administrar crisis financieras internacionales. En los artículos incluidos en este volumen se propone dar un fuerte impulso al rediseño de la arquitectura financiera internacional, así como a la búsqueda de ideas para llevarlo a la práctica.

Dados el espacio político en que se produjo este importante evento internacional y los esfuerzos realizados por las Naciones Unidas, los trabajos que componen este volumen se elaboraron en la CEPAL en ocasión de los preparativos de la Conferencia. En ellos se discuten aspectos del diseño de la arquitectura internacional global que debieran

tomarse en consideración en el plano institucional, de regulación y supervisión de los sectores financieros y balanzas de pagos y de políticas e instrumentos, para la rápida superación de crisis con la participación del sector privado. Asimismo, se subraya en el ámbito regional el progreso logrado en la región con la creación del Fondo Latinoamericano de Reservas, así como a través del papel cumplido por las instituciones regionales y subregionales de financiación para el desarrollo, tanto en cuanto al carácter contracíclico de su financiamiento como a su aporte a las prioridades del desarrollo. La CEPAL considera que el fortalecimiento de los eslabones regionales de la arquitectura financiera internacional puede ayudar a alcanzar bienes públicos globales como la estabilización y coordinación de las políticas macroeconómicas, dentro de los que deben desenvolverse los agentes financieros. Además, dicho fortalecimiento contribuye a que los países se desenvuelvan con un mayor sentido de pertenencia. En los diferentes trabajos se analizan los argumentos que justifican esta posición.

## **Abstract**

The International Conference on Financing for Development (Monterrey, 18-22 March 2002) constituted a landmark in the history of cooperation for development within the international community. During the preparations for the Conference and at the event itself, the importance of international cooperation was underscored by 50 countries represented by their Heads of State and more than 200 represented by Ministers of Foreign Affairs. The delegates also highlighted the challenges arising from new patterns in the sourcing of international financing, which had largely shifted from official to private agents.

This book pinpoints the developing economies' vulnerability to the volatile nature of privately sourced external financing. This susceptibility is aggravated by the fact that neither the countries' fragile domestic financial systems nor the weakened Bretton Woods multilateral institutions are capable of preventing or managing international financial crises. The papers compiled here strongly advocate the redesign of the international financial architecture and the quest for ideas to bring this about.

The papers brought together here were produced by the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) as part of preparations for the Conference on Financing for Development, in view of the policy framework within which the event took place and the efforts mobilized by the United Nations in this regard. They discuss design aspects of the international financial architecture, touching on institutions, the regulation and oversight of financial sectors, balance of payments, and policies and instruments to help to devise rapid solutions to crises, with

the engagement of the private sector. At the regional level, the papers also discuss the advances represented by the creation of the Latin American Reserve Fund and the role of regional and subregional development finance institutions in countercyclical financing and defining development priorities. ECLAC has argued that strengthening the regional links within the international financial architecture could yield global public goods -such as the stabilization and coordination of macroeconomic policies- that could form the backdrop to the activities of financial agents. Furthermore, stronger regional links would afford the countries a heightened sense of belonging. The papers in this collection explore the arguments supporting this position.

## Presentación

La Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, organizada por las Naciones Unidas en Monterrey, México, en el 2002, fue un punto singular en el debate de los últimos años acerca de la arquitectura financiera internacional. En este libro se presentan varios de los estudios desarrollados por la CEPAL como parte de las actividades preparatorias para esa conferencia.

En dichos estudios se analizan, desde perspectivas complementarias, el desarrollo institucional y los instrumentos de política necesarios para mejorar la gobernabilidad de la globalización financiera. En particular, se destaca la importancia de que las instituciones mundiales y regionales se complementen para garantizar un acceso fluido y estable de los países de América Latina y el Caribe al financiamiento internacional. En tal sentido, se examinan diversos instrumentos que permitirían reducir la volatilidad y el contagio que caracterizan a las corrientes financieras privadas y, por otra parte, algunos instrumentos regionales que posibilitarían una mejora de las condiciones en que los países enfrentan las turbulencias financieras internacionales.

En la primera parte del libro se incluyen cuatro artículos que abordan la dimensión internacional del problema. En ellos se analizan diversas medidas para afrontar la inestabilidad de las corrientes financieras internacionales y evitar el comportamiento procíclico de los movimientos de capitales o, al menos, reducir su impacto. Entre ellos se destacan las cláusulas de regulación prudencial de los sistemas financieros y de los movimientos de capitales, así como los mecanismos de provisión

de liquidez, y de prevención y administración de crisis financieras. Asimismo, se examinan alternativas para enfrentar y resolver los problemas de solvencia, a través de una reestructuración de la deuda que cuente con la participación de los acreedores privados.

La segunda parte comprende tres artículos, en los que se estudian las posibles vías para fortalecer el papel de las instituciones regionales en el financiamiento del desarrollo en América Latina y el Caribe. Con tal propósito se analiza la conveniencia de ampliar y dinamizar las funciones que ha venido cumpliendo el Fondo Latinoamericano de Reservas para proveer liquidez financiera. Además, se examina el papel de los bancos multilaterales de desarrollo que operan a nivel regional o subregional y han llevado a cabo experiencias exitosas de canalización de recursos financieros externos hacia la inversión productiva, generalmente con importantes efectos contracíclicos.

Consideramos que los artículos incluidos en este libro pueden aportar a la discusión en curso sobre el financiamiento del desarrollo.

**José Luis Machinea**  
Secretario Ejecutivo  
de la Comisión Económica para  
América Latina y el Caribe

## Prefacio

Uno de los principales desafíos de la economía mundial hoy es el de abordar las principales asimetrías que caracterizan el proceso de globalización. Estas asimetrías se refieren a la altísima concentración en los países desarrollados del progreso técnico; la mayor vulnerabilidad macroeconómica de los países en desarrollo; y el contraste entre la elevada movilidad de los capitales y la restricción de los desplazamientos internacionales de la mano de obra, especialmente la menos calificada.<sup>1</sup>

Si bien estas asimetrías están estrechamente relacionadas, el presente libro se concentra especialmente en la segunda de ellas, que está asociada a la mayor vulnerabilidad macroeconómica que enfrentan los países en desarrollo ante los choques externos. Esto es extremadamente relevante dado que esos países continúan experimentando severas restricciones financieras externas, que están estrechamente asociadas al comportamiento del financiamiento privado internacional. Esta asimetría se deriva de tres factores que se refuerzan entre sí.

Primero, la racionalidad con que los inversionistas privados destinan sus recursos a los países en desarrollo, especialmente a partir de la década de 1960, cuando estos países se integraron crecientemente a los mercados financieros globales privados.<sup>2</sup> Los agentes privados han

---

<sup>1</sup> Véase CEPAL, *Globalización y desarrollo: una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Santafé de Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, octubre de 2003, cap. 3.

<sup>2</sup> Pero principalmente como resultado de factores externos a los países en desarrollo: excesos de liquidez internacional, abandono de los sistemas de paridades fijas, crecimiento del ahorro institucional en los países desarrollados, y mejor administración de los riesgos gracias al desarrollo del mercado de derivados.

generado nuevas e importantes fuentes de financiamiento, las cuales se caracterizan por la volatilidad y el contagio. Esto se ha manifestado en un aumento de la inestabilidad real de las economías, a raíz de su necesidad de ajustarse a las restricciones macroeconómicas dominadas ahora por esos factores.<sup>3</sup>

Segundo, la fragilidad que exhiben los sistemas financieros de los países en desarrollo para reducir su exposición a los riesgos asociados a descálces de monedas y plazos. Esta resulta mayor en los países en desarrollo debido a cuatro aspectos que caracterizan la estructura de sus sistemas financieros: i) una alta proporción de sus pasivos representan deuda externa y están denominados en moneda extranjera; ii) sus mercados financieros son corto-placistas; iii) sus mercados secundarios son poco profundos; y iv) el tamaño de sus mercados financieros es muy pequeño como para compensar las presiones especulativas de los grandes inversionistas. Los agentes que tienen acceso al financiamiento externo (grandes empresas y el Estado) quedan vulnerables a los descálces de moneda; los otros agentes (pequeños y medianos empresarios) continúan enfrentando restricciones a la liquidez de largo plazo y descálces de plazos frente a sus necesidades de financiamiento. Por consiguiente, si bien los países en desarrollo no pueden prescindir del financiamiento externo, tampoco pueden hacer frente a su inestabilidad. En definitiva, los recursos financieros externos no han contribuido a completar los mercados financieros de largo plazo, que siguen dejando a muchos agentes sin acceso al financiamiento.

Tercero, la menor capacidad de los países en desarrollo para manejar su política macroeconómica. Ello se debe nuevamente a que las transacciones de capital internacional se realizan en moneda de los países desarrollados y el flujo de capitales hacia los países en desarrollo es procíclico, lo que permite a las autoridades de los países industrializados adoptar políticas anticíclicas y estabilizar sus mercados financieros. Los países en desarrollo, en cambio, no disponen en la práctica de esos márgenes, sus mercados financieros tienden a agudizar las variaciones del ciclo, y los agentes esperan que las autoridades muestren un comportamiento procíclico. En la práctica, han debido responder a los mercados globales adoptando políticas procíclicas, lo que muchas veces agudiza las crisis, alternando fases de “macroeconomía de bonanza” y

---

<sup>3</sup> Véase CEPAL, *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, segunda edición, Santafé de Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, noviembre de 2000, tomo I.

“macroeconomía de depresión”.<sup>4</sup> Cabe destacar que frente a las situaciones de crisis, los acuerdos macroeconómicos y financieros multilaterales han ofrecido sólo una ayuda coyuntural y parcial, sujeta a la adopción de medidas de austeridad. Estos acuerdos no han puesto un debido énfasis en las medidas preventivas que deberían adoptarse durante las épocas de auge.

América Latina ha sido muy vulnerable a estos factores. A comienzos de los años noventa, y coincidiendo con las reformas económicas liberales, la región experimentó un renovado pero volátil acceso a los flujos internacionales de capital privado.<sup>5</sup> Este se materializó no sólo en la forma de un mayor endeudamiento, contraído principalmente a través de la colocación de bonos, sino también de un masivo flujo de inversiones extranjeras directas. Algunas de estas nuevas fuentes de financiamiento fueron volátiles, como resultado de las decisiones de los inversionistas en respuesta a factores propios de las economías regionales y, en muchos casos, como consecuencia de eventos ocurridos en otros mercados internacionales.

Estas características del financiamiento privado hacia la región le han restado capacidad para otorgar estabilidad al segmento de largo plazo de sus mercados financieros. Como se explica más adelante, sus fuentes no sólo han sido volátiles, sino que se han distribuido muy desigualmente entre los países. Si bien aumentaron las fuentes estables, como la inversión extranjera directa (IED), otras, como las colocaciones de bonos, créditos bancarios y flujos de portafolio, resultaron altamente inestables (gráfico 1). Por su parte, los países de menor ingreso relativo<sup>6</sup> han visto más restringido su acceso a los flujos de capital privado y se han visto afectados, además, por la disminución de la asistencia oficial para el desarrollo (cuadro 1).

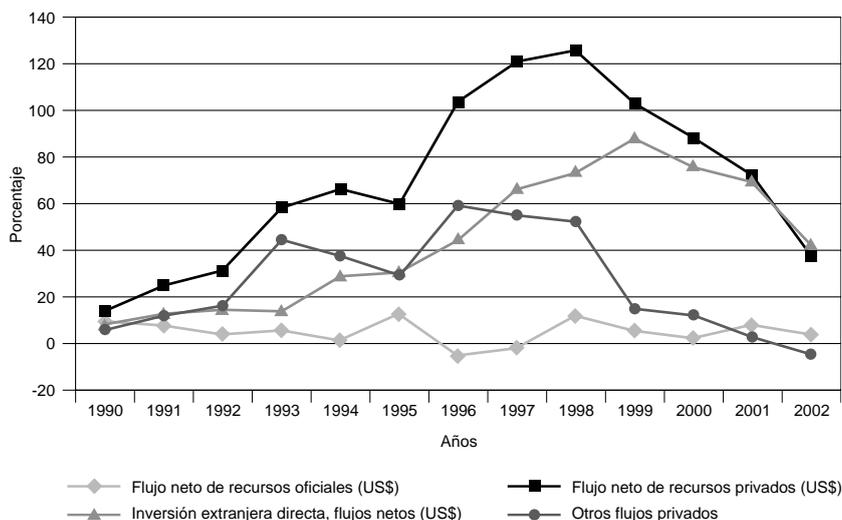
---

<sup>4</sup> Véase P. Krugman, “Depression economics returns”, *Foreign Affairs*, enero-febrero de 1999; CEPAL, *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, segunda edición, Santafé de Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, noviembre de 2000, tomo III, cap. 1; y *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Santafé de Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, septiembre de 2001.

<sup>5</sup> Los flujos de financiamiento externo neto a la región superaron los niveles de aquellos que bajo la forma de créditos bancarios desencadenaron (entre 1973 y 1981) la crisis de la deuda, y cuadruplicaron los recibidos durante la década perdida, 1982-1990.

<sup>6</sup> Entre los países de menores ingresos relativos figuran Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana; entre los países de ingreso relativo medio, se incluyen Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú; y entre los países de mayor ingreso relativo se encuentran Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 1  
AMÉRICA LATINA, 1990-2001: EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL



Cuadro 1  
AMÉRICA LATINA, 1990-2001: DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS NETOS DE RECURSOS POR GRUPOS DE PAÍSES  
(En millones de dólares y en porcentajes)

|                      | IED                     | Inversión de cartera | Bonos                | Créditos | PIB  | Población |
|----------------------|-------------------------|----------------------|----------------------|----------|------|-----------|
| Monto                | 43.545                  | 7.274                | 12.033               | 10.068   |      |           |
|                      | (en porcentajes)        |                      |                      |          |      |           |
| Grupo A <sup>a</sup> | 5,1                     | 0,2                  | 1,0                  | 2,5      | 4,7  | 14,2      |
| Grupo B <sup>b</sup> | 10,3                    | 4,7                  | 10,3                 | 9,7      | 9,1  | 15,4      |
| Grupo C <sup>c</sup> | 84,7                    | 95,1                 | 88,6                 | 87,8     | 86,2 | 70,4      |
|                      | Recursos multilaterales | Donaciones           | Recursos bilaterales | Otros    |      |           |
| Monto                | 3.745                   | 2.133                | -1.932               | -1.061   |      |           |
|                      | (en porcentajes)        |                      |                      |          |      |           |
| Grupo A              | 22,0                    | 68,0                 | 3,9                  | 7,6      | 4,7  | 14,2      |
| Grupo B              | 12,2                    | 21,9                 | 15,6                 | 6,9      | 9,1  | 15,4      |
| Grupo C              | 65,9                    | 10,1                 | 88,3                 | 85,6     | 86,2 | 70,4      |

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2002, Washington, D.C., 2002.

<sup>a</sup> En el grupo A figuran los países de menor ingreso relativo: Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana.

<sup>b</sup> En el grupo B se incluyen los países de ingreso relativo medio: Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú.

<sup>c</sup> En el grupo C figuran los países de ingresos relativos altos: Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

Los nuevos patrones de desarrollo de la región han tendido a subestimar los riesgos de descalce de monedas que provocan las nuevas fuentes del financiamiento privado. Por un lado, su abundancia, hasta la crisis asiática, dentro de contextos de apreciación cambiaria, facilitó en muchos casos el desarrollo de una estructura productiva altamente dependiente de insumos importados y pasivos externos. Por otro, su volatilidad hizo aumentar la vulnerabilidad financiera del sector interno tanto productivo como financiero.

Las lecciones aprendidas de la crisis de la deuda, desde fines de los años setenta y durante toda la década de los ochenta, no se asimilaron lo suficiente como para prevenir nuevas crisis. Durante los años noventa, éstas se generaron nuevamente debido a la dificultad que enfrentaban muchos países para manejar la política macroeconómica y financiera en forma aislada de los flujos internacionales de capitales privados.<sup>7</sup> Los excesivos gastos privados resultaron, a la postre, igualmente contra-productivos que los excesivos gastos públicos. Los principales problemas se manifestaron a partir de la segunda mitad de los años noventa y persistieron hasta los dos primeros años del nuevo milenio. Lo que se inició como una década de transformación y recuperación económica, sustentada en importantes flujos de financiamiento externo, ha derivado en nuevas crisis financieras, una sequía de recursos externos y registros económicos levemente superiores a los observados durante los años ochenta, período que la CEPAL llamó “la década perdida”.

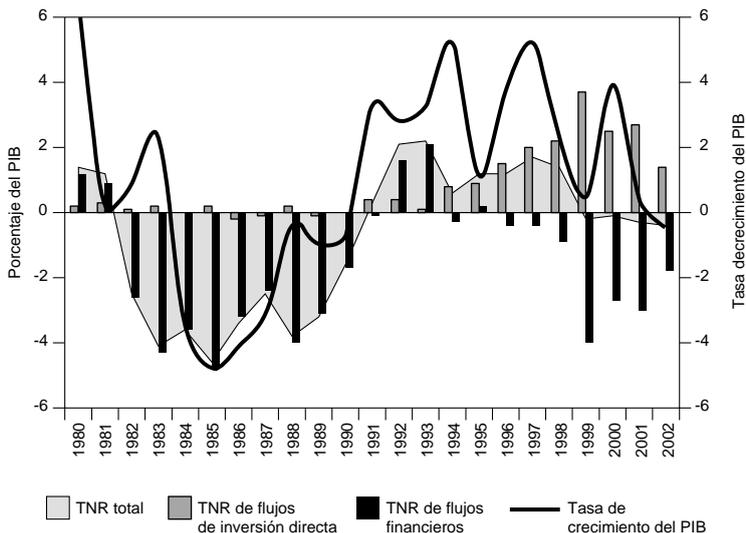
Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que el crecimiento económico ha sido muy sensible a la transferencia neta de recursos financieros, que ha tenido un ciclo de mediano plazo muy pronunciado. De esta forma, las políticas se ajustaron a la necesidad de absorber, primero, y transferir, posteriormente, recursos financieros al exterior y afectaron a través de descalces de monedas y plazos a los balances contables de las empresas e instituciones financieras. Estos ciclos financieros afectaron de diferente forma a los distintos países, lo que terminó por debilitar la dinámica del crecimiento económico en la región. En efecto, luego de algunos años de crecimiento relativamente estable, éste volvió a tornarse inestable y mediocre, observándose para todo el período 1990-2002 un ritmo de sólo un 2,6% promedio anual.

---

<sup>7</sup> El ciclo de financiamiento externo es particularmente acentuado en América Latina. En el período previo a la crisis de la deuda, el financiamiento externo neto hacia la región alcanzó el 44% del total destinado a los países en desarrollo. Este porcentaje se redujo a 20% durante la crisis de la deuda, pero aumentó nuevamente a 41% en el período comprendido entre fines de los años noventa e inicios del nuevo milenio.

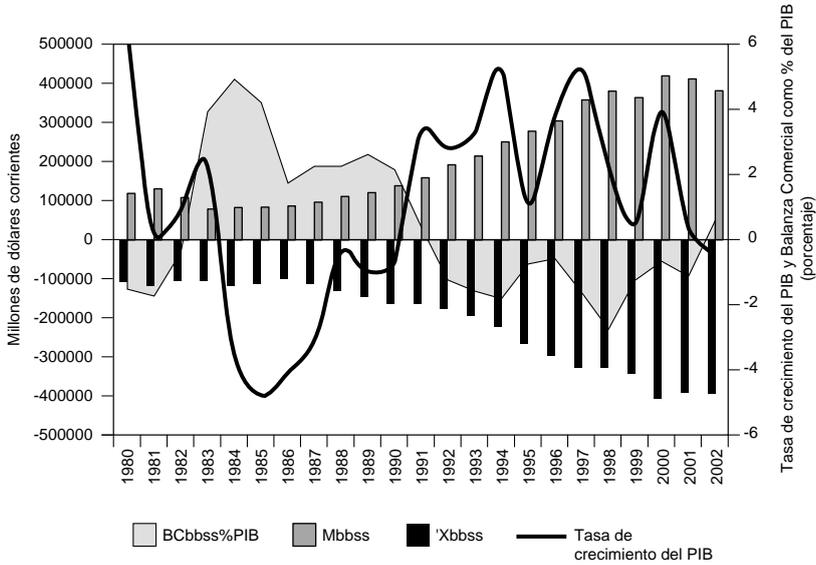
El gráfico 2 ilustra, para el promedio ponderado de América Latina, las características del ciclo de crecimiento regional. Los años iniciales muestran el importante crecimiento impulsado por el acceso al financiamiento externo bajo la forma de crédito bancario. En efecto, en la década de los setenta, la región creció a una tasa media anual de 5.5%, pero sobre la base de estructuras de gastos y precios relativos que sólo eran sostenibles con elevados déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Los primeros años de la década de los ochenta, en cambio, reflejan los efectos del aumento del riesgo crediticio y el consecuente ajuste de las economías a la reversión de la transferencia neta de recursos desde el exterior. Ello ocasionó una severa crisis financiera, que obligó a realizar un ajuste económico que significó un crecimiento del producto interno bruto (PIB) regional de apenas 1.2% anual durante todo el período. Luego, en los años noventa, se sucedieron ciclos breves de crecimiento interrumpidos por períodos de desaceleración o franca recesión, como resultado de la volatilidad experimentada por el renovado acceso a fuentes privadas de financiamiento global.

Gráfico 2  
AMÉRICA LATINA. TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS  
Y BALANCE COMERCIAL



(continúa)

Gráfico 2 (conclusión)



### Organización del volumen

Los artículos incluidos en este libro se ocupan de la gobernabilidad de la globalización financiera y, en particular, de la capacidad de sus instituciones para lidiar con la inestabilidad de los mercados financieros, reducir las enormes asimetrías que caracterizan el desarrollo financiero, y promover la autonomía de los países emergentes para definir sus políticas macroeconómicas.

El volumen está organizado en dos partes, en las cuales se analizan, respectivamente, los ámbitos global y regional de la gobernabilidad financiera. La primera parte revisa el ámbito global, sugiriendo ampliar el campo de acción de los organismos pertinentes más allá de la prevención y resolución de crisis financieras y abarcar también el apoyo a la construcción de los mercados financieros de los países en desarrollo, así como a su autonomía para definir sus políticas económicas y sociales. La segunda, propone fortalecer o crear nuevas instituciones para que se ocupen de los temas regionales y subregionales, definiendo en forma explícita sus áreas de operaciones tanto en materia de financiamiento del desarrollo como de estabilidad financiera.

Los artículos comprendidos en la primera parte destacan varios elementos de una agenda de la globalización, con miras a superar las debilidades de las instituciones financieras que la gobiernan. Asimismo, abordan temas relativos a la necesidad de mejorar la prevención y resolución de las crisis y de asegurar un acceso de los países en desarrollo en forma más permanente a fondos privados de largo plazo. Además, sugieren tener cautela en la determinación de las normas prudenciales de los acuerdos de Basilea, en especial sobre su potencial para aplicar políticas contracíclicas y/o asegurar un acceso más fluido a las fuentes de crédito. Examinan, además, la relación entre las normas prudenciales y la regulación de los flujos de capital -un tema que, aunque del resorte de las políticas nacionales, debería ser reconocido como elemento de la arquitectura financiera internacional.

La distinción entre políticas preventivas y de administración de crisis es reconocida por los autores como relativamente arbitraria. Sin embargo, estos sostienen que una buena administración de las crisis disminuye la probabilidad de que éstas ocurran, sobre todo, cuando se logra modificar el comportamiento de los agentes en la dirección deseada. En relación con las políticas orientadas a evitar las crisis los trabajos destacan, en el ámbito nacional, la importancia que han tenido las regulaciones prudenciales a los flujos de capital y su vínculo con el régimen cambiario, así como regulaciones prudenciales a los sistemas financieros nacionales que incluyan explícitamente elementos contracíclicos. En el ámbito internacional destacan los fondos de financiamiento de emergencia disponibles a nivel global, la necesidad de contar con mecanismo para suspender en forma ordenada el servicio de la deuda en situaciones críticas y la creación de instituciones financieras a nivel regional y subregional que fomenten la coordinación de las políticas macroeconómicas. Por su parte, se advierte que, para hacer frente a la excesiva concentración del financiamiento privado en unos pocos países, es conveniente que los bancos multilaterales desarrollen esquemas de garantías o cofinanciación, con el propósito de mejorar el acceso de todos los países en desarrollo a estas fuentes.

Los artículos contenidos en la segunda parte, se refieren principalmente a las formas de fortalecer la cooperación financiera regional para hacer frente a las crisis internacionales. Por otra parte, reconocen que en la región ya se cuenta con una red de instituciones capaces de fortalecer el sistema financiero en este aspecto; existen acuerdos de integración comercial en marcha, cuyo objetivo es diversificar la base exportadora; opera una amplia red de bancos de desarrollo, conformada por el Banco Interamericano de Desarrollo y los bancos subregionales, que constituyen la principal fuente de financiamiento multilateral de la región; existe el Fondo Latinoamericano de Reservas

(FLAR), que ha desempeñado una función destacada en la provisión de liquidez en la Comunidad Andina; y operan igualmente otras instancias de coordinación de políticas macroeconómicas.

No obstante, se plantea la creación de un fondo regional, en el que se amplíen y fortalezcan las funciones que en este sentido ha desempeñado el Fondo Latinoamericano de Reservas. Sus principales objetivos serían evitar la propagación de las crisis dentro de la región por el efecto de contagio y proveer financiamiento para choques externos transitorios. Sin embargo, el aporte más novedoso de dicho fondo sería su contribución a la armonización de las políticas macroeconómicas entre sus países miembros, condición indispensable para lograr una mayor estabilidad de los tipos de cambio reales involucrados y una integración más efectiva. Cabe hacer hincapié en que este Fondo debe ser complementario y no alternativo al Fondo Monetario Internacional.

Por otra parte, en los artículos se destaca el papel desempeñado por los bancos multilaterales de desarrollo en la canalización de recursos de largo plazo hacia los países en desarrollo. Se señala también que estos bancos tienen una cartera de proyectos muy diversificada en la región que refleja, por lo general, una tendencia a dar prioridad a proyectos sociales y de combate a la pobreza. En términos de costos y plazos, ofrecen condiciones más favorables que otras fuentes de financiamiento, lo que significa que valoran el riesgo de distintas maneras y pueden presentar muchas veces un comportamiento anticíclico, facilitando en particular financiamiento cuando los flujos privados de capital se contraen. Destacan también el aporte al financiamiento que dichas instituciones han proporcionado a sectores estratégicos, cuya rentabilidad económica no es suficientemente valorada por los agentes privados, así como el apoyo a las asociaciones público-privadas para llevar adelante inversiones en infraestructura. En este último sentido, se señala el potencial que tienen estas instituciones para perfeccionar esta última forma de cooperación financiera, mediante el mejor desarrollo de colaterales, garantías y acuerdos de cofinanciamiento. Finalmente, se destaca la relación privilegiada que tienen los organismos regionales y subregionales con los países latinoamericanos y caribeños miembros, que se refleja, a su vez, un fuerte sentido de pertenencia de los países a dichas instituciones.

**José Antonio Ocampo**  
Secretario General Adjunto  
para Asuntos Económicos  
y Sociales

**Andras Uthoff**  
Coordinador  
Unidad de Estudios  
Especiales CEPAL



Primera parte

**Aspectos globales  
de la gobernabilidad financiera:  
fortalecimiento de la gobernabilidad**



## Capítulo I

# Una agenda amplia para la reforma financiera internacional

José Antonio Ocampo

### Resumen

En este ensayo se sostiene que la agenda en torno a la reforma financiera internacional debería ampliarse por lo menos en dos sentidos. En primer lugar, debería extenderse más allá de la prevención y solución de crisis financieras, sobre las cuales se ha centrado la atención últimamente, para abarcar también los temas relativos al financiamiento del desarrollo, en especial de los países pobres y pequeños, y al “sentido de pertenencia” de las políticas macroeconómicas y de desarrollo por parte de los países que las adoptan. En segundo término, debería considerar sistemáticamente, no sólo el papel de las instituciones mundiales, sino también el de las regionales y la definición explícita de las áreas en que convendría preservar la autonomía nacional. Todos estos temas deberían plantearse en el contexto de un proceso de negociación representativo y equilibrado. Después de un análisis preliminar de la naturaleza de los problemas que enfrenta el sistema vigente y de algunos aspectos de la economía política, se examinan en forma sucesiva los siguientes temas: i) las reformas relativas a la prevención y solución de

crisis financieras; ii) el papel del financiamiento del desarrollo, incluidos su función anticíclica y el diseño de instrumentos financieros que faciliten la participación de los países en desarrollo en los mercados privados de capitales; iii) la necesidad de concertar un nuevo acuerdo internacional sobre los límites de la condicionalidad y el pleno reconocimiento del “sentido de pertenencia” de las políticas macroeconómicas y de desarrollo por parte de los países que las adoptan; iv) la contribución de las instituciones regionales y subregionales a la provisión de servicios en el área de las finanzas internacionales; y v) la necesidad de preservar la autonomía nacional en diversos campos, en particular en lo relativo a la regulación de la cuenta de capitales y la elección del régimen cambiario. En el artículo se afirma que las instituciones regionales y la autonomía nacional revisten particular importancia para los participantes menos influyentes en el ámbito internacional, que se beneficiarían notablemente de la competencia en los servicios que se les prestan y la conservación de la libertad de acción, en un contexto de provisión imperfecta de bienes públicos globales.

## I. Introducción

La fase de inestabilidad financiera que se inició en Asia en 1997 y se extendió a Rusia y a América Latina en 1998, generó un quiebre significativo en el financiamiento internacional para los países en desarrollo. El período de euforia que caracterizó a los mercados financieros durante la primera parte de la década de 1990 —en forma más precisa, hasta comienzos de 1997— fue sucedido por una etapa caracterizada por flujos de financiamiento negativos (salvo por la inversión extranjera directa), que se prolongó por más de un lustro. Esta situación generó la convicción de que se requiere una reforma profunda de la arquitectura financiera internacional, con el fin de prevenir y mejorar el manejo de las crisis financieras. En efecto, la crisis condujo al reconocimiento de que existe una enorme discrepancia entre un mercado financiero internacional cada vez más complejo y dinámico y las instituciones que lo regulan, y que “las instituciones actuales no son las adecuadas para enfrentar la globalización financiera” (Naciones Unidas, 1999, sección 1).

La crisis desencadenó respuestas positivas: un esfuerzo expansionista concertado en el momento más intenso de la crisis, durante la crisis rusa de 1998, liderado por los Estados Unidos, que evitó que la sucesión de colapsos financieros en el mundo en desarrollo derivara en una crisis financiera internacional; la aprobación de nuevas líneas de crédito y el incremento de los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI); la importancia otorgada a las políticas macroeconómicas

preventivas; el reconocimiento paralelo de que la liberalización financiera debe ser gradual y que debe adoptarse sólo en conjunto con un sistema de regulación y supervisión prudencial apropiado; el impulso otorgado a las actividades internacionales destinadas a establecer estándares mínimos de regulación y supervisión prudencial, así como de información a los mercados financieros; el reconocimiento de la necesidad de crear incentivos para inducir perfiles adecuados de endeudamiento de los países en desarrollo y del papel que en tal sentido pueden tener algunos instrumentos de regulación de la cuenta de capitales; la decisión de descartar la idea, que había sido aprobada en las reuniones anuales del FMI en 1997, de otorgar a dicho organismo un mandato en materia de convertibilidad de la cuenta de capitales; el reconocimiento de que ningún régimen cambiario es adecuado para todos los países en todas las circunstancias; la aceptación parcial, por parte del Fondo Monetario, de que la imposición de exigencias exageradas en el ámbito fiscal es inadecuada en los programas de ajuste; el perfeccionamiento de la Iniciativa para los países pobres muy endeudados; y la mayor importancia otorgada al diseño de redes apropiadas de protección social en los países en desarrollo.<sup>1</sup>

Otras respuestas fueron positivas, pero incompletas. Tal es el caso de la adopción de cláusulas de acción colectiva en las emisiones de títulos de deuda externa, sin su contrapartida en el diseño de mecanismos que faciliten la suspensión de pagos con anuencia internacional y la renegociación ordenada de la deuda ya contratada por parte de los países que enfrentan serios problemas de sobreendeudamiento. En algunos casos, las respuestas fueron insuficientes o abiertamente inadecuadas: la condicionalidad del FMI ha seguido siendo excesiva; no se ha prestado la debida atención a la necesidad de adoptar esquemas que permitan una mayor coherencia de las políticas macroeconómicas de los países industrializados; la propuesta japonesa de 1997 de crear un Fondo Monetario Asiático despertó una fuerte e inmerecida oposición (aunque más tarde, en el año 2000, se adoptó una variante de ella); en términos más generales, no se ha dado suficiente consideración al papel que pueden desempeñar las instituciones regionales en el establecimiento de un sistema financiero internacional más adecuado; y no se han tomado medidas encaminadas a dar la representación que les corresponde a los países en desarrollo en el debate sobre la reforma y en los procesos decisorios de los organismos financieros internacionales.

La capacidad de las medidas adoptadas en 1998 para evitar una crisis financiera internacional de carácter global dio paso a una actitud de

---

<sup>1</sup> En relación con algunos de estos temas, véanse los informes periódicos del Director Gerente del FMI al Comité Monetario y Financiero Internacional.

complacencia que, con el tiempo, terminó por frenar el proceso de reforma, pese a que los flujos financieros hacia el mundo en desarrollo continuaron siendo negativos. Este último hecho justifica entonces la posibilidad de ampliar la agenda y dar inicio a un proceso de negociaciones más representativo y equilibrado, que tome como punto de partida el “Consenso de Monterrey”, aprobado en la Conferencia Internacional de Financiación para el Desarrollo celebrada en marzo de 2002 (Naciones Unidas, 2002). Esta ampliación de la agenda debería darse al menos en dos sentidos: en primer lugar, extendiéndola fuera del ámbito de la prevención y solución de crisis financieras, es decir, de lo que podría definirse como la arquitectura financiera en un sentido “restringido” (Ocampo, 2002), para incluir temas tales como el financiamiento del desarrollo y el “sentido de pertenencia” de las políticas macroeconómicas y de desarrollo por parte de los países que las adoptan; en segundo término, tomando en consideración en forma sistemática no sólo el papel de las instituciones de carácter mundial, sino también de las regionales y de aquellas áreas en que debería mantenerse explícitamente la autonomía nacional.<sup>2</sup>

Estos son los temas en que se centra este artículo. A modo de marco de referencia, en la sección siguiente se presenta una breve reflexión sobre la naturaleza de los problemas que enfrenta el sistema y la economía política del proceso de reforma. A continuación, se analizan la prevención y el manejo de las crisis, el financiamiento del desarrollo, la controversia en torno al tema de la condicionalidad, la función de las instituciones regionales, y las áreas en que convendría mantener la autonomía nacional.<sup>2</sup> En la última sección se presentan algunas conclusiones.

## **II. Naturaleza de los problemas que enfrenta el sistema**

En los años noventa, los flujos internacionales de capital dirigidos a los países en desarrollo tuvieron cuatro características sobresalientes.<sup>3</sup> En primer lugar, los flujos de capital oficial y privado mostraron tendencias divergentes: mientras los primeros tendieron a disminuir, las corrientes de capital privado experimentaron un fuerte incremento, el cual se revirtió, como ya se ha señalado, a raíz de la crisis asiática. En segundo término, los distintos tipos de flujos de capital privado presentaron diferencias notorias

---

<sup>2</sup> Para una evaluación reciente del proceso de reforma en este sentido amplio, véase Griffith-Jones y Ocampo (2003).

<sup>3</sup> Véase UNCTAD (1999), Banco Mundial (2000) y CEPAL (2003, cap. 2), en los que se presenta un completo análisis de estas tendencias.

en términos de su estabilidad. En tercer lugar, los flujos privados se concentraron en los países de ingreso medio, sin que dicha tendencia fuera compensada por el papel redistributivo que tuvieron los flujos oficiales de recursos. Por último, la inestabilidad de los flujos privados de capital impuso la necesidad de diseñar importantes programas de rescate, de magnitudes sin precedentes, que concentraron los recursos en unas pocas economías “emergentes” de gran tamaño.

En el cuadro 1.1 se ilustran las dos primeras tendencias. Tanto la inversión extranjera directa (IED) como los flujos financieros privados de toda índole experimentaron un notable crecimiento (en el último caso, hasta 1996), pero presentaron una gran heterogeneidad en términos de estabilidad: mientras la IED se mantuvo relativamente invariable durante la crisis asiática, y sólo se redujo como resultado de la fuerte desaceleración mundial experimentada durante los primeros años del siglo XXI, los flujos financieros privados mostraron una marcada volatilidad y fuertes efectos de “contagio”. Estos problemas se vieron reflejados no sólo en periódicas sequías en el mercado financiero, que ocasionaron una gran inestabilidad de los flujos a partir de la crisis asiática, sino especialmente en los flujos netos negativos experimentados desde 1997 y en el deterioro paralelo de las condiciones crediticias (márgenes, plazos y opciones especiales para reducir el riesgo de los inversionistas).<sup>4</sup>

En contraste con el dinamismo de los flujos privados, el financiamiento oficial para el desarrollo y, sobre todo, su principal componente, la asistencia bilateral, no se ha expandido. De hecho, la asistencia bilateral se redujo del 0.35% del PIB de los países industrializados a mediados de los años ochenta a 0.22% en 1998-2000, es decir, apenas un tercio de la meta del 0.7% del PIB de los países industrializados acordada en el seno de las Naciones Unidas, aunque ha mostrado una tendencia ascendente a partir de los compromisos derivados de la Conferencia de Monterrey celebrada en marzo de 2002 (Naciones Unidas, 2003). La disminución de la asistencia bilateral ha sido más notoria en el caso de los países industrializados más grandes, pero ha sido compensada, en parte, en términos de transferencia efectiva de recursos, por la creciente participación de las donaciones en la ayuda bilateral.

---

<sup>4</sup> Esta situación fue reconocida por el Comité Monetario y Financiero Internacional, en septiembre del 2000, cuando señaló que “los flujos se mantienen todavía por debajo de los niveles anteriores a la crisis, con márgenes mayores y una volatilidad persistente, y en el caso de las economías con mercados emergentes, el acceso sigue siendo muy restringido” (Comité Monetario y Financiero Internacional, 2000).

La tercera tendencia se ilustra en el cuadro 1.2. Los flujos privados se han concentrado en los países de ingreso medio. La proporción de financiamiento privado destinado a países de ingresos bajos ha sido inferior, no sólo a su participación en la población total de los países en desarrollo, lo cual es esperable, sino también al PIB de dichos países. Esta situación es particularmente marcada en el caso de las emisiones de bonos, de la concesión de préstamos de la banca comercial y de los flujos de capital accionario, si se exceptúa a la India en este último caso. En todos estos casos, el financiamiento de origen privado a los países pobres es mínimo. La proporción de IED captada por los países de ingresos bajos también es inferior a su contribución al PIB de los países en desarrollo. Otra característica destacada de la IED es su notable concentración en China, país que, por el contrario, recibe una proporción relativamente baja de flujos financieros. Debido a la alta concentración de los flujos más volátiles en los países de ingreso medio, con la excepción de China, la volatilidad de los flujos de capital y los fenómenos de contagio han sido particularmente importantes para ellos.

Por consiguiente, los países de ingresos bajos han quedado al margen de los flujos privados y han seguido dependiendo de las fuentes oficiales de recursos. De hecho, han sido muy dependientes de la asistencia oficial para el desarrollo. Si se excluye a la India, la ayuda bilateral es el único componente de los flujos netos de recursos destinados a los países en desarrollo que se concentra en los países de ingresos bajos. Estos países también tienen una notoria participación en el financiamiento multilateral, con la excepción de los recursos que aporta el Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 1.1  
FLUJO NETO DE RECURSOS A LARGO PLAZO HACIA LOS PAÍSES  
EN DESARROLLO, 1992-2002  
(Miles de millones de dólares)

|                                   | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997   | 1998  | 1999   | 2000   | 2001  | 2002 <sup>a</sup> |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------------------|
| Flujos privados                   | 117.6 | 121.5 | 141.1 | 157.0 | 227.9 | 75.7   | 53.4  | 96.0   | 51.1   | 38.8  | 85.9              |
| Inversión directa                 | 31.1  | 47.7  | 72.6  | 82.0  | 105.4 | 136.0  | 148.8 | 156.8  | 149.0  | 170.5 | 139.2             |
| Inversión portafolio <sup>b</sup> | 50.6  | 54.4  | 94.4  | 34.2  | 92.0  | 48.5   | 1.7   | 41.4   | 12.1   | -38.5 | -36.6             |
| Otras inversiones <sup>c</sup>    | 35.9  | 19.0  | -25.5 | 40.8  | 30.4  | -108.8 | -97.1 | -102.2 | -110.1 | -93.2 | -16.7             |
| Flujos oficiales                  | 22.0  | 48.8  | 16.6  | 34.3  | -7.6  | 56.3   | 83.0  | 14.0   | -3.8   | 3.8   | 25.8              |
| Total                             | 139.6 | 170.3 | 157.7 | 191.3 | 220.3 | 132.0  | 136.4 | 110.0  | 47.3   | 77.6  | 111.7             |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook Database*, D.C., abril de 2003.

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

<sup>b</sup> Incluye deuda de cartera e inversión en acciones.

<sup>c</sup> Incluye préstamos bancarios de corto y largo plazo. Puede incluir algunos flujos oficiales debido a limitaciones en los datos.

Cuadro 1.2  
**FLUJO NETO DE RECURSOS, 1992-2001**  
*(Promedios anuales, en miles de millones de dólares y porcentajes)*

|                                 | Inversión extranjera directa          |            | Flujo de capital accionario             |            | Préstamos de bancos comerciales y otros |            | Bonos |            | Financiamiento multilateral (excepto del FMI) |            |
|---------------------------------|---------------------------------------|------------|---|------------|---|------------|-------|------------|---|------------|
|                                 | Monto                                 | Porcentaje | Monto                                   | Porcentaje | Monto                                   | Porcentaje | Monto | Porcentaje | Monto   | Porcentaje |
| Países en desarrollo            | 129.3                                 | 100.0      | 24.1                                    | 100.0      | 18.1                                    | 100.0      | 27.8  | 100.0      | 14.8  | 100.0      |
| Excepto China                   | 93.5                                  | 72.3       | 18.5                                    | 77.0       | 16.2                                    | 89.7       | 26.7  | 96.0       | 12.8  | 86.5       |
| Países de bajos ingresos        | 11.2                                  | 8.7        | 2.2                                     | 9.1        | -0.6                                    | -3.4       | 1.7   | 6.0        | 6.2   | 41.7       |
| India                           | 2.0                                   | 1.6        | 2.0                                     | 8.4        | 0.1                                     | 0.8        | 1.1   | 3.8        | 0.9   | 6.2        |
| Otros                           | 9.2                                   | 7.1        | 0.2                                     | 0.7        | -0.8                                    | -4.2       | 0.6   | 2.2        | 5.3   | 35.5       |
| China <sup>a</sup>              | 35.8                                  | 27.7       | 5.5                                     | 23.0       | 1.9                                     | 10.3       | 1.1   | 4.0        | 2.0   | 13.5       |
| Países de ingreso medio         | 82.2                                  | 63.6       | 16.3                                    | 67.9       | 16.9                                    | 93.2       | 25.1  | 90.1       | 6.6   | 44.8       |
| Argentina                       | 7.9                                   | 6.1        | -0.2                                    | -0.7       | 0.4                                     | 2.1        | 5.0   | 18.0       | 1.3   | 8.9        |
| Brasil                          | 15.8                                  | 12.2       | 3.6                                     | 14.8       | 4.8                                     | 26.5       | 2.6   | 9.4        | 0.9   | 6.0        |
| Federación Rusa                 | 2.1                                   | 1.7        | 0.5                                     | 2.0        | 1.1                                     | 6.2        | 3.5   | 12.6       | 0.7   | 4.7        |
| Indonesia                       | 1.0                                   | 0.8        | -0.1                                    | -0.6       | -0.8                                    | -4.5       | 0.5   | 1.7        | 0.4   | 2.8        |
| México                          | 11.5                                  | 8.9        | 3.0                                     | 12.4       | 2.6                                     | 14.4       | 4.8   | 17.4       | 0.2   | 1.5        |
| República de Corea <sup>b</sup> | 3.6                                   | 2.8        | 6.3                                     | 26.3       | -2.4                                    | -13.2      | 1.4   | 5.2        | 0.8   | 5.6        |
| Otros                           | 40.3                                  | 31.2       | 3.3                                     | 13.6       | 11.2                                    | 61.6       | 7.2   | 25.9       | 2.3   | 15.3       |
|                                 | Donaciones y financiamiento bilateral |            | Total Flujos netos de Total largo plazo |            | Flujos netos de corto plazo             |            | Total |            | Memo:   |            |
|                                 | Monto                                 | Porcentaje | Monto                                   | Porcentaje | Monto                                   | Porcentaje | Monto | Porcentaje | PIB   | Población  |
| Países en desarrollo            | 29.3                                  | 100.0      | 243.4                                   | 100.0      | 6.6                                     | 100.0      | 250.0 | 100.0      | 100.0   | 100.0      |
| Excepto China                   | 27.4                                  | 93.5       | 195.2                                   | 80.2       | 6.2                                     | 93.7       | 201.4 | 80.6       | 85.6  | 74.8       |
| Países de bajos ingresos        | 16.6                                  | 56.7       | 37.3                                    | 15.3       | 0.3                                     | 4.4        | 37.6  | 15.0       | 16.6  | 46.5       |
| India                           | 0.2                                   | 0.8        | 6.4                                     | 2.6        | -0.4                                    | -6.3       | 6.0   | 2.4        | 6.8   | 19.8       |
| Otros                           | 16.4                                  | 55.9       | 30.9                                    | 12.7       | 0.7                                     | 10.6       | 31.6  | 12.6       | 9.8   | 26.7       |
| China <sup>a</sup>              | 1.9                                   | 6.5        | 48.2                                    | 19.8       | 0.4                                     | 6.3        | 48.6  | 19.4       | 14.4  | 25.2       |
| Países de ingreso medio         | 10.8                                  | 36.8       | 157.9                                   | 64.9       | 5.9                                     | 89.4       | 163.8 | 65.5       | 69.0  | 28.3       |
| Argentina                       | -0.4                                  | -1.5       | 14.0                                    | 5.7        | 1.6                                     | 23.9       | 5.6   | 6.2        | 4.8   | 0.7        |
| Brasil                          | -1.0                                  | -3.4       | 26.7                                    | 11.0       | -2.2                                    | -33.1      | 24.5  | 9.8        | 11.0  | 3.4        |
| Federación Rusa                 | 1.1                                   | 3.8        | 7.0                                     | 2.9        | 0.0                                     | 0.6        | 7.1   | 2.8        | 6.1   | 3.0        |
| Indonesia                       | 1.5                                   | 5.1        | 0.0                                     | 0.0        | 0.8                                     | 11.7       | 0.8   | 0.3        | 3.0   | 4.1        |
| México                          | -0.7                                  | -2.5       | 20.0                                    | 8.2        | -0.4                                    | -5.9       | 19.6  | 7.9        | 7.8   | 1.9        |
| República de Corea <sup>b</sup> | 0.4                                   | 1.3        | 13.6                                    | 5.6        | 4.8                                     | 73.0       | 18.4  | 7.4        | 7.5   | 0.9        |
| Otros                           | 9.9                                   | 33.8       | 76.6                                    | 31.5       | 1.3                                     | 19.2       | 77.8  | 31.1       | 28.7  | 14.3       |

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2003*, versión en CD-ROM y World Development Indicators (versión en línea, octubre de 2003). (para datos de PIB y población).

<sup>a</sup> El Banco Mundial consideraba China como un país de ingreso medio.

<sup>b</sup> El Banco Mundial lo considera como un país de altos ingresos, pero el *Global Development Finance 2003* lo incluye como un país de ingreso medio.

La volatilidad de los flujos financieros privados, por una parte, y su fuerte concentración en los países de ingreso medio, por otra, han generado la necesidad de financiamiento excepcional, que se ha concentrado en unas pocas economías "emergentes". Como consecuencia de ello, el financiamiento del Fondo Monetario ha mostrado una marcada trayectoria anticíclica en relación con los flujos privados, pero se ha

concentrado en un escaso número de grandes prestatarios.<sup>5</sup> Como se observa en el gráfico 1.1, ambas tendencias están estrechamente relacionadas, ya que el endeudamiento cíclico de unos pocos países es el principal factor determinante del patrón cíclico general. De hecho, en los datos sobre financiamiento reciente del Fondo Monetario, la provisión de fondos de emergencia a grandes receptores está subestimada, debido a que no se incluyen las contribuciones bilaterales a los programas de rescate de algunos países grandes.<sup>6</sup>

Sin embargo, en un sentido estricto, no se observa que los grandes prestatarios hayan desplazado a los pequeños, dado que el financiamiento total del Fondo Monetario ha respondido con elasticidad a la demanda de los primeros, en tanto que el destinado a otros países de ingresos bajos y medios ha aumentado cuando dichos países han requerido apoyo adicional de balanza de pagos. Eso es lo que sucedió tanto en la década de 1980 como a partir de la crisis asiática. De todos modos, el financiamiento del FMI y el financiamiento bilateral de contrapartida para hacer frente a emergencias han complementado el suministro de fondos privados a lo largo del ciclo económico. Dada la alta concentración de flujos privados de capital de origen privado en países de ingreso medio, también se ha concentrado notablemente el financiamiento oficial para situaciones de emergencia. En un contexto de notable escasez de recursos oficiales para países de ingresos bajos, esto despierta una gran inquietud con respecto a la lógica global que rige la distribución de los flujos mundiales de capital, incluidos los oficiales. Ciertamente, lleva a cuestionar si la respuesta de la comunidad internacional está sesgada en favor de los países en desarrollo más grandes.

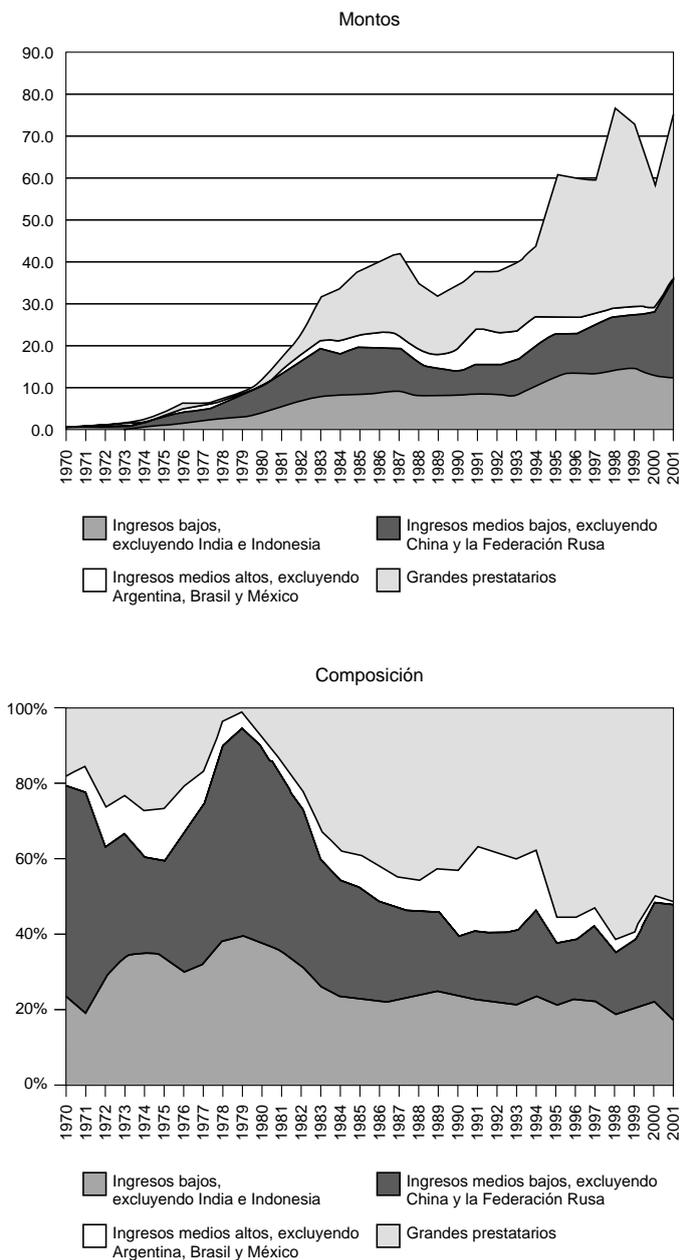
De esta manera, además de la volatilidad y el contagio que muestran los flujos de capital privado, temas que han acaparado la atención en los debates de los últimos años, hay otros problemas de igual o mayor importancia, en particular la marginalización de los países más pobres de los flujos de capital privado y la escasa dinámica de la asistencia bilateral, de la que en gran medida dependen. Por lo tanto, la reforma financiera internacional debería centrarse también en la creación de condiciones que permitan dar solución a todos estos problemas. Además, el excesivo endeudamiento de muchos países en desarrollo, tanto de ingresos bajos como medios, sigue limitando notablemente sus posibilidades de desarrollo.

---

<sup>5</sup> Este grupo está integrado por Argentina, Brasil, China, la Federación de Rusia, Indonesia, India, México y la República de Corea.

<sup>6</sup> Brasil, la Federación de Rusia, Indonesia, México, la República de Corea y Tailandia, en particular. Sin embargo, cabe hacer hincapié en que los préstamos bilaterales comprometidos suelen desembolsarse en proporciones menores que los fondos multilaterales aportados a los programas de rescate.

Gráfico 1.1  
FINANCIAMIENTO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators, 2003*, versión en CD-ROM.

### **III. Prevención y solución de crisis financieras**

#### **A. Perfeccionamiento del marco institucional para el funcionamiento de los mercados financieros**

Los temas relacionados con la prevención y solución de crisis financieras han sido objeto de gran atención en los debates de los últimos años.<sup>7</sup> En tal sentido, existe un consenso amplio en torno a la necesidad de mejorar el marco institucional en el que operan los mercados financieros, es decir de reforzar la regulación y supervisión prudencial y las prácticas contables de los sistemas financieros en todo el mundo; adoptar estándares internacionales mínimos en estas áreas; contar con códigos de conducta relativos a la política fiscal, monetaria y financiera, y principios adecuados de gobernabilidad empresarial; y perfeccionar la información que se suministra a los agentes de los mercados financieros. Desde el punto de vista de los países industrializados, las áreas de acción más importantes son la imposición de normas más estrictas de regulación y supervisión de las instituciones y transacciones con un alto grado de apalancamiento (aquellas relacionadas con los derivados financieros) y de controles sobre los centros extraterritoriales, así como la regulación de los riesgos vinculados a operaciones con países con una deuda neta elevada, sobre todo de corto plazo, a fin de desalentar el financiamiento altamente riesgoso en su fuente. Al respecto, cabe señalar que, pese al reconocimiento de la importancia del fortalecimiento de las normas aplicables a las instituciones con alto grado de apalancamiento, sólo se han adoptado medidas tímidas sobre la materia, orientadas a incidir sólo indirectamente sobre sus operaciones.

En el caso de las economías prestatarias, las autoridades regulatorias deberían prestar mayor atención a los riesgos que supone la acelerada expansión del crédito, así como la acumulación de deudas de corto plazo en divisas, los descalces de monedas entre activos y pasivos, y la valoración de los activos fijos utilizados como garantía de los créditos en episodios de inflación del precio de los activos. Más importante aún es que las autoridades tomen debidamente en cuenta los vínculos existentes entre los riesgos financieros de los países y la variación de los instrumentos más importantes de política macroeconómica, en particular

---

<sup>7</sup> Véanse, entre otros, Camdessus (2000), FMI (1998 y 1999), Comité Provisional del FMI (1998), UNCTAD (1998 y 2001), Naciones Unidas (1999), CEPAL (2001), Grupo de los Siete (1998), Miyazawa (1998), Rubin (1999), Summers (1999), Fischer (1999), Akyüz y Cornford (1999), Eatwell y Taylor (2000), Eichengreen (1999), Griffith-Jones (1998), Griffith-Jones y Ocampo (1999 y 2003), Kenen (2001), Ocampo (1999 y 2002), White (2000), Wyplosz (1999), y los informes periódicos del Director Gerente del Fondo Monetario al Comité Monetario y Financiero Internacional sobre reforma de la arquitectura financiera internacional.

el tipo de cambio y las tasas de interés. Esto indica que las normas prudenciales deberían ser más estrictas en los países en desarrollo, en los que dichos vínculos son más fuertes, y que deberían reforzarse en períodos de euforia financiera, dados los riesgos crecientes a los que están expuestos los intermediarios financieros. También deben tomar en cuenta las importantes externalidades que pueden generar el endeudamiento directo de las empresas no financieras de gran tamaño. Estos temas se analizan detenidamente en la sección VII.<sup>8</sup>

No obstante, aún subsisten importantes discrepancias con respecto a las normas específicas que se deben adoptar para manejar todos estos temas. En primer lugar, no hay consenso sobre el tipo de instituciones a las que se debería asignar funciones más amplias en estos campos. Es indudable que el Banco de Pagos Internacionales y el Comité de Basilea deberían actuar como líderes, pero esto exigiría que estas instituciones contaran con la participación de un número mayor de países en desarrollo. También convendría considerar la propuesta más ambiciosa de crear una autoridad financiera mundial, que concentrara las funciones regulatorias que hoy en día tienen el Comité de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación Internacional de Inspectores de Seguros (Eatwell y Taylor, 2000).

En segundo término, la falta de una adecuada representación de los países en desarrollo en la definición de todo tipo de estándares y códigos de conducta internacionales es una deficiencia esencial del sistema vigente,<sup>9</sup> que ciertamente no fue superada con la creación del Grupo de los 20. Ello contradice el principio fundamental formulado por G. K. Helleiner (2002), derivado del viejo lema relativo a la tributación, según el cual no debe haber armonización regulatoria sin representación. Asimismo, la falta de representación hace más difícil la necesaria adaptación de las normas a las condiciones existentes en los países en desarrollo (Ahluwalia, 1999).

En tercer lugar, aunque el objetivo esencial de la regulación y la supervisión prudencial es que los intermediarios financieros tomen más conciencia de los riesgos a los que se exponen, la conveniencia de desalentar a las entidades privadas a realizar actividades riesgosas tiene límites evidentes. En particular, la imposición de regulaciones prudenciales más estrictas en los países en desarrollo eleva el costo de la intermediación financiera interna, lo que estimula un mayor endeudamiento externo directo, que tiende a estar sujeto hoy en día a menores grados de regulación.

---

<sup>8</sup> Véase también el artículo de Ocampo y Chiappe que se incluye en este libro.

<sup>9</sup> El Gobernador del Banco Central de China ha señalado esto en forma enfática, al afirmar que "debe ponerse fin al monopolio que ejercen en la expedición de reglas en el campo financiero internacional unos pocos países desarrollados" (Dai, 2000).

En cuarto lugar, hay algunas discrepancias en cuanto a las ventajas relativas de la regulación y supervisión prudencial en comparación con el uso de otros instrumentos en áreas claves. Como se indica en la sección VII, uno de los temas más importantes que se plantean en este contexto es el relativo a la regulación de la cuenta de capitales. Además, en vista de sus limitaciones, hay profundas diferencias de opinión sobre qué se puede esperar de una regulación y supervisión prudencial más estrictas. Las regulaciones suelen ir a la zaga de las innovaciones financieras, los supervisores pueden enfrentar serios problemas de información y los efectos financieros de fenómenos macroeconómicos pueden afectar considerablemente incluso a sistemas financieros bien regulados.<sup>10</sup>

Por último, la regulación y supervisión prudencial de carácter tradicional suelen tener efectos macroeconómicos procíclicos, ya que no frenan el crecimiento del crédito durante los períodos de auge y aceleran la restricción crediticia durante las crisis, cuando quedan en evidencia los riesgos excesivos que se han asumido previamente; este comportamiento puede acentuar, en lugar de mitigar, los riesgos crediticios a lo largo del ciclo económico.

No menos importantes son las dudas que se plantean en torno a qué se puede esperar de una mejor información. De hecho, aunque una mejor información realza la eficiencia microeconómica, es posible que no tenga efectos positivos sobre la estabilidad macroeconómica, que depende mucho más de la evolución de las opiniones y expectativas que de la información, en el sentido estricto del término (es decir, de información factual). La tendencia a considerar que las opiniones y expectativas son sinónimo de información es una de las confusiones más comunes que se encuentran en la literatura reciente sobre la materia. Los agentes bien informados (entre otros, las agencias calificadoras de riesgo y los inversionistas institucionales) también están sujetos a variaciones caprichosas de las opiniones y expectativas, hecho que explica su incapacidad para estabilizar los mercados y por qué, en determinadas circunstancias, pueden incluso acrecentar dicha inestabilidad.<sup>11</sup> Utilizando la terminología actual, lo que caracteriza la inestabilidad financiera desde el punto de vista macroeconómico no son tanto las “cascadas de información” como las “cascadas de opiniones y expectativas”, es decir la sucesión de episodios de contagio de optimismo y pesimismo a lo largo

---

<sup>10</sup> Argentina es el caso más destacado de un país en el cual una buena regulación prudencial resultó insuficiente frente a los riesgos del sistema financiero que tenían un origen estrictamente macroeconómico.

<sup>11</sup> Con respecto a las agencias calificadoras de riesgo, véase Larraín, Reisen y von Maltzan (1997) y Reisen (2003) y con respecto a los efectos desestabilizadores que puede tener el cambio de expectativas de los agentes que el mercado considera bien informados, véase Calvo (1998).

del ciclo económico. Ni siquiera el mejor sistema de información podría corregir esta “falla del mercado”, dado que la volatilidad de las expectativas está asociada a “información” sobre el futuro, que nunca estará disponible.<sup>12</sup>

En torno al tema de la transparencia, conviene hacer dos anotaciones finales. En primer lugar existe una asimetría en la aplicación del criterio de transparencia, pues se ha puesto más énfasis en la transparencia de las instituciones públicas que de las instituciones del sector privado, hecho que ha sido criticado enérgicamente por los países en desarrollo (Grupo de los 24, 1999a). Los escándalos financieros ocurridos en los países industrializados en los últimos años han comenzado a quebrar parcialmente esta asimetría. En segundo lugar se ha originado un debate sobre la conveniencia o inconveniencia de dar a conocer públicamente los informes de supervisión del Fondo Monetario Internacional, pues en este caso se contraponen las virtudes de la información y la transparencia con el valor del Fondo como un “asesor confiable y confidencial”.<sup>13</sup>

## **B. Políticas macroeconómicas coherentes a nivel mundial**

El consenso sobre la necesidad de reforzar el marco institucional en el que operan los mercados financieros no se ha visto complementado por un reconocimiento igualmente generalizado de la importancia de los mecanismos que garanticen la coherencia de las políticas macroeconómicas a nivel mundial, es decir que permitan internalizar las externalidades que generan las políticas macroeconómicas de los países de mayor tamaño sobre el resto del mundo.<sup>14</sup> El Grupo de los 24 y varios analistas han insistido en una de las manifestaciones particulares de este problema: el elevado costo que tienen para los países en desarrollo las fluctuaciones de las principales monedas mundiales.<sup>15</sup>

La coherencia entre las políticas macroeconómicas es fundamental, tanto en períodos de auge como de crisis, pero la necesidad de fortalecer

---

<sup>12</sup> Véase Ocampo (2002), donde se presenta un análisis más detallado al respecto. El concepto del “curso de belleza” desarrollado por Keynes es mucho más adecuado para analizar la volatilidad de las expectativas, como se afirma categóricamente en Eatwell (1996) y Eatwell y Taylor (2000).

<sup>13</sup> Véase, al respecto, Grupo de los 24 (1999b) y FMI (1999).

<sup>14</sup> Al respecto, conviene tener presente la insistencia del Grupo de los 24 (2000b) en la “necesidad imperiosa de realzar la coordinación, la coherencia y el refuerzo mutuo de las políticas macroeconómicas y estructurales de las tres economías de mayor magnitud, a fin de reducir los riesgos y las incertidumbres en la economía mundial” y el hecho de que el tema no se mencione en los informes periódicos del FMI sobre la arquitectura financiera internacional.

<sup>15</sup> Véase Grupo de los 24 (1999b y 2000a). En relación con algunas opiniones discrepantes sobre el tema, véase Council on Foreign Relations (1999).

las débiles estructuras actuales adquiere particular relevancia en los primeros, cuando las autoridades nacionales perciben la supervisión del Fondo Monetario como un ejercicio académico, los mecanismos de consulta parecen menos necesarios y la “disciplina del mercado” tiene efectos perversos, ya que no impide la toma de riesgos excesivos por parte del sector privado, ni la adopción de políticas nacionales procíclicas. En efecto, el hecho de que las instituciones actuales, tanto nacionales como internacionales, otorguen mayor importancia a las crisis que a las fases de auge es una deficiencia grave, porque le resta peso al rol preventivo que deberían desempeñar. Obviamente, la adopción de medidas expansionistas concertadas en períodos de crisis también es fundamental. Como se afirma en la introducción de este artículo, estas medidas evitaron que la sucesión de colapsos financieros en el mundo en desarrollo en 1997-1998 se tradujera en una crisis financiera internacional. Aunque la política macroeconómica de los principales países industrializados ha sido expansionista a partir de la desaceleración mundial que se desencadenó en el año 2001, la falta de una mejor coordinación macroeconómica entre dichos países ha generado una excesiva dependencia de las medidas expansionistas adoptadas por los Estados Unidos. Esto se ha traducido en nuevos desequilibrios que pueden, en el futuro, afectar a la economía mundial: los elevados déficit comercial y fiscal de los Estados Unidos y su impacto sobre los tipos de cambio del dólar.

La falta de una representación adecuada de los países en desarrollo en los principales órganos financieros constituye otra de las deficiencias de la estructura actual, que queda en evidencia en la composición del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI y del Comité de Desarrollo del Banco Mundial. Esta falta adecuada de representación fue reconocida en la Conferencia de Monterrey sobre Financiación para el Desarrollo y ha dado lugar a algunas iniciativas para corregir, al menos parcialmente, el problema. Dado el mayor equilibrio que presenta la Organización de las Naciones Unidas en cuanto a la representación de países desarrollados y en desarrollo, esta institución también podría ejercer un rol más activo en la esfera normativa, ya sea por intermedio del Consejo Económico y Social o, como lo han propuesto varios analistas y gobiernos, de un Consejo de Seguridad Económica y Social.

### **C. Financiamiento de emergencia**

La provisión de un mayor volumen de fondos de emergencia en períodos de crisis es el tercer pilar de un sistema capaz de prevenir y manejar crisis financieras. Este concepto podría definirse como el principio del “prestamista de emergencia”, para distinguirlo del papel de “prestamistas de última instancia” que cumplen los bancos centrales a

nivel nacional, que se diferencia del desempeñado por el Fondo Monetario Internacional en varios sentidos. Específicamente, el Fondo provee financiamiento excepcional, pero no liquidez, ya que la disponibilidad de los recursos durante las crisis no es automática.<sup>16</sup> Los problemas de “riesgo moral” que genera este financiamiento, dado que incentiva tanto a los deudores como a los acreedores a asumir riesgos excesivos, plantean la necesidad de definir reglas de acceso a los recursos para los prestatarios y de contar con mecanismos apropiados de renegociación de deudas, que garanticen una participación adecuada de los prestamistas privados en los costos de ajuste.

Las crisis de los últimos años nos han dejado varias lecciones en este campo, entre las cuales cabe destacar las siguientes: i) como medida preventiva, es deseable recurrir a las líneas de crédito de contingencia que otorga el sector privado, pero dicho financiamiento será necesariamente limitado y puede generar controversias entre acreedores y deudores cuando dichos recursos se utilizan efectivamente, tal como se refleja en las pocas experiencias existentes; ii) aunque es necesario contar con un gran volumen de fondos oficiales para hacer frente a las crisis, no es necesario desembolsarlos en su totalidad si los programas de apoyo permiten restablecer rápidamente la confianza del mercado; iii) los fondos deben proporcionarse antes de que las reservas internacionales desciendan a un nivel crítico, no después de que esto ocurra; y iv) debido a los importantes efectos de contagio, es probable que incluso países que no presentan desequilibrios requieran financiamiento extraordinario. De estas enseñanzas, por lo menos las dos últimas se apartan significativamente del enfoque tradicional del Fondo Monetario, basado en el principio según el cual dicho organismo debe apoyar a los países que enfrentan desequilibrios fundamentales de la balanza de pagos cuando éstos se hacen evidentes.

En este ámbito se han adoptado medidas positivas durante los últimos años, como el incremento de los recursos del Fondo mediante el aumento de las cuotas y la suscripción de nuevos acuerdos para la obtención de préstamos (*new arrangements to borrow*), que entraron en vigor a fines de 1998, en virtud de los cuales sus principales países miembros están dispuestos a otorgarle préstamos durante los períodos de fuerte demanda de recursos del FMI; la apertura del servicio de complementación de reservas, en diciembre de 1997, para responder a las necesidades excepcionales de préstamos en casos de crisis, y la creación de

---

<sup>16</sup> Esta importante distinción ha sido hecha por Helleiner (1999) y Eatwell y Taylor (2000). Mohammed (1999) presenta un análisis más detallado del tema y de su relación con el acceso del Fondo Monetario Internacional a recursos adecuados para financiar los créditos de emergencia.

líneas de crédito contingente en abril de 1999, con el fin de proporcionar financiamiento a países sin desequilibrios fundamentales, pero que sufren efectos de contagio. Sin embargo, cabe señalar que, a diferencia del servicio de complementación de reservas, al cual se ha recurrido en varias ocasiones, la línea de crédito contingente no se utilizó durante los más de cuatro años de existencia, pese a que fue rediseñada en septiembre de 2000 para facilitar su uso. Por esta razón, fue eliminada en noviembre de 2003.

Las principales controversias sobre el papel del FMI como “prestamista de emergencia” han girado en torno a cuán adecuado es el financiamiento del FMI, la condicionalidad impuesta por dicho organismo para tener acceso a dichos recursos y los términos financieros correspondientes. En cuanto a las contribuciones al Fondo Monetario Internacional, aún complementadas por las líneas de crédito a las cuales tiene acceso el Fondo, éstas seguirán siendo escasas durante los períodos de crisis. Esto plantea importantes problemas, ya que los programas de rescate podrían no tener los efectos estabilizadores esperados si los mercados consideran que las autoridades involucradas (el Fondo Monetario y las fuentes de asistencia bilateral) no están en condiciones de proporcionar el volumen de fondos requerido o no están dispuestas a hacerlo. Para superar la falta de recursos del Fondo, la solución óptima sería autorizar nuevas emisiones de derechos especiales de giro durante episodios de crisis económicas a escala mundial; si no se desea crear liquidez permanente, dichos fondos podrían eliminarse una vez que se normalizara la situación.<sup>17</sup> Este procedimiento introduciría un elemento anticíclico en el manejo de la liquidez mundial y otorgaría a los derechos especiales de giro un papel más amplio en el ámbito de las finanzas mundiales, principio que los países en desarrollo han defendido tradicionalmente. Algunas alternativas, ciertamente subóptimas, serían recurrir con más frecuencia a operaciones *swap* entre los bancos centrales, bajo la dirección del Fondo Monetario o del Banco de Pagos Internacionales, o autorizar al FMI a recabar los fondos necesarios en el mercado.

En la sección V se analizan los problemas asociados a la condicionalidad. A las consideraciones que ahí se plantean, convendría agregar un análisis de la relación entre la condicionalidad y otras disposiciones crediticias. Al respecto, en los últimos años se ha comenzado a aplicar una política en la cual la condicionalidad se combina con

---

<sup>17</sup> Véanse sobre este tema Naciones Unidas (1999), Council on Foreign Relations (1999), Ocampo (1999), Grupo de los 24 (2000b), Meltzer y otros (2000) y Camdessus (2000). Conviene resaltar que esta propuesta es complementaria de la idea de ampliar la asignación de derechos especiales de giro para reducir los efectos redistributivos que genera la acumulación de reservas a nivel mundial, que favorece a los países que emiten monedas de reserva. Véase, al respecto, Griffith-Jones y Ocampo (2003).

condiciones financieras más estrictas para el acceso a recursos excepcionales (plazos más cortos de vencimiento y tasas de interés más altas), y más cercanas, en teoría, a las condiciones de mercado. Esta política se adoptó en septiembre de 2000 como un principio general aplicable al financiamiento del FMI y se ha hecho efectiva en los nuevos servicios crediticios de dicho organismo (el servicio de complementación de reservas y la fallida línea de crédito contingente). Ello ha eliminado el carácter de “cooperativa de crédito” que ha tenido tradicionalmente el Fondo, pero no refleja, en todo caso, las “condiciones del mercado”. Cabe recordar, al respecto, que los criterios clásicos formulados por Bagehot sobre la concesión de préstamos de última instancia de los bancos centrales se basan en el financiamiento de corto plazo a tasas de interés punitivas, pero sobre la base de que dicho financiamiento es incondicional e ilimitado o, en términos más precisos, limitado solamente por la disponibilidad de garantías. Por lo tanto, a diferencia de las prácticas actuales del Fondo, los criterios de Bagehot suponen que las condiciones crediticias más onerosas son un *sustituto* y no un complemento de la condicionalidad.

Las propuestas más drásticas planteadas en este campo apuntan a la adopción de líneas de crédito de corto plazo con tasas de interés punitivas, pero con menor condicionalidad.<sup>18</sup> Estas alternativas también son discutibles. En primer lugar, se contradicen con uno de los criterios de Bagehot, el de financiamiento ilimitado. De hecho, en estas propuestas generalmente se sugiere que los montos de financiamiento sean más restringidos que aquellos que proporcionan las nuevas líneas de crédito del FMI. Por otra parte, en algunas de las propuestas se mantiene la condicionalidad, e incluso se incluyen condiciones no impuestas tradicionalmente por el Fondo para la provisión de financiamiento.<sup>19</sup> Además, uno de los supuestos fundamentales de estas propuestas es que las crisis recientes han sido severas pero breves,<sup>20</sup> lo que, como se sostiene en la sección II, no concuerda con la experiencia del mundo en desarrollo a partir de la crisis asiática. Más importante aún es el hecho de que las características de las últimas crisis, incluida su duración, no están desvinculadas de la respuesta de la comunidad internacional, según se refleja en paquetes de rescate más amplios y de desembolso más rápido

---

<sup>18</sup> Véase, en particular, Meltzer y otros. (2000). Véase también Council on Foreign Relations (1999) donde se plantean algunas ideas en este sentido.

<sup>19</sup> Meltzer y otros (2000) sostienen que se debería exigir a los países prestatarios estabilidad fiscal, la aplicación de regulaciones prudenciales mínimas, información transparente sobre la deuda y su estructura, y apertura a la inversión extranjera en el sector financiero. Este último elemento no se incluye en las disposiciones vigentes sobre condicionalidad ni en otras propuestas sobre provisión de financiamiento por parte del FMI.

<sup>20</sup> Council on Foreign Relations (1999, cap. III).

que en el pasado. En el caso de la crisis de 1997-1998 también obedeció, como se ha dicho, a la respuesta macroeconómica rápida y concertada de los países industrializados.

La fallida línea de crédito contingente, establecida para hacer frente a situaciones de contagio, planteó nuevas inquietudes. Basándose en los criterios tradicionales de los “préstamos de última instancia”, diversos analistas sostuvieron que una línea de crédito de este tipo debería haber tenido condiciones crediticias más onerosas pero su concesión debería haber sido automática, siempre que el país cumpliera los requisitos para su utilización. A pesar de su rediseño, la línea de crédito contingente no cumplió los criterios señalados. De hecho, aunque el proceso de “activación” permitió un acceso más automático y una supervisión menos intensa, la revisión posterior a la activación le otorgaba el mismo carácter del financiamiento tradicional del Fondo sujeto a condicionalidad. Por su parte, la posible adopción de señales previas que hubiesen permitido acceder automáticamente a dicha línea de crédito, hubiese transformado al Fondo Monetario, en la práctica, en una agencia calificadora de riesgo, lo que podría haber generado efectos fuertemente desestabilizadores sobre los países que vieran reducida su calificación.

Este análisis demuestra lo difícil que es para una institución que no actúa como un verdadero “prestamista de última instancia”, sino como “prestamista de emergencia”, lograr una combinación adecuada de condicionalidad, financiamiento limitado y condiciones crediticias adecuadas. Para superar estas dificultades sería necesario combinar: i) un financiamiento inicial adecuado para estabilizar los mercados; ii) un rápido proceso de examen en períodos de crisis y, sobre todo, de fuerte contagio, sin establecer requisitos previos que pudiesen ser interpretados por los mercados como calificaciones de riesgo; y iii) una menor condicionalidad en general, particularmente en el caso de líneas de crédito sujetas a condiciones crediticias más onerosas.<sup>21</sup>

#### **D. Suspensión de pagos y renegociaciones ordenadas de la deuda externa**

La suspensión de pagos y las renegociaciones ordenadas de la deuda externa son esenciales para evitar los problemas de coordinación implícitos en episodios de fuga caótica de capitales, garantizar una distribución equitativa de los costos entre los prestamistas privados y evitar los problemas de “riesgo moral” que pueden derivarse del

---

<sup>21</sup> Ahluwalia (1999) contiene consideraciones interesantes en esta línea de análisis.

financiamiento de emergencia. Las principales propuestas en este campo han provenido de la UNCTAD (1998 y 2001) y, más recientemente, del Fondo Monetario Internacional, que en el año 2001 propuso la adopción de un mecanismo de este tipo controlado por dicho organismo (Krueger, 2001 y 2002). Sin embargo, su diseño enfrenta, dificultades prácticas, asociadas a la necesidad de lograr un equilibrio entre los principios generales, que deben orientar las expectativas del mercado, y la flexibilidad operacional, que exige tratar cada caso individualmente.<sup>22</sup>

Debido a los efectos que podría tener el uso de este tipo de mecanismos sobre su calificación de riesgo y, por ende, su acceso a los mercados privados de capitales, es poco probable que los países prestatarios abusen de ellos. Sin embargo, para evitar problemas de “riesgo moral” por parte de estos últimos, tendrían que estar sujetos a un control internacional, que podría consistir en someter las suspensiones unilaterales de pagos a una autoridad internacional, cuya aprobación les daría legitimidad (UNCTAD, 1998, parte I, cap. 4; Naciones Unidas, 1999). Si bien la autoridad correspondiente podría ser el propio Fondo Monetario Internacional, existen dos fuertes razones para oponerse a esta alternativa: i) el carácter de acreedor del Fondo, que hace que otros acreedores no lo visualicen como parte desinteresada, y ii) su naturaleza de institución política, sujeta, en particular, a la presión de sus grandes accionistas (Herman, 2003). Por lo tanto, resulta indispensable crear un nuevo organismo o diseñar esquemas institucionales que garanticen la independencia del órgano que se establezca dentro del FMI para actuar en este frente de las presiones políticas a las cuales está sujeto este organismo. Otra alternativa a la creación de una autoridad internacional podría ser la formulación previa de reglas en virtud de las cuales el servicio de la deuda se suspendería o reduciría automáticamente en caso de producirse ciertas perturbaciones macroeconómicas; este tipo de reglas ya se han incluido en algunos acuerdos de renegociación de deudas e incluso en algunas emisiones de bonos soberanos. Sin embargo, su diseño no es simple y tampoco resuelve todas las contingencias posibles.

Por otra parte, una vez suspendido el servicio de la deuda, se deberían aplicar cuatro reglas básicas a las negociaciones correspondientes.<sup>23</sup> La primera de ellas es que es el mecanismo que se diseñe debe estimular el financiamiento adicional de los acreedores (*bailing in*) durante las crisis, dando prioridad a los préstamos otorgados a los países durante el período de vigencia de la suspensión de pagos y en una etapa

---

<sup>22</sup> Véanse, al respecto, Comité Monetario y Financiero Internacional (2000), FMI (1999), Köhler (2000), Boorman y Allen (2000) y Fischer (1999).

<sup>23</sup> Véanse también las consideraciones sobre este tema en el artículo de José Luis Machinea que se incluye en este libro.

posterior de “normalización” de los flujos de capital. En segundo término, la política de concesión de préstamos a países con atrasos hacia sus acreedores privados que aplica el FMI debería continuar, siempre que los países se muestren dispuestos a entablar negociaciones voluntarias con los acreedores. En tercer lugar, las renegociaciones de deudas realizadas en este marco deberían atenerse a plazos estrictamente definidos, que una vez vencidos facultarán a la autoridad internacional designada para actuar en calidad de mediador y eventualmente de árbitro. Por otra parte, una de las mayores deficiencias de las negociaciones voluntarias estriba en que éstas pueden prolongarse excesivamente o tornarse repetitivas, como aconteció en América Latina en los años ochenta. Además, un régimen de esta naturaleza puede tener un sesgo en contra de los países más pequeños, que cuentan con menor poder de negociación. Por último, para evitar las renegociaciones reiteradas, aparte de la porción que se condone o se renegocie en condiciones muy favorables, el servicio de la deuda restante debería depender de condiciones macroeconómicas contingentes que determinen la capacidad de pago del país deudor (evolución de los términos del intercambio, normalización de la concesión de préstamos voluntarios, crecimiento económico, entre otras).

La idea de crear un mecanismo de renegociación de la deuda externa en el marco del Fondo Monetario Internacional fue rechazada por el Comité Monetario y Financiero Internacional a comienzos del año 2003. Si bien esta decisión estuvo determinada en gran medida por el cambio en la posición de los Estados Unidos —que primero apoyó este mecanismo y luego lo rechazó—, la oposición también provino de los agentes financieros privados que no aceptan este tipo de mecanismos (Institute of International Finance, 2002), así como del temor de los países en desarrollo frente a los eventuales efectos que podría tener sobre las condiciones de acceso a los mercados privados de capital (Grupo de los 24, 2002). Dado este rechazo, el FMI comenzó a incentivar a los países en desarrollo para emitir títulos de deuda externa con cláusulas de acción colectiva, que faciliten la negociación con los acreedores en caso de una futura suspensión de pagos. Aunque estas cláusulas se han venido utilizando cada vez más, sin que existan indicaciones de mayores márgenes de riesgo para dichos títulos, sería conveniente que *todos* los países prestatarios las adopten —tal como se exige con respecto a las emisiones de bonos en el Reino Unido—, a fin de evitar que se conviertan en una nueva forma de segmentación de los mercados internacionales de capitales en contra de los países en desarrollo. Los integrantes del Grupo de los Siete deberían, por lo tanto, liderar este proceso, tal como lo propusieron en octubre de 1998 (Grupo de los Siete, 1998). Por otra parte, es evidente que este enfoque “contractual” no sustituye la necesidad de crear un mecanismo institucional más amplio con miras a facilitar la reestructuración de las

deudas soberanas, contribuir en la interpretación de los acuerdos contractuales, solucionar las controversias correspondientes, supervisar las votaciones (Krueger, 2002) y, eventualmente, llevar a cabo labores de mediación o arbitraje (CEPAL, 2001).

Por último, cabe señalar que la participación del sector privado en la solución de crisis, ya sea a través de las cláusulas de acción colectiva o de un mecanismo ampliado de reestructuración de las deudas soberanas, debería considerarse como *complemento* y no como sustituto ni requisito previo para la provisión de financiamiento de emergencia por parte del Fondo Monetario Internacional. Ello implica que si el Fondo recibiera eventualmente el mandato para operar en esta área, podría asesorar a los países sobre la conveniencia de la suspensión de pagos, pero no tendría la facultad para obligar a los países deudores a acogerse a ella bajo la amenaza de suspender su propio financiamiento. La adopción de un sistema alternativo acentuaría notablemente la inestabilidad de los mercados y “solucionaría” los problemas de riesgo moral en la forma más negativa posible, mediante el aumento de los márgenes de riesgo o una drástica reducción del financiamiento a los países en desarrollo. En realidad, la experiencia ha mostrado que la gran mayoría de los países ha reembolsado con normalidad los cuantiosos paquetes de rescate recibidos en la década de 1990. Ello podría indicar que muchos de las dificultades que enfrentaron las economías emergentes y que hicieron necesaria la concesión de financiamiento de emergencia en gran escala obedecieron más bien a problemas de iliquidez que de solvencia, hecho que justifica el aumento, y no la reducción, del financiamiento de emergencia. Asimismo, demuestra que, dado el carácter de acreedor privilegiado que tiene el Fondo, los riesgos de dicho financiamiento recaen más sobre los residentes del país deudor o sobre los acreedores privados, que sobre el Fondo y sus accionistas.

La definición de normas internacionales sobre regulación de la cuenta de capitales y regímenes cambiarios no se incluye en esta sección, debido a que, según se argumenta en la sección VII, éstas deben ser áreas en las cuales los países en desarrollo deben mantener plena autonomía.

#### **IV. Financiamiento para el desarrollo**

Tal como se señala en la sección II, los problemas más graves que afectan a los países de ingresos bajos están relacionados con la necesidad de asegurar un financiamiento adecuado para el desarrollo, a través de la asistencia bilateral y de préstamos multilaterales, así como de crear mecanismos que les permitan participar más activamente en los mercados privados de capitales. Dada la magnitud relativa del financiamiento

destinado a dichos países (véase el cuadro 1.2), la reversión de la tendencia a la disminución de los flujos de asistencia oficial para el desarrollo, sobre todo de los provenientes de las economías industrializadas de mayor tamaño, es, sin lugar a dudas, el elemento más importante.

Los compromisos adquiridos por los países industrializados en la Cumbre de Monterrey han permitido revertir la tendencia negativa experimentada por la asistencia oficial para el desarrollo desde mediados de la década de los ochenta (Naciones Unidas, 2003). En cualquier caso, dichos compromisos representan apenas una cuarta parte de los 50 000 millones de dólares necesarios, de acuerdo con las Naciones Unidas (y estimativos similares del Banco Mundial), para reducir la pobreza extrema a la mitad en el año 2015 y cumplir, así, la meta establecida en la Cumbre del Milenio. Por otra parte, aún si se cumplen estos compromisos, los recursos de asistencia oficial para el desarrollo permanecerían por debajo de la meta del 0.7% del PIB de los países industrializados.

Los principios que deben guiar la asistencia oficial para el desarrollo han sido objeto de una serie de debates en los últimos años. Los lineamientos aprobados por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) en 1996 representaron un avance importante en este campo (OCDE/CAD, 1996). Por su parte, el Consenso de Monterrey (Naciones Unidas, 2002) contiene una serie de acuerdos que sintetizan de manera clara los debates internacionales recientes al respecto. Estos acuerdos parten del reconocimiento de que la asociación para el desarrollo entre los países donantes y receptores debe estar basada en un fuerte “sentido de pertenencia” (*ownership*) de las estrategias de desarrollo por parte de los países receptores y su focalización en la lucha contra la pobreza (párrafo 40 del Consenso). Basado en estos principios, el Consenso incluye compromisos sobre la armonización de procedimientos operacionales, a fin de reducir los costos de las transacciones y hacer más flexibles los desembolsos de la asistencia oficial; la conveniencia de desatar la ayuda; el diseño de mecanismos presupuestarios, de compras oficiales y otros para aumentar la capacidad de absorción de los países receptores y la efectividad de la ayuda; el uso creciente de recursos de asistencia técnica locales; la utilización de la asistencia oficial con miras a movilizar recursos financieros adicionales; y la cooperación entre países en desarrollo (párrafo 43). Cabe señalar, sin embargo, que muchos de estos objetivos han estado en la agenda internacional por mucho tiempo (por ejemplo, la necesidad de desatar la ayuda y acrecentar la cooperación Sur-Sur), pero sólo se han logrado resultados modestos. Por consiguiente, será necesario supervisar el cumplimiento de estos compromisos en el marco del proceso de seguimiento de la Conferencia a fin de garantizar avances significativos en estos campos.

A diferencia de la importancia atribuida a la asistencia oficial para el desarrollo, el papel de los bancos multilaterales de desarrollo ha sido objeto de menor atención en los debates recientes.<sup>24</sup> La experiencia reciente indica, sin embargo, que el papel de estos organismos continuará siendo esencial por lo menos en cuatro áreas: i) la canalización de fondos a los países de bajos ingresos; ii) la corrección de las fallas del mercado vinculadas a los excesivos márgenes de riesgos que establecen los mercados, que pueden terminar por excluir del financiamiento de largo plazo a los países de ingresos medios con una calificación crediticia insuficiente; iii) la compensación anticíclica de las fluctuaciones del financiamiento proveniente del mercado privado de capitales; y iv) la facilitación del acceso de los países en desarrollo a nuevas formas de financiamiento privado. A éstas habría que sumar el “valor agregado” tradicional de los bancos multilaterales, es decir, la asistencia técnica vinculada al otorgamiento de préstamos. Por otra parte, en diversos informes se sostiene que estos organismos deben desempeñar un papel importante en la provisión de bienes públicos globales,<sup>25</sup> pero ello no justifica la existencia de los bancos multilaterales de desarrollo como tales, sino de organizaciones internacionales de todo tipo. De hecho, puede argumentarse que en el caso de los bancos multilaterales de desarrollo ésta es una función secundaria.

La primera de estas funciones ha recibido un respaldo general en los debates recientes. La segunda y tercera funciones destacan el papel que seguirá desempeñando la banca multilateral para los países de ingreso medio. Las tasas de interés más altas y los plazos de vencimiento mucho más cortos del financiamiento privado en los años noventa, incluso en el caso de los países de ingreso medio, indican que, por lo general, el sector privado tiende a sobrestimar los riesgos de prestar a estos países (cuadro 1.3). Esto es

---

<sup>24</sup> Los informes de la Universidad de Sussex (2000) y de la Comisión dirigida por Gurría y Volker (2001) proporcionan una visión positiva del papel de estos organismos. Por el contrario, Meltzer y otros. (2000) han propuesto eliminar el financiamiento de estos organismos a los países de ingreso medio, concentrando, por lo tanto, sus actividades en los países de ingresos bajos. La respuesta oficial del gobierno de los Estados Unidos a este último informe (Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 2000) defendió el papel de los bancos multilaterales, aún en relación con los países de ingreso medio, debido al acceso inestable de estos países a los mercados privados de capitales, tema que se aborda en detalle en Gurría y Volker (2001). Gilbert, Powell y Vines (1999) argumentan, en forma similar a lo planteado en el trabajo de Meltzer y otros (2000), que no existen fallas de mercado que justifiquen la concesión de préstamos de los bancos multilaterales a los países de ingreso medio, pero justifican dichos créditos como mecanismos para mejorar la cartera de tales organismos y así hacer viable el financiamiento a los países más pobres.

<sup>25</sup> Véanse Gilbert, Powell y Vines (1999) y Universidad de Sussex (2000). En el primero de estos estudios se argumenta que el Banco Mundial tiene una especie de “monopolio natural” para la provisión de uno de tales bienes públicos, los análisis de las dimensiones económicas del desarrollo. Sin embargo, este punto de vista es discutible.

particularmente cierto durante los períodos de crisis, cuando el financiamiento privado tiende a reducirse y hacerse más oneroso. Estas fallas del mercado justifican, por lo tanto, el apoyo financiero de los bancos multilaterales de desarrollo hacia los países de ingreso medio, con un sesgo claramente anticíclico.

Cuadro 1.3  
CONDICIONES DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS A LOS PAÍSES EN DESARROLLO  
(en promedio)

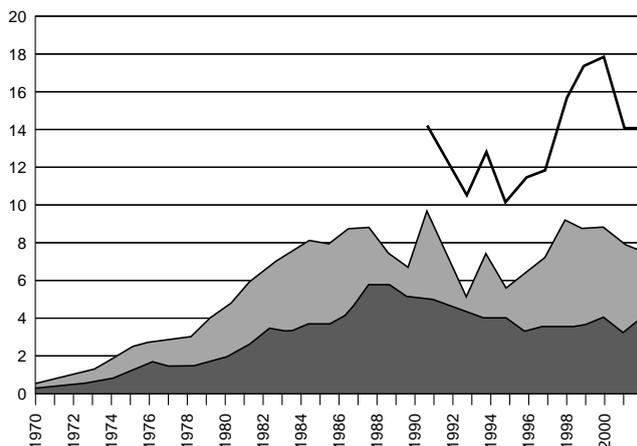
|                                  | 1991-1999 | 1998-2000 |
|----------------------------------|-----------|-----------|
| Vencimiento promedio (años)      |           |           |
| Préstamos oficiales              |           |           |
| a todos los países en desarrollo | 21.2      | 18.6      |
| Categorías de ingreso            |           |           |
| Bajos ingresos                   | 28.1      | 27.3      |
| Ingreso medio                    | 18.0      | 15.6      |
| Préstamos privados               |           |           |
| a todos los países en desarrollo | 9.2       | 10.4      |
| Categorías de ingreso            |           |           |
| Bajos ingresos                   | 10.0      | 7.1       |
| Ingreso medio                    | 9.1       | 10.6      |
| Interés promedio (porcentaje)    |           |           |
| Préstamos oficiales              |           |           |
| a todos los países en desarrollo | 5.2       | 5.1       |
| Categorías de ingreso            |           |           |
| Bajos ingresos                   | 3.6       | 3.1       |
| Ingreso medio                    | 5.9       | 5.8       |
| Préstamos privados               |           |           |
| a todos los países en desarrollo | 6.8       | 8.0       |
| Categorías de ingresos           |           |           |
| Bajos ingresos                   | 6.7       | 8.0       |
| Ingreso medio                    | 6.9       | 8.1       |

Fuente: CEPAL, sobre datos del Banco Mundial, *Global Development Finance*, 2002, Washington D.C., Mayo 2002, versión CD/ROM.

El papel anticíclico que desempeña el financiamiento de los bancos multilaterales de desarrollo se percibe claramente en la evolución de los créditos otorgados por dichos organismos desde los años ochenta (véase, al respecto, el gráfico 1.2). Cabe destacar, sin embargo, que la provisión anticíclica de fondos no debe confundirse con el financiamiento de emergencia para la balanza de pagos, que es esencialmente una función del Fondo Monetario Internacional. En particular, la función de los bancos multilaterales debe estar orientada fundamentalmente a facilitar la

adopción de políticas fiscales anticíclicas, que ayuden a suavizar la magnitud de las perturbaciones de origen externo y, en particular, de aquellas provenientes de la volatilidad de los flujos de capital privado.<sup>26</sup>

Gráfico 1.2  
EL CARÁCTER ANTICÍCLICO DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS INSTITUCIONES  
MULTILATERALES



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2003, Washington, D.C., 2003, versión en CD-ROM.

De todos modos, la necesidad de un cuantioso financiamiento anticíclico para los países de ingreso medio en períodos de crisis puede llegar a reducir la concesión de fondos a países pobres, hecho que ha sido destacado por el presidente del Banco Mundial (Wolfensohn, 1998). Por lo tanto, en la medida en que los recursos de los bancos multilaterales no se incrementen significativamente, su papel anticíclico seguirá siendo limitado. Esto queda en evidencia en el hecho de que, en 1992-2001, los créditos provenientes de los bancos multilaterales representaron apenas el 22% de los recursos proporcionados por el sector privado, con la excepción de la inversión extranjera directa, y sólo un 12% en el caso de los países de ingreso medio (y proporciones más bajas, del 15% y 8%, respectivamente,

<sup>26</sup> Este financiamiento podría vincularse a modalidades más amplias de manejo anticíclico, que permitieran, por ejemplo, ahorrar recursos en fondos de estabilización fiscal durante los períodos de auge, que se utilizarían como contrapartida de los fondos desembolsados durante las crisis. Así mismo, los bancos multilaterales podrían establecer disposiciones que exigieran el pago acelerado de los préstamos en caso de que los ingresos fiscales aumentaran considerablemente en una etapa de auge posterior.

si se considera solamente el período 1992-1998). Por consiguiente, el desempeño eficiente de la función anticíclica exige un incremento considerable de los recursos de que disponen los bancos multilaterales de desarrollo o un uso más frecuente del cofinanciamiento y de las garantías de créditos por parte de estas instituciones, tema que se aborda más adelante.

La cuarta función de los bancos multilaterales tiene un origen relativamente reciente, pero fue adquiriendo importancia en los años noventa y debería convertirse en uno de los elementos centrales del financiamiento multilateral en el futuro. En los últimos años esta función ha estado relacionada con la provisión de financiamiento directo al sector privado (ya sea de los bancos o de las corporaciones financieras vinculadas a éstos) o con las diferentes garantías otorgadas a proyectos privados de infraestructura en países en desarrollo. En los últimos años también se ha recurrido a esquemas de garantías para facilitar la reincorporación a los mercados de los países en desarrollo con posterioridad a los períodos de crisis, que podrían utilizarse como mecanismo de apoyo a las emisiones iniciales de bonos de estos países interesados en integrarse a los mercados privados de capitales. Cabe destacar, sin embargo, que el pleno desarrollo de estos esquemas de garantía exigiría una drástica modificación del manejo de las garantías por parte de los bancos multilaterales de desarrollo, puesto que, según la metodología vigente, éstas se consideran equivalentes a la concesión de préstamos, práctica que limita notablemente la capacidad de los bancos para otorgarlas. Esta ampliación del papel de los bancos de desarrollo en lo que respecta a la provisión de garantías al financiamiento privado ha sido criticada, por considerarse que podría exponer a estas instituciones a riesgos excesivos. Pese a esto, en un mundo que estará dominado por el financiamiento privado, puede ser esencial para evitar que los países de bajos ingresos queden al margen de los importantes cambios que vienen produciéndose en los mercados de capitales y para contribuir a que los bancos de desarrollo desempeñen una función anticíclica más activa.

## **V. El debate sobre la condicionalidad**

Las consideraciones sobre el papel del financiamiento multilateral, tanto del Fondo Monetario Internacional como de los bancos de desarrollo, originan un debate sobre la condicionalidad con que se facilitan los recursos y su relación con los procesos nacionales de participación y representación política. En este sentido, las conclusiones surgidas de los últimos debates señalan enfáticamente que la condicionalidad no es efectiva, o por lo menos es un medio ineficiente para alcanzar objetivos que la comunidad internacional quiere asociar al

apoyo financiero. Si no existe un verdadero “sentido de pertenencia” (*ownership*) de las políticas involucradas —es decir, mientras éstas no tengan un fuerte apoyo interno—, no tienen muchas probabilidades de mantenerse. Esto está asociado con el hecho de que el sentido de pertenencia es esencial para la construcción de instituciones, lo que hoy en día se reconoce abiertamente como una de las claves de las políticas de desarrollo exitosas.

Sin embargo, el significado particular de este principio ha sido objeto de mucha controversia y, en muchos casos, ha estado acompañado de prácticas que lo ignoran y a través de las cuales se procura incluso “forzar” ese sentido de pertenencia para que se lleven a cabo las políticas que los organismos internacionales consideran apropiadas (Helleiner, 2000; Stiglitz, 2002). Con todo, el sentido de pertenencia establece la regla básica para el funcionamiento de los organismos internacionales: su papel no es sustituir, sino respaldar los procesos nacionales de participación y representación política.

En el caso del FMI, la condicionalidad ha sido durante largo tiempo un tema de amplio debate. Sin embargo, en las últimas décadas, el tema se ha tornado cada vez más problemático, debido a que el alcance de la condicionalidad se ha ido expandiendo gradualmente, de tal modo que hoy se extiende a las estrategias de desarrollo económico y social y a instituciones que, como lo indicó un Grupo de Trabajo Especial de las Naciones Unidas, “por su naturaleza deben ser determinadas por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social” (Naciones Unidas, 1999, sección 5). Por este motivo, la necesidad de restringir la condicionalidad a la política macroeconómica y a temas del sector financiero es compartida por un amplio grupo de analistas con visiones muy diferentes respecto del papel del FMI.<sup>27</sup>

Conclusiones similares a las anteriores se aplican a los bancos multilaterales de desarrollo. En relación con este tema, en un informe del Banco Mundial, en el que se analizaron los resultados de los préstamos estructurales, se concluyó que la condicionalidad no influye en el éxito o fracaso de dichos programas (Banco Mundial, 1998a).<sup>28</sup> No obstante, en el mismo informe, se afirma que la efectividad de la ayuda externa no es

---

<sup>27</sup> Véanse Council on Foreign Relations (1999), Collier y Gunning (1999), Crow, Arriazu y Thygesen (1999), Feldstein (1998), Helleiner (2000), Meltzer y otros (2000) y Rodrik (1999).

<sup>28</sup> Véanse también Gilbert, Powell y Vines (1999) y Stiglitz (1999). La ampliación de la condicionalidad, no sólo hacia nuevos ámbitos económicos, sino también hacia temas de política social y gobernabilidad, ha sido criticada igualmente por los países en desarrollo (Grupo de los 24, 1999a).

independiente de las políticas económicas que aplican los países. En particular, la asistencia oficial para el desarrollo (incluido el financiamiento multilateral) contribuye al crecimiento en aquellos países que adoptan “buenas políticas” lo que, de acuerdo con la definición de dicho informe comprende la creación de condiciones macroeconómicas estables, la adopción de regímenes comerciales abiertos, la protección adecuada de los derechos de propiedad y la existencia de una burocracia pública eficiente capaz de prestar servicios sociales de buena calidad. En cualquier caso, en el estudio se concluye —de manera, por lo demás, algo inconsistente con algunas de las conclusiones precedentes— que la condicionalidad “puede cumplir el papel de permitir al gobierno que exprese su adhesión a la reforma y dé señales de la seriedad de éstas, pero para hacerlo en forma eficaz tiene que centrarse en un número limitado de medidas realmente importantes (Banco Mundial, 1998b).

Estos argumentos y controversias han llevado a la aceptación del “sentido de pertenencia” como un elemento central de los programas de asistencia oficial para el desarrollo (OCDE/DAC, 1996) y, más recientemente, del FMI y del Banco Mundial (Köhler y Wolfensohn, 2000; Banco Mundial, 1998b). Asimismo, en el caso del Fondo, llevaron a la conclusión de que la condicionalidad debe estar más focalizada (Köhler, 2000), tema que fue discutido por el Directorio de dicho organismo en el año 2001, en el marco de una evaluación interna (FMI, 2001). En esta evaluación se reconoció que la condicionalidad estructural se había sobreentendido, particularmente en relación con los procesos de reforma de las economías en transición y durante la crisis asiática. Más aún, en esta misma evaluación se aceptó que el sentido de pertenencia de los programas de ajuste es esencial para que los programas de financiamiento de emergencia del FMI funcionen adecuadamente y, por lo tanto, que la condicionalidad “no debería infringir la soberanía nacional”. Sin embargo, también estableció que un objetivo central de las políticas del FMI debe ser salvaguardar los recursos del Fondo, para lo cual se requiere la condicionalidad.

No obstante, una debilidad importante de los dos informes mencionados radica en la falta de una explicación clara sobre cómo opera la condicionalidad para reducir, eliminar o distorsionar el “sentido de pertenencia” de las políticas. El mecanismo no constituye —o, al menos, no siempre— una imposición del equipo o del directorio del FMI o de los bancos multilaterales. En realidad, existen cuatro factores adicionales que son decisivos: i) las condiciones del financiamiento restringen severamente las opciones de los países; ii) en situaciones de crisis, un posible apoyo del Banco Mundial o del FMI afecta las discusiones al interior de los gobiernos, aumentando el poder de negociación de los grupos que se inclinan en favor

de los puntos de vista de dichos organismos; iii) la asistencia técnica que las instituciones proporcionan a los países también sesga las discusiones internas; y iv) la participación de representantes de estas instituciones en dichas discusiones tiene un efecto similar.

Un punto esencial en este debate es la confusión que existe con respecto al término “reformas estructurales”. En realidad, existen al menos dos significados del término que son relevantes para el debate sobre la condicionalidad macroeconómica. El primero de ellos se refiere a los factores institucionales que afectan directamente los balances macroeconómicos, es decir el equilibrio de la balanza de pagos (por ejemplo, regímenes cambiarios inconsistentes o una cuenta de capitales que ha sido liberalizada sin tomar las medidas preventivas adecuadas) o su contrapartida en los déficit del sector público o privado. El segundo se refiere a los factores institucionales que pueden ser importantes para el funcionamiento de las economías, pero que sólo tienen un efecto indirecto sobre los balances macroeconómicos. De acuerdo con la terminología empleada en el estudio del FMI sobre condicionalidad, dichos factores determinan la eficiencia y capacidad de recuperación (*resilience*) de la economía frente a choques adversos. Las reformas estructurales impulsadas por el FMI y el Banco Mundial consideran que las economías liberalizadas son más eficientes y tienen una mayor capacidad de recuperación.

Sin embargo, se pueden alcanzar equilibrios macroeconómicos estructurales, y de hecho se han logrado en el pasado, en economías con altos niveles de intervención del Estado. Asimismo, subsiste un amplio debate en los ámbitos académicos sobre el hecho de si las economías más liberalizadas tienen o no una mayor capacidad de recuperación y crecimiento. Hoy sabemos que la liberalización puede aumentar la vulnerabilidad, en particular frente a los choques externos; sin una corrección adecuada de las fallas del mercado, la eficiencia no está garantizada; y existe evidencia amplia de que las economías liberalizadas no crecen necesariamente más rápido. En un conocido ensayo de Rodríguez y Rodrik (2001) se aclara este punto: la estabilidad macroeconómica es esencial para el crecimiento, pero las economías liberalizadas (en particular en materia comercial) no crecen más rápido. Más aún, en dicho ensayo se afirma que las medidas tradicionales de apertura que han sido ampliamente utilizadas en los análisis del FMI y el Banco Mundial son inadecuadas.

De esta manera, para que el “sentido de pertenencia” de las políticas sea consistente con el apoyo internacional, se deben cumplir dos condiciones adicionales. La primera de ellas es que la condicionalidad del FMI debe restringirse a los factores que afectan *directamente* los equilibrios

macroeconómicos.<sup>29</sup> La naturaleza de dicha condicionalidad debe depender, además, de la naturaleza de la perturbación macroeconómica que enfrente el país. En particular, cuando la fuente del desequilibrio es una perturbación de origen externo o un fenómeno de contagio, se debería dar acceso a un volumen apropiado de fondos sujetos a baja condicionalidad. Por otra parte, como ya se ha señalado en la sección II, las condiciones crediticias más estrictas deben usarse como un sustituto y no como un complemento de la condicionalidad. Por último, como el propio Fondo lo ha reconocido (Fischer, 1998), debe evitarse el sobreajuste que ha caracterizado a muchos programas de dicho organismo y ampliarse los márgenes para la adopción de políticas fiscales anticíclicas en sus programas de ajuste (Fischer, 1998).

La segunda condición es que los países deben poder disponer de paquetes alternativos de medidas de ajuste macroeconómico y de reforma estructural. Las instituciones de Bretton Woods deben proveerlos con el mismo rigor técnico que el de los programas tradicionales de reforma y deben estar disponibles para prestar tal asistencia técnica alternativa cuando los países lo soliciten. Para cumplir esta segunda condición, la composición del equipo técnico del FMI y del Banco Mundial debe ser representativa de las visiones heterogéneas que existen acerca del ajuste macroeconómico y estructural. Por otra parte, estas instituciones deben estar dispuestas a emplear organismos o economistas cuyos puntos de vista son diferentes, a fin de apoyar a los países en el diseño de programas alternativos. Por lo demás, esto también implica que sólo se puede promover el “sentido de pertenencia” a través de una discusión pluralista eficaz acerca de las virtudes de los paquetes alternativos de reforma macroeconómica y estructural (Stiglitz, 1999).

Por otra parte, la clara inclusión de criterios sociales en el diseño de los programas del FMI y del Banco Mundial, en particular el énfasis en la reducción de la pobreza como un objetivo explícito de la asistencia financiera internacional, así como de los programas de reducción de deuda de los países altamente endeudados, representa una mejora significativa en los programas de ambas instituciones. Sin embargo, esto no debe entenderse como un argumento adicional para aumentar la condicionalidad. En este sentido, existe el riesgo de que la condicionalidad termine expandiendo una visión particular, y no necesariamente la más

---

<sup>29</sup> En tal sentido, una de las dificultades que encuentran las discusiones y decisiones del FMI sobre este tema están asociadas al hecho de que, si bien se espera que el FMI concentre su atención en los temas macroeconómicos y financieros, también debe velar por los “aspectos institucionales y estructurales relacionados con éstos”. Una definición tan amplia fue precisamente lo que llevó a ampliar el alcance de la condicionalidad durante las dos décadas pasadas.

adecuada, sobre cómo organizar los programas sociales en el mundo en desarrollo. En particular, es necesario hacer hincapié en que la inclusión de los temas sociales dentro de los programas de ajuste no se reduce a diseñar redes adecuadas de protección social para sectores sociales afectados por las crisis macroeconómicas o los programas de ajuste estructural; en realidad, esta visión compensatoria del papel de los programas sociales ha sido seriamente cuestionada (Naciones Unidas, 2001). Se trata más bien de incluir las implicaciones sociales en el diseño mismo de la política macroeconómica y las reformas estructurales.

En realidad, el debate sobre la condicionalidad y el “sentido de pertenencia” de las políticas están estrechamente relacionadas con los objetivos más amplios de fomento de la democracia a escala mundial. Es evidente que no tiene ningún sentido fomentar la democracia si no se permite que los procesos de representación y participación política contribuyan a la determinación de las estrategias de desarrollo económico y social, y al diseño de la política macroeconómica. De hecho, el Presidente del Banco Mundial lo ha señalado categóricamente: “no deberíamos olvidar nunca que el gobierno y la población de un país son los que deben determinar sus prioridades. No deberíamos olvidar nunca que no podemos ni debemos imponer el desarrollo por decreto, desde arriba o desde fuera” (Wolfensohn, 1998).

## **VI. El papel de las instituciones regionales**

Hay por lo menos tres razones que justifican un papel más activo de las instituciones regionales en el nuevo orden financiero internacional. La primera de ellas es que la globalización es también un proceso de regionalismo abierto. En efecto, la expansión del comercio y de los flujos de inversión directa intrarregionales son características destacadas del proceso actual de globalización. Ello refuerza los vínculos macroeconómicos y, por lo tanto, las demandas de prestación a nivel regional de ciertos servicios del sistema financiero internacional que han sido analizados en las secciones anteriores: supervisión macroeconómica e internalización de las externalidades que suponen las políticas macroeconómicas de un determinado país para sus países vecinos, supervisión recíproca de los mecanismos de regulación y supervisión prudencial del sistema financiero.

En segundo lugar, algunos de estos servicios pueden estar sujetos a diseconomías de escala y no se sabe con certeza si existen economías de escala tan elevadas que justifiquen la existencia de una única institución internacional en determinadas áreas. Esto plantea problemas clásicos de subsidiariedad. Es posible, por ejemplo, que para garantizar la coherencia

de las políticas de los principales países industrializados haya que recurrir a consultas y supervisión macroeconómicas a nivel mundial, pero este no es el contexto más adecuado para manejar las externalidades que generan las políticas macroeconómicas entre países vecinos en el mundo en desarrollo, o incluso dentro de Europa. Dadas las diferencias existentes entre distintas tradiciones jurídicas y las estructuras financieras, la supervisión de los sistemas nacionales de regulación y supervisión prudencial del sector financiero, e incluso la formulación de “estándares mínimos” en esta área, podrían llevarse a cabo mucho más adecuadamente con el apoyo de instituciones regionales. El financiamiento para el desarrollo puede operar eficazmente en distintas escalas y, como se indica más adelante, en el plano regional y subregional puede cumplir funciones que no podrían desempeñar los organismos mundiales. Por otra parte, aunque la posibilidad de contagio regional e internacional implica que el manejo de las crisis más graves de balanza de pagos debería asignarse a una sola institución mundial, las instituciones regionales pueden actuar como amortiguadores en ese plano, como lo demuestra la experiencia de Europa occidental después de la segunda guerra mundial. Además, los fondos regionales de reserva y los mecanismos de crédito recíproco también pueden hacer una contribución importante al financiamiento de emergencia y, en caso de que se amplíen, podrían incluso sustituir completamente al FMI y dar pleno apoyo a los países pequeños y medianos. Como queda en evidencia en la creciente concentración del apoyo para balanza de pagos en unos pocos países (véase la sección II), es posible que la respuesta de la comunidad internacional esté sesgada en función del tamaño de los países, hecho que justificaría la división de funciones en la prestación de servicios en esta área entre las organizaciones mundiales y regionales.

En tercer lugar, en el caso de los países pequeños, el acceso a una mayor variedad de alternativas para hacer frente a una crisis o para financiar actividades de desarrollo es relativamente más importante que los “bienes públicos globales” que proporcionan las organizaciones internacionales más grandes (la estabilidad macroeconómica global, entre otros), en cuya provisión ejercen una influencia mínima. Debido a su tamaño reducido, su poder de negociación ante las grandes organizaciones es muy limitado, por lo que su mecanismo de defensa más importante es la competencia en la prestación de los servicios financieros que reciben.

En el debate actual se ha hecho hincapié en la insuficiencia de algunos servicios prestados por las instituciones financieras internacionales, incluida la provisión de ciertos “bienes públicos globales”. Sin embargo, ello no debería llevar a concluir que la ampliación de la oferta de dichos servicios debería provenir de unas pocas

organizaciones mundiales. Por el contrario, en algunos casos, la estructura deseable debería consistir en una red de instituciones que presten los servicios requeridos en forma complementaria y, en otros, en un sistema de organizaciones competitivas. La prestación de los servicios necesarios para la prevención y el manejo de crisis financieras deberían ceñirse principalmente al primer modelo, en tanto que la competencia debería ser el principio rector en el ámbito del financiamiento del desarrollo, incluida, en este caso, la competencia con agentes privados. Pero la pureza del modelo no es la característica más importante, ya que podría ser conveniente que algunos componentes de las redes de provisión de ciertos servicios compitan entre sí (por ejemplo, que los fondos regionales de reserva compitan con el Fondo Monetario Internacional en la provisión de financiamiento de emergencia) y que las organizaciones competitivas cooperen en algunos casos.

Esto implica que el Fondo Monetario del futuro no debería concebirse como una institución internacional única, sino como el vértice de una red de fondos regionales y subregionales de reservas y de mecanismos de crédito recíproco. Para fomentar la creación de estos últimos se podrían establecer incentivos que dieran a los fondos regionales de reservas acceso automático a financiamiento del Fondo o cierta participación en la asignación de derechos especiales de giro proporcional a su capital pagado, o ambas cosas, lo que supondría considerar las contribuciones a estos fondos como un equivalente del pago de cuotas al Fondo.<sup>30</sup> Como ya se ha señalado, los fondos regionales de reserva o los mecanismos de crédito recíproco podrían proporcionar la mayor parte del financiamiento de emergencia a los países pequeños, pero también podrían aportar parte del financiamiento destinado a países más grandes, y contribuir, de esta manera, a disuadir, al menos en parte, a posibles especuladores de realizar operaciones especulativas contra las monedas de la región.

Este modelo debería hacerse extensivo a las consultas y la supervisión en el ámbito macroeconómico, como también a la coordinación y fiscalización de los sistemas nacionales de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros. Por consiguiente, habría que concebir sistemas regionales y subregionales que incluyan mecanismos de evaluación de pares, con el fin de internalizar las externalidades generadas por las políticas macroeconómicas de un país sobre sus vecinos. Estos mecanismos no sustituirían la supervisión regular del FMI, sino que la complementarían. En el área de la regulación y la

---

<sup>30</sup> Véanse, al respecto, CEPAL (1999, sección 9) y Ocampo (2002).

supervisión prudencial, la creación de sistemas regionales de información y consulta, y la adopción de “estándares mínimos” de alcance regional, también podrían cumplir un papel positivo.

Como bien se sabe, Europa occidental ofrece el mejor ejemplo de cooperación financiera regional en el período de posguerra. Los Estados Unidos, a través del Plan Marshall, actuaron como catalizador en las fases iniciales de este proceso, que se fue profundizando gradualmente desde la creación de la Unión Europea de Pagos, pasando por una serie de mecanismos de coordinación y cooperación macroeconómica, que finalmente condujeron a la actual unión monetaria de la mayoría de sus miembros. No se han diseñado mecanismos similares en ninguna otra región, aunque se han formulado algunas propuestas, la más ambiciosa de las cuales fue la propuesta japonesa de 1997 de crear un fondo monetario asiático. La innovación más importante de los últimos años ha sido el mecanismo de crédito recíproco establecido en mayo de 2000 entre 13 países asiáticos (Park y Wang, 2000), al que cabría añadir las iniciativas destinadas a fortalecer el Fondo Latinoamericano (antes Andino) de Reservas (Agosin, 2000; CEPAL, 2001, cap.2).

Un marco institucional como el propuesto tendría dos características positivas. En primer lugar, podría contribuir a dar mayor estabilidad a la economía mundial, mediante la prestación de servicios esenciales que difícilmente pueden proporcionar unas pocas instituciones globales, sobre todo en el contexto de un proceso dinámico de regionalismo abierto. En segundo término, desde el punto de vista del equilibrio de las relaciones mundiales, sería preferible a un sistema basado en unas pocas organizaciones mundiales y reforzaría el compromiso de respetar las reglas que contribuyen a la estabilidad mundial y regional por parte de los participantes con menos poder.

## **VII. Las esferas de la autonomía nacional**

Independientemente de las características que tenga, el nuevo sistema internacional seguirá siendo una “red de seguridad financiera” muy imperfecta. Por este motivo, los países en desarrollo deberán seguir adoptando medidas de “autoprotección” o “autoseguro” para evitar las crisis financieras. Las políticas nacionales seguirán siendo necesarias, además, para evitar los problemas de “riesgo moral” que son un elemento intrínseco de todo programa de asistencia multilateral. Esto plantea interrogantes en torno a las políticas nacionales necesarias para asegurar la estabilidad financiera, así como a las áreas en que debería preservarse la autonomía nacional. En tal sentido, el sistema internacional debería seguir reconociendo la autonomía nacional en dos áreas fundamentales: el

manejo de la cuenta de capitales y la elección del régimen cambiario. Las estrategias de desarrollo constituyen otra esfera esencial en que la autonomía nacional debería respetarse plenamente, según se señaló en la sección VI.

La experiencia de los países en desarrollo indica que el manejo de la volatilidad de la cuenta de capitales exige combinar: i) una gestión macroeconómica coherente y flexible; ii) normas estrictas de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros nacionales, con contenido anticíclico; y iii) “políticas de pasivos” estrictas, destinadas a inducir un perfil adecuado de la deuda pública y privada, tanto interna como externa.<sup>31</sup> Aunque el énfasis tradicional ha recaído sobre el manejo de las crisis, las autoridades deberían centrar su atención en el manejo de los períodos de auge, ya que las crisis se incuban precisamente en los períodos de afluencia de capital, auge del comercio y mejoramiento de los términos del intercambio. Por lo tanto, la prevención de crisis está estrechamente vinculada al manejo adecuado de los períodos de bonanza.

En este sentido, la regulación de las entradas de capitales podría ser esencial para evitar una apreciación insostenible de la moneda en períodos de auge. Aunque un cierto grado de apreciación puede ser inevitable e incluso adecuado como medio para absorber el aumento de la disponibilidad de divisas, una revaluación excesiva podría también provocar un deterioro insostenible de la cuenta corriente y generar, además, efectos adversos de largo plazo sobre la estructura productiva (“enfermedad holandesa”). Por este motivo, la regulación de la entrada de capitales puede tener un papel fundamental en los países en desarrollo con economías abiertas, como mecanismo para ampliar los márgenes de las políticas de austeridad monetaria y evitar la apreciación insostenible de la moneda durante los períodos de auge. Más adelante se analiza la naturaleza de este tipo de regulaciones. Por su parte, las regulaciones a la salida de capitales pueden cumplir una función importante como mecanismos para evitar un alza excesiva de las tasas de interés y del tipo de cambio en épocas de crisis, lo que podría tener efectos macroeconómicos adversos, incluida la agudización de las crisis financieras internas. Estas regulaciones también son esenciales en todas las operaciones de suspensión de pagos y de renegociación ordenada de la deuda externa. En cualquier caso, la regulación de la cuenta de capitales debe ser un complemento de una política macroeconómica adecuada y no

---

<sup>31</sup> Existe una extensa literatura sobre el tema de las políticas nacionales. Entre otras, véanse las recientes contribuciones de CEPAL (2000, tomo III), Banco Mundial (1998a, cap. 3), Ffrench-Davis (1999), Helleiner (1997) y Ocampo (2003).

un sustituto de ésta. En particular, la regulación de la cuenta de capitales no puede compensar los efectos adversos de una política macroeconómica procíclica.

Como se indica en la sección III, en el diseño de los instrumentos de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros se deben tomar en consideración no sólo los riesgos *microeconómicos*, sino también los riesgos macroeconómicos típicos de los países en desarrollo.<sup>32</sup> En particular, se deben tener debidamente en cuenta los vínculos entre el riesgo financiero interno y las variaciones de los principales instrumentos de política económica, sobre todo del tipo de cambio y las tasas de interés. Las regulaciones deben considerar, además, los riesgos relacionados con una excesiva expansión del crédito interno, los descaldes de monedas entre activos y pasivos, la acumulación de deudas a corto plazo en divisas contraídas por intermediarios financieros y la valoración de los activos fijos utilizados como garantía de los créditos en episodios de inflación de activos. Según el tipo de operación, habría que elevar las exigencias de capitalización, imponer requisitos de liquidez, incrementar las reservas para préstamos en mora, adoptar normas sobre provisiones (o reservas) para créditos de dudoso recaudo o imponer límites a la valoración de activos. Además, en vista de estos vínculos macroeconómicos, la regulación prudencial debería contener elementos de carácter anticíclico, que obliguen, en particular, a realizar las provisiones para créditos de dudoso recaudo en el momento en que se conceden los créditos y adoptar en forma complementaria provisiones de carácter estrictamente precautelativo durante los períodos de auge, lo que haría que las provisiones tuvieran un comportamiento claramente anticíclico. De esta manera, el diseño de la regulación reconocería que los riesgos financieros se acumulan durante los períodos de euforia en el otorgamiento de los créditos y no cuando éstos vencen posteriormente.

Debido a estos vínculos, las políticas de contracción monetaria o crediticia que se adopten en períodos de auge (como el establecimiento de encajes monetarios más elevados o incluso la imposición de límites a la expansión del crédito interno) también pueden ser un muy buen complemento de una regulación y supervisión prudencial más estricta. Asimismo, dadas las importantes externalidades que pueden provocar las grandes empresas no financieras sobre el sector financiero de un país, sobre todo en un contexto de depreciación cambiaria, también convendría regular su exposición al endeudamiento externo. Dichas normas podrían incluir regulaciones sobre la adquisición de pasivos en moneda extranjera

---

<sup>32</sup> Véase un análisis detallado de estos temas en el capítulo en el artículo de Ocampo y Chiappe que se incluye en este libro.

(plazos mínimos, normas prudenciales sobre exposición a pasivos externos por parte de empresas que producen bienes y servicios no comercializables internacionalmente), incentivos tributarios (gravámenes a la deuda externa o limitaciones a las deducciones tributarias aplicables al pago de intereses externos o a las pérdidas de origen cambiario) y normas que obliguen a las empresas no financieras a informar públicamente sobre sus deudas externas.

La experiencia de muchos países en desarrollo indica que las crisis están asociadas no sólo a altos niveles de endeudamiento, sino también a *perfiles* inadecuados de los pasivos externos, especialmente al peso relativo de las deudas de corto plazo.<sup>33</sup> Esto obedece fundamentalmente al hecho de que, en situaciones de incertidumbre, los mercados financieros responden a la demanda de financiamiento bruto, no neto, lo que indica que el refinanciamiento de las deudas de corto plazo no es neutral en términos financieros. De ahí se deriva el papel fundamental que desempeñan las “políticas de pasivos” destinadas a mejorar el perfil de la deuda. Aunque el objetivo fundamental de dichas políticas debe ser el inducir un perfil de la deuda externa adecuado, la mejoría en el perfil de la deuda interna, sobre todo pública, es también importante, pues el excesivo endeudamiento de corto plazo puede obligar a un gobierno que intenta refinanciar su deuda en medio de un período de crisis a elevar las tasas de interés o dolarizar sus pasivos, con el fin de evitar la fuga de capitales. Asimismo, la existencia de un elevado volumen de deudas de corto plazo puede acentuar los riesgos percibidos por los acreedores extranjeros en épocas de crisis, lo que podría conducir a una mayor contracción del crédito externo.

En el caso del sector público, el control directo que ejerce el Ministerio de Hacienda sobre el endeudamiento público, tanto del gobierno nacional como de los agentes descentralizados y las empresas públicas, es posiblemente el mejor instrumento de una política de pasivos. La flexibilidad cambiaria puede desalentar la corriente de recursos privados de corto plazo y, por lo tanto, actuar en cierta medida como una política de pasivos, pero sus efectos son limitados en este ámbito y, en particular, es poco probable que reduzca los ciclos financieros de mediano plazo que enfrentan los países en desarrollo. La aplicación de controles directos o las normas que establezcan reglas claras para el acceso al endeudamiento externo (plazos mínimos y límites a descalses de monedas de las empresas) también pueden ser un buen instrumento para mejorar el perfil de la deuda privada, pero una herramienta alternativa interesante es

---

<sup>33</sup> Véase Rodrik y Velasco (2000), donde se presenta un excelente análisis sobre este tema.

la imposición de encajes a las entradas de capital, como lo muestran las experiencias de Chile y Colombia en los años noventa. Estos encajes tienen una similitud con el impuesto Tobin, pero la tasa impositiva equivalente (3% en el caso de Chile para préstamos a un año y 10% o más en Colombia en épocas de auge) es mucho más alta que la propuesta para un impuesto Tobin internacional. Un encaje uniforme mejora el perfil de la deuda, al inducir un endeudamiento de más largo plazo, y facilita su administración. Una de las principales ventajas de este instrumento es su focalización en la entrada de capitales, por lo que constituye una herramienta de carácter preventivo. También ofrece ventajas específicas en comparación con los instrumentos de regulación prudencial que pueden tener efectos similares, puesto que influye tanto en los agentes financieros como en los no financieros y emplea un instrumento no discriminatorio de mercado, mientras que la regulación prudencial sólo afecta a los intermediarios financieros y suele ser de carácter cuantitativo, en tanto que la supervisión es una actividad esencialmente discrecional. En algunos estudios se sostiene que los encajes tienden, en efecto, a reducir el endeudamiento de corto plazo y a mejorar, por lo tanto, los perfiles de la deuda. Sus efectos sobre la magnitud de los flujos de capital y, por ende, sobre los márgenes para adoptar políticas monetarias restrictivas durante los períodos de auge, han sido objeto de una mayor controversia. En todo caso, dado que la elusión de las regulaciones es costosa, y que el endeudamiento de corto y largo plazo son sustitutos imperfectos, la magnitud de los flujos o, lo que es equivalente, las condiciones del arbitraje de intereses, también se ven afectadas en el sentido deseado.<sup>34</sup>

Las normas simples son preferibles a las complejas, sobre todo en sistemas regulatorios poco desarrollados. En este sentido, los controles cuantitativos, tales como la prohibición categórica de determinadas actividades u operaciones, pueden ser más convenientes que señales sofisticadas de precios; pero los incentivos simples de precios, como los adoptados por Chile y Colombia, también pueden ser eficaces. Todo sistema regulatorio debe cumplir también con el requisito de contar con un respaldo institucional adecuado. Por lo tanto, un sistema *permanente* de regulación de la cuenta de capitales, cuyo grado de rigor se acentúe o se reduzca a lo largo del ciclo económico, es preferible a la alternación de libre movimiento de entrada de capitales durante los períodos de auge y controles cuantitativos en épocas de crisis. De hecho, este último sistema puede ser absolutamente ineficaz si se aplica en forma improvisada durante una crisis, dado que no cuenta con los mecanismos de

---

<sup>34</sup> Véanse Agosin (1998), Agosin y Ffrench-Davis (2001), LeFort y Lehmann (2000), Ocampo y Tovar (1998 y 2003) y Villar y Rincón (2003).

administración necesarios, por lo que puede conducir a una evasión o elusión masiva de los controles. Un sistema de este tipo también se caracteriza por ser procíclico e ignorar la lección más importante sobre prevención de crisis: la conveniencia de evitar el endeudamiento excesivo en épocas de auge y, por lo tanto, de centrar las regulaciones en las entradas en lugar de las salidas de capital.

Obviamente, los mecanismos de regulación de la cuenta de capitales no son perfectos, y algunos países en desarrollo pueden preferir combinaciones de políticas que eviten su uso (entre otras cosas, recurrir con más frecuencia a las políticas fiscales y cambiarias, así como a la regulación prudencial) o pueden inclinarse por una menor intervención, aunque sea a expensas de una mayor volatilidad del PIB. Por este motivo, la conclusión más importante de este análisis es que es esencial mantener la *autonomía* de los países en desarrollo en el manejo de la cuenta de capitales (CEPAL, 1999; Grupo de los 24, 2000b).

En realidad, no hay razones convincentes que permitan abogar por la convertibilidad de la cuenta de capitales.<sup>35</sup> No existen pruebas de que la movilidad de capitales permita suavizar el comportamiento del gasto en los países en desarrollo a lo largo del ciclo económico y, por el contrario, hay evidencias categóricas de que la volatilidad de los flujos de capital en esos países es una fuente adicional y poderosa de inestabilidad. Tampoco hay nada que revele la existencia de un vínculo entre la liberalización de la cuenta de capitales y el crecimiento económico, pero sí argumentos que demuestran lo contrario.<sup>36</sup> Para expresar este argumento en términos sencillos, se podría decir que, aún si la mayor libertad de los flujos de capital tiene efectos positivos sobre el crecimiento, a través de una asignación más eficiente del ahorro y la inversión, la mayor volatilidad que genera tiene el efecto contrario; más aún, en muchos contextos característicos de los países en desarrollo, este segundo efecto tiende a predominar. Por otra parte, la falta de una red de seguridad financiera internacional adecuada es un argumento igualmente convincente en contra de la convertibilidad de la cuenta de capital. ¿Por qué deberían renunciar los países en desarrollo a este grado de libertad —es decir, a este mecanismo de autoseguro— si no tienen acceso a un financiamiento de emergencia que sea adecuado en cuanto a su volumen y se rija por normas bien definidas de condicionalidad, y no existen, además, mecanismos que

---

<sup>35</sup> Véase un análisis más detallado de este tema en CEPAL (1998 y 1999), UNCTAD (1998, parte I, cap. IV), FMI (1999), Eichengreen (1999), Griffith-Jones (1998), Krugman (1998), Ocampo (2002), Prasad y otros. (2003) y Rodrik (1998).

<sup>36</sup> Véase, en particular, Eatwell (1996), Eatwell y Taylor (2000), Rodrik (1998) y, en lo que respecta a América Latina, Ocampo (1999).

faciliten la suspensión de pagos con anuencia internacional y la renegociación ordenada de la deuda externa? Esto es esencial para los países sin mayor poder en el ámbito internacional, para los cuales el renunciar a cualquier mecanismo que pueda permitirles hacer frente a las crisis es una alternativa que tiene un costo elevado. En realidad, hay notables semejanzas entre la actual situación financiera internacional y la era de la “banca libre” a nivel nacional, cuando, en ausencia de bancos centrales que operaran como prestamistas de última instancia y de programas oficiales de rescates bancarios, la inconvertibilidad de los billetes emitidos por los bancos privados era una alternativa legal necesaria para responder a situaciones de pánico bancario.

Utilizando argumentos muy similares, se podría afirmar que sería igualmente inadecuado limitar la autonomía de los países en desarrollo para elegir un determinado régimen cambiario. Las ventajas y desventajas de los regímenes extremos —convertibilidad o adopción de la moneda de otro país, por un lado, y libre flotación, por el otro—, así como las de los regímenes intervencionistas intermedios, han sido objeto de un prolongado debate, sin que existan consensos sobre la materia.<sup>37</sup> En este contexto, cualquier norma internacional sobre esta materia sería desafortunada. En la práctica, los países casi siempre optan por regímenes intermedios, lo que podría atribuirse no sólo a las deficiencias que presentan los extremos, sino también a las numerosas otras demandas (a veces inconsistentes) que enfrentan las autoridades.<sup>38</sup> No obstante, la elección del régimen cambiario tiene importantes consecuencias en materia de política económica, que deben tenerse en cuenta en la supervisión macroeconómica. Además, tal como hemos comentado, la regulación prudencial interna debe tomar en consideración los riesgos macroeconómicos específicos a los que se enfrentan los intermediarios financieros en cada régimen cambiario.

---

<sup>37</sup> Véanse consideraciones diferentes al respecto en Hausmann (2000), Velasco (2000) Williamson (2000), CEPAL (2001, cap. 2), Ocampo (2003) y Ffrench-Davis y Larraín (2003).

<sup>38</sup> La conclusión más acertada al respecto es la del Fondo Monetario Internacional, según el cual “no hay un régimen que pueda aplicarse a todos los países en todas las circunstancias” (FMI, 2000). Véanse también CEPAL (2001, cap. 2), Ocampo (2003) y Ffrench-Davis y Larraín (2003).

## VIII. Conclusiones

En este artículo se postula la necesidad de ampliar la agenda de la reforma financiera internacional por lo menos en dos sentidos. En primer término, debería extenderse más allá del ámbito de la prevención y solución de crisis, temas en los que se ha centrado el debate reciente, para incluir también los asuntos relacionados con el financiamiento del desarrollo y el “sentido de pertenencia” de las políticas económicas por parte de los países. En segundo lugar, se debería considerar sistemáticamente no sólo el papel de las instituciones mundiales, sino también de las regionales, y la definición explícita de las áreas en que convendría preservar la autonomía nacional. Todos estos temas deberían examinarse en el marco de un proceso de negociación representativo y equilibrado.

En lo que respecta a la prevención y solución de crisis financieras, debe encontrarse un equilibrio entre la importancia otorgada en el debate actual a la necesidad de mejorar el diseño de las políticas macroeconómicas de los países en desarrollo y de perfeccionar el marco institucional en el que operan los mercados financieros, por una parte, y la insuficiente atención que siguen recibiendo el diseño de estructuras adecuadas que garanticen la coherencia de las políticas macroeconómicas de los principales países industrializados, la mayor provisión de financiamiento de emergencia en épocas de crisis y la adopción de procedimientos adecuados de suspensión de pagos con anuencia internacional y de renegociación ordenada de la deuda externa, por otra. En el ámbito del financiamiento del desarrollo, debe otorgarse particular importancia a la conveniencia de incrementar los recursos destinados a los países de bajos ingresos. También debe hacerse hincapié en la contribución de los bancos multilaterales de desarrollo a la provisión de financiamiento anticíclico y al diseño de mecanismos de garantía que permitan apoyar la inserción de los países en desarrollo en los mercados privados de capitales. La provisión de un mayor financiamiento de emergencia y con fines de desarrollo debería complementarse con un nuevo acuerdo internacional sobre los límites de la condicionalidad, y el pleno reconocimiento del “sentido de pertenencia” de las políticas macroeconómicas y de desarrollo por parte de los países que las adoptan.

En este ensayo también se argumenta que las instituciones regionales y subregionales deberían desempeñar un papel fundamental en la provisión de “bienes públicos globales” y otros servicios en el área de las finanzas internacionales. En ciertos casos, la arquitectura financiera debería consistir en una red de instituciones que presten los servicios necesarios en forma complementaria en esferas tales como el financiamiento de emergencia, la supervisión de las políticas

macroeconómicas, y la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros nacionales, mientras en otros, sobre todo en la esfera del financiamiento del desarrollo, es preferible un sistema de organizaciones competitivas. Por otra parte, el hecho de que todo nuevo orden seguirá siendo una “red de seguridad financiera” incompleta significa no sólo que las políticas nacionales seguirán ejerciendo un papel esencial en la prevención de crisis, sino también que ciertas áreas deberían seguir siendo del dominio exclusivo de la autonomía nacional, en particular la regulación de la cuenta de capitales y la elección del régimen cambiario. Las instituciones regionales y la autonomía nacional son particularmente importantes para los participantes menos influyentes en el ámbito internacional, quienes se beneficiarían notablemente de la competencia en la provisión de los servicios que se les prestan y de contar con mayor libertad de acción en un contexto de oferta imperfecta de bienes públicos globales.

## Bibliografía

- Agosin, Manuel (2000), *Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica*, serie Temas de coyuntura, N° 9 (LC/L.1433-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.11.
- (1998), “Capital inflows and investment performance: Chile in the 1990s”, *Capital Inflows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Agosin, Manuel y Ricardo Ffrench-Davis (2001), “Managing capital inflows in Chile”, *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Stephany Griffith-Jones, Manuel F. Montes y Anwar Nasution (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Ahluwalia, Montek S. (1999), “The IMF and the World Bank in the new financial architecture”, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s: Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. 11 (UNCTAD/GDS/MDPB/6), Nueva York, Naciones Unidas. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.25.
- Akyüz, Yilmaz y Andrew Cornford (1999), *Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system*, UNCTAD Discussion Paper, N° 143 (UNCTAD/OSG/DP/143), Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), noviembre.
- Banco Mundial (2000), *Global Development Finance, 2000*, Washington, D.C., mayo.
- (1998a), *Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1998-1999*, Washington, D.C., diciembre.
- (1998b), *Assessing Aid*, World Bank Policy Research Report, Nueva York, Oxford University Press, noviembre.

- Boorman, Jack y Mark Allen (2000), "A new framework for private sector involvement in crisis prevention and crisis management", documento preparado para la Conferencia de FONDAD "Prevención de crisis y efectos: ¿Dónde apoyamos el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional?", La Haya, Ministerio de Relaciones Exteriores, junio.
- Calvo, Guillermo (1998), "Contagion and sudden stops", Baltimore, Maryland, Universidad de Maryland, noviembre, inédito.
- Camdessus, Michel (2000), "An agenda for the IMF at the start of the 21th Century", *Remarks at the Council on Foreign Relations*, Nueva York, febrero.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2003), *Globalización y desarrollo. Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, José Antonio Ocampo y Juan Martín (comps.), Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, octubre
- (2000), *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, noviembre.
- (2001), *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, septiembre.
- (1998), América Latina y el Caribe: *políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- Collier, Paul y John Willem Gunning (1999), "The IMF's role in structural adjustment", *Economic Journal*, vol. 109, noviembre.
- Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI (2000), Comunicado, Washington, D.C., 24 de septiembre.
- Comité Provisional del FMI (1998), *Comunicado*, Washington, D.C., 16 de abril.
- Council on Foreign Relations (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: the Future International Financial Architecture*, Carla A. Hills, Peter G. Peterson y Morris Goldstein (comps.), Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional (IIE).
- Crow, John, Ricardo Arriazu y Niels Thygesen (1999), *External Evaluation of Surveillance Report*, Washington, D.C., junio.
- Dai, Xianglong (2000), "Meeting the challenges of globalization", *Address on the 21th. Century Forum Hosted by CPPCC*, Beijing, 15 de junio.
- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2000), *Response to the Report of the International Financial Institutions Advisory Commission*, 8 de junio.
- Eatwell, John (1996), "International Financial Liberalization: The Impact on World Development", UNDP-Office of Development Studies Discussion Paper, N° 12, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), septiembre.
- Eatwell, John y Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New York Press.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional (IIE).
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, vol. 77, N° 2, marzo/abril.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina*, Santiago de Chile, McGraw-Hill Interamericana/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

- French-Davis, Ricardo y Guillermo Larraín (2003), "How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis", *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.), Londres, Palgrave/Macmillan, por aparecer.
- Fischer, Stanley (1999), "Reforming the international financial system", *Economic Journal*, vol. 109, noviembre.
- (1998), "Reforming world finance: lessons from a crisis", *The Economist*, 19 de octubre
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2001), *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, Washington, D.C., julio.
- (2000), *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, D.C., abril.
- (1999), *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington D.C., septiembre.
- (1998), *Toward a Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., enero.
- Gilbert, Christopher, Andrew Powell y David Vines (1999), "Positioning the World Bank", *Economic Journal*, vol. 109, noviembre.
- Griffith-Jones, Stephany (1998), *Global Capital Flows, Should They Be Regulated?*, Londres, Macmillan.
- Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2003), *What Progress on International Financial Reform? Why So Limited?*, Estocolmo, Expert Group on Development Issues (EGDI) y Almqvist & Wiksell International.
- Griffith-Jones, Stephany, José Antonio Ocampo y Jacques Cailloux (1999), *The Poorest Countries and the Emerging International Financial Architecture*, Estocolmo, Expert Group on Development Issues (EGDI).
- Grupo de los 24 (2002), *Comunicado*, Washington, D.C., 27 de septiembre.
- (2000a), *Comunicado*, Washington, D.C., 15 de abril.
- (2000b), *Comunicado*, Washington, D.C., 23 de septiembre.
- (1999a), *Comunicado*, Washington, D.C., 26 de abril.
- (1999b), *Comunicado*, Washington, D.C., 25 de septiembre.
- Grupo de los Siete (1998), *Declaration of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 30 de octubre.
- Gurría, José Angel y Paul Volker (2001), *The Role of the Multilateral Development Banks in Emerging Market Economies*, Carnegie Endowment for International Peace, EMP Financial Advisors LLC y The Inter-American Dialogue, Washington, D.C.
- Hausmann Ricardo (2000), "Exchange rate arrangements for the new architecture", *Global Finance from a Latin American Viewpoint*, Ricardo Hausmann y Ulrich Hiemenz (comps.), París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Helleiner, Gerry (2002), "Developing countries in global economic governance and negotiations", *Governing Globalization: Issues and Institutions*, Deepak Nayyar (comp.), Nueva York, Oxford University Press, julio.
- (2000), "External conditionality, local ownership and development", *Transforming Development*, Jim Freedman (comp.), Toronto, Ontario, University of Toronto Press.

- (1999), “Financial markets, crises and contagion: issues for smaller countries in the FTAA and Post-Lomé IV negotiations”, documento preparado para *Caribbean Regional Negotiating Machinery*, Kingston, Jamaica, enero.
- (1997), “Capital account regimes and the developing countries”, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 8 (UNCTAD/GDS/MDPB/1), Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.97.II.D.5.
- Herman, Barry (2003), “Asuntos inconclusos en el diálogo internacional sobre la deuda”, *Revista de la CEPAL*, No. 81, Santiago de Chile, diciembre.
- Institute of International Finance (2002), Letter from Charles H. Dallara, Managing Director, to the Honourable Gordon Brown, Chairman of the International Monetary and Financial Committee, 18 de septiembre.
- Kenen, Peter B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, noviembre.
- Köhler, Horst (2000), *Address to the Board of Governors of the IMF*, Praga, 26 de septiembre.
- Köhler, Horst y James D. Wolfensohn (2000), “The IMF and the World Bank Group: An enhanced partnership for sustainable growth and poverty reduction”, Washington, D.C., septiembre.
- Krueger, Anne O. (2002), “New approach to sovereign debt restructuring: An update on our thinking”, Conference on Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, abril.
- (2001), “International financial architecture for 2002: A new approach to sovereign debt restructuring”, discurso pronunciado en el National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington, D.C., 26 de noviembre.
- Krugman, Paul (1998), “Curfews on capital flight: What are the options?”, Cambridge, Massachusetts, Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), inédito.
- Larraín, Guillermo, Helmut Reisen y Julia von Maltzan (1997), “Emerging market risk and sovereign credit ratings”, *OECD Development Centre Technical Paper*, N° 124, abril.
- Le Fort, Guillermo y Sergio Lehmann (2000), “El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica”, *Documento de trabajo*, N° 64, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, febrero.
- Meltzer, Allan H. y otros (2000), *Report to the US Congress of the International Financial Advisory Commission*, Washington, D.C., marzo.
- Miyazawa, Kiichi (1998), “Towards a new international financial architecture”, *Speech at the Foreign Correspondents Club of Japan*, 15 de diciembre.
- Mohammed, Aziz Ali (1999), “Adequacy of international liquidity in the current financial environment”, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 11, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Naciones Unidas (2003), *Implementation of and follow-up to commitments and agreements made at the International Conference on Financing for Development*, Informe del Secretario General, agosto.
- (2002), *El Consenso de Monterrey*, Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, Monterrey, México, marzo.

- (2001), *Social Dimensions of Macroeconomic Policy. Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations* (LC/L.1662-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.01.I.G.204.
- (1999), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas*, Santiago de Chile, CEPAL, marzo.
- Ocampo, José Antonio (2003), "Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world", *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt y Jaime Ros (comps.), Aldershot, Reino Unido, Edward Elgar.
- (2002), "Reforming the international financial architecture: consensus and divergence", *Governing Globalization: Issues and Institutions*, Deepak Nayyar (comp.), Nueva York, Oxford University Press, julio.
- (1999), *La reforma de un sistema financiero internacional: un debate en marcha*, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (2003), "La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital", *Revista de la CEPAL*, N° 81, Santiago de Chile, diciembre.
- (1998), "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-96", *Flujos de capital e inversión productiva: Lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, CEPAL/OCDE.
- OCDE/CAD (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Comité de Asistencia para el Desarrollo) (1996), *Shaping the 21<sup>st</sup> Century: The Contribution of Development Co-operation*, París, mayo.
- Park, Yung Chul y Yunjong Wang (2000), "Reforming the international financial system and prospects for regional financial cooperation in East Asia", *Reforming the International Financial System: Crisis Prevention and Response*, Jan Joost Teunissen (comp.), La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).
- Prasad, Eswar S. y otros (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*, IMF Occasional Paper, N° 220, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre.
- Reisen, Helmut (2003), "Ratings since the Asian crisis", *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.), Londres, Palgrave/Macmillan.
- Rodríguez, Francisco y Dani Rodrik (2001), "Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence", *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Ben S. Bernanke y Kenneth Rogoff (comps.), vol. 15, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Rodrik, Dani (1999), *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work, Policy Essay*, N° 24, Washington, D.C., Consejo de Desarrollo de Ultramar.
- (1998), "Who needs capital account convertibility?", *Essays in International Finance*, N° 207, Princeton, Departamento de Economía, Universidad de Princeton.
- Rodrik, Dani y Andrés Velasco (2000), "Short-term capital flows", *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999*, Boris Pleskovic y Joseph E. Stiglitz (comps.), Washington, D.C.

- Rubin, Robert E. (1999), "Remarks of the Treasury Secretary on reform of the international financial architecture to the School of Advance International Studies", *Treasury News*, Oficina de Relaciones Públicas, 21 de abril.
- Stiglitz, Joseph (2002), *El malestar en la globalización*, Madrid, Taurus.
- (1999), "The World Bank at the millennium", *Economic Journal*, vol. 109, noviembre.
- Summers, Larry (1999), "The right kind of IMF for a stable global financial system", *Remarks to the London School of Business*, 14 de diciembre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo)
- (2001), *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 2001 (UNCTAD/TDR/2001), Ginebra.
- (1999), *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 1999 (UNCTAD/TDR/1999), Ginebra. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.D.1.
- (1998), *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 1998 (UNCTAD/TDR/1998), Ginebra. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.6.
- Universidad de Sussex (2000), *A Foresight and Policy Study of the Multilateral Development Banks, Sussex*, Institute of Development Studies.
- Velasco, Andrés (2000), "Exchange-rate policies for developing countries: What have we learned?, What do we still not know?", *G-24 Discussion Paper Series*, N° 5, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD)/ Universidad de Harvard, Centro de Desarrollo Internacional, junio.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2003), "The Colombian economy in the nineties: Capital flows and foreign exchange regimes", *Critical Issues in Financial Reform*, Albert Berry y Gustavo Indart (comps.), New Brunswick, N. J., Transaction Publishers.
- White, William R. (2000), "New strategies for dealing with the instability of financial markets", *The Management of Global Financial Markets*, Jan Joost Teunissen (comp.), La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).
- Williamson, John (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional (IIE), septiembre.
- Wolfensohn, James D. (1998), "The other crisis", *Address to the Board of Governors*, Washington, D. C., Banco Mundial, 6 de octubre.
- Wyplosz, Charles (1999), "International financial instability", *Global Public Goods: International Cooperation in the 21<sup>st</sup> Century*, Inge Kaul, Isabelle Grunberg y Marc A. Stern (comps.), Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Oxford University Press.

## Capítulo II

# **Basilea II y los países en desarrollo: diversificación y efectos en la cartera**

Stephany Griffith-Jones  
Miguel Segoviano  
Stephen Spratt

### **Introducción**

La primera vez que expresamos nuestras reservas con respecto a las consecuencias que podría acarrear el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (Basilea II) fue en enero de 2001<sup>1</sup>, cuando se publicó el segundo documento consultivo de dicho acuerdo. A partir de entonces, se han introducido modificaciones al documento original que, en cierta medida, responden a nuestras reservas originales.

El último trabajo que preparamos sobre el tema fue publicado en el Financial Regulator en septiembre de 2002. En éste reiteramos nuestras dudas acerca de las consecuencias que podrían tener las propuestas para las economías en desarrollo, evaluamos los posibles efectos de las modificaciones que se habían anunciado hasta esa fecha y pusimos de relieve los aspectos que aún resultaban preocupantes, a saber:

i) La aplicación generalizada del método basado en modelos internos (IRB) por parte de los bancos que operan a nivel internacional se traduciría en un aumento (disminución) significativo de los requisitos de

---

<sup>1</sup> Véase Griffith-Jones y Spratt (2001).

capital para otorgar créditos a los deudores peor (mejor) clasificados. En la medida en que los requisitos de capital influyan en el precio y la disponibilidad de crédito bancario internacional, se registraría un acentuado incremento del costo o una reducción del monto de los préstamos internacionales a las economías en desarrollo. Dado que el nivel actual de estos préstamos es muy bajo, existe el peligro de que esta situación se “institucionalice”, de manera que incluso si mejorara la situación mundial, disminuirían notablemente las posibilidades de que los créditos de la banca internacional contribuyeran al desarrollo de los países más pobres.

ii) La utilización de indicadores de riesgo sensibles a la reacción de los mercados -como lo prevén los métodos basados en modelos internos- es intrínsecamente procíclica. El hecho de que los requisitos de capitales marchen a la par con el ciclo económico implica una ampliación de dicho ciclo a medida que los créditos cambian de categoría de riesgo según mejora o empeora la situación económica. En consecuencia, la tendencia natural de los operadores del mercado -incluidos los banqueros- a subestimar los riesgos en períodos de bonanza y a sobrestimarlos en épocas de recesión se estructurará y legitimará mediante la reglamentación propuesta. Por lo tanto, al experimentarse un repunte de la economía, la impresión general de que el riesgo es menor se traduciría en una flexibilización de las condiciones crediticias, lo que fortalecería aún más esta impresión de bajo riesgo. No obstante, esta situación podría prolongar el período de bonanza y favorecer la acumulación de niveles más altos de riesgo sistémico. En contraste, durante una fase descendente o una recesión, el aumento de los requisitos de capital, según lo establece el método basado en modelos internos, reduciría el incentivo para otorgar créditos, y -junto con la dificultad de conseguir capital en un período de recesión- podría ocasionar una restricción pronunciada del crédito, en cuyo caso ni siquiera los proyectos potencialmente rentables podrían conseguir financiamiento. El peligro radica en que un cambio desfavorable de la situación económica pueda derivar en una recesión, o que una recesión existente se prolongue o intensifique.

En vista de las incertidumbres existentes con respecto a los efectos adversos que podría acarrear Basilea II, se llevó a cabo un análisis más general al respecto. De acuerdo con éste, se sostuvo que los principales problemas que enfrentan los países en desarrollo para tener acceso al financiamiento externo con miras a promover su crecimiento y desarrollo son, por una parte, el bajo nivel de flujos financieros de todo tipo (en especial, pero no exclusivamente, los préstamos bancarios) y, por otra, la creciente tendencia cortoplacista y procíclica de dichos flujos (Griffith-Jones, 2002). Dado nuestro pesimismo respecto del panorama general,

continúa preocupándonos seriamente el hecho de que las propuestas de Basilea II puedan exacerbar estas tendencias negativas en lugar de contrarrestarlas.

En el presente trabajo daremos a conocer los resultados del trabajo empírico que realizamos para abordar el primero de los puntos anteriormente señalados. En nuestro último estudio al respecto, se sugiere que una de las razones por las cuales los requisitos de capital contemplados en las nuevas propuestas podrían ser inadecuadamente elevados para las economías en desarrollo es que no toman en cuenta las ventajas de la diversificación internacional. Además se plantea que, si pudiera demostrarse que la correlación de los préstamos distribuidos entre países desarrollados es superior a la que se da entre países desarrollados y en desarrollo, podría sostenerse que el nivel de riesgo de una cartera de préstamos distribuida internacionalmente, que abarcara tanto deudores de países desarrollados como en desarrollo, sería menor - en función del total de la cartera- que si se concentrara solamente en el otorgamiento de créditos a países desarrollados. De ser así, sería posible, y ciertamente conveniente, que el Comité de Basilea incorporara las ventajas de la diversificación internacional en el nuevo Acuerdo.

Este argumento es similar al utilizado para respaldar las últimas modificaciones introducidas (noviembre de 2001) que se traducen en un "aplanamiento" de la curva de capital, con respecto a los préstamos otorgados a la pequeña y mediana empresa (PYME). En las propuestas originales de enero de 2001, se partía implícitamente de la base de que, en promedio, el grado de correlación de los activos era igual a 0.2. Sin embargo, tras investigaciones empíricas llevadas a cabo por el Comité de Basilea, se propuso modificar la base de modelos internos de manera que el coeficiente de correlación disminuyera de 0.2 a 0.1 a medida que aumentara la probabilidad de incumplimiento. Es decir, mientras mayor sea la probabilidad de incumplimiento por parte de estas empresas, menor será el coeficiente de correlación, puesto que la quiebra o la insolvencia pueden obedecer a diversos factores idiosincrásicos y no a factores sistémicos que necesariamente influyen en las perspectivas de las demás pequeñas y medianas empresas.

Las razones para sostener que el grado de correlación de los activos es variable son evidentes. Además, al parecer se reafirma la idea de que esta variabilidad influye en el nivel total de riesgo de una cartera y, en consecuencia, debe manifestarse en los requisitos de capital. Es por esto, que aplicamos este criterio en nuestro trabajo empírico que, como se indicará más adelante, justifica plenamente las razones para introducir una modificación similar en la fórmula de base de los modelos internos respecto de los créditos distribuidos internacionalmente.

El presente trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección I se plantean las hipótesis de trabajo y se hace referencia a las fuentes de información y la metodología utilizada. En la sección II se presentan los resultados del trabajo econométrico. En la sección III se incluyen las simulaciones de las dos carteras de crédito. En la sección IV se analizan las consecuencias que podrían acarrear los resultados obtenidos y se presentan algunas conclusiones. Por último, se incluyen dos anexos, en los que se presentan algunos detalles técnicos sobre el trabajo estadístico y de simulación. En el segundo anexo se discute la metodología utilizada.

## I. Hipótesis, información y fuentes

Durante mucho tiempo, se ha sostenido que una de las principales ventajas de invertir en las economías en desarrollo radica en que su grado de correlación con los mercados bien establecidos es relativamente bajo. Por lo tanto, nuestra primera hipótesis podría plantearse de la siguiente manera:

- H1 - El grado de correlación entre los sectores real y financiero entre las economías desarrolladas es superior al que existe entre las economías desarrolladas y en desarrollo. Hemos comprobado esta hipótesis, primero, centrándonos en la relación directa entre los préstamos y la rentabilidad de la banca internacional y, segundo, de manera más general, en las diversas variables económicas. Todos los resultados obtenidos respaldan de manera significativa la validez de nuestro planteamiento y, por lo tanto, proporcionaron la base de una segunda hipótesis, relacionada específicamente con la labor que lleva a cabo el Comité de Basilea:

- H2 - La relación riesgo/rendimiento de una cartera de préstamos diversificada entre países desarrollados y emergentes es más eficiente que la de una cartera concentrada exclusivamente en países desarrollados. En consecuencia, el nivel general de riesgo de la primera, medido a través de las pérdidas no esperadas, deberá ser menor.

Para comprobar esta hipótesis, simulamos el nivel de pérdidas no esperadas de dos carteras, una en la cual los créditos se distribuyeron equitativamente entre regiones desarrolladas y en desarrollo, y otra, en la que los créditos se otorgaron exclusivamente en regiones desarrolladas. Los resultados de estas simulaciones respaldan inequívocamente la segunda de nuestras hipótesis, pues demuestran que las pérdidas no esperadas que debería enfrentar en un caso extremo una cartera concentrada en deudores de países desarrollados superarían en alrededor del 25% las de una cartera repartida entre países desarrollados y en desarrollo.

A nuestro juicio, todas las pruebas que realizamos, utilizando diversas variables en diversos periodos, proporcionan sólida evidencia en apoyo a nuestra hipótesis. La evidencia se fortalece aún más con los resultados obtenidos de las simulaciones que realizamos a las carteras mencionadas, mediante la aplicación de un método análogo al utilizado por la mayoría de los bancos con sistemas de análisis de riesgos técnicamente más avanzados. Los resultados de dichas simulaciones demuestran las ventajas de la diversificación internacional, como las concebirían los grandes bancos. En su conjunto, la evidencia indica que, para no castigar injustamente a las economías en desarrollo, el Comité de Basilea debería examinar detenidamente la conveniencia de incorporar las ventajas de la diversificación internacional en el documento consultivo final próximo a publicarse. Confiamos en que las pruebas que presentamos a continuación demuestren la validez de esta tesis.

## A. Países examinados

Entre los países examinados se encuentran los siguientes:

Países en desarrollo: Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Panamá, Perú, Venezuela, Filipinas, República de Corea, Malasia, Tailandia, Indonesia, Bulgaria, Polonia, Rusia, Nigeria, Sudáfrica.

Países desarrollados: Estados Unidos, Japón, Alemania, España, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá.

Otros: Singapur, Irlanda, Grecia, Portugal, Finlandia.

## B. Variables analizadas

Cuadro 2.1  
VARIABLES ANALIZADAS

| Clasificación     | Clave              | Descripción   | Periodo   | Frecuencia | Fuente            |
|-------------------|--------------------|---|-----------|------------|-------------------|
| Sector financiero | ROA                | Rentabilidad de los activos (bancarios)                       | 1988-2001 | Anual      | The Banker        |
| Sector financiero | ROC                | Rentabilidad del capital (capital de primera línea)           | 1988-2001 | Anual      | The Banker        |
| Sector financiero | Sindicatos         | Márgenes de los préstamos sindicatos                          | 1993-2002 | Mensual    | BPI               |
| Bonos             | GB <sup>a</sup>    | Índice global de los bonos                                    | 1987-2002 | Diaria     | JP Morgan/Reuters |
| Bonos             | EMBI <sup>b</sup>  | Índice de los bonos de mercados emergentes                    | 1987-2002 | Diaria     | JP Morgan/Reuters |
| Bonos             | EMBI+ <sup>c</sup> | Índice de los bonos de mercados emergentes Plus               | 1987-2002 | Diaria     | JP Morgan/Reuters |
| Acciones          | IFC G <sup>d</sup> | Índice+ de los bonos de mercados emergentes                   | 1990-2002 | Diaria     | CFI/S&P           |
| Acciones          | IFC 1 <sup>e</sup> | S&P Corporación Financiera Internacional (mundial)            | 1990-2002 | Diaria     | CFI/S&P           |
| Acciones          | COMP               | Países en desarrollo enumerados: índice compuesto de acciones | 1990-2002 | Diaria     | Reuters           |

(Continuación)

Cuadro 2.1 (conclusión)

| Clasificación | Clave  | Descripción                                   | Periodo   | Frecuencia | Fuente  |
|---------------|--------|---|-----------|------------|---|
| Macro         | GDP    | Tasa de crecimiento del PIB                   | 1985-2000 | Semestral  | FMI, Banco mundial (cálculos de los autores)      |
| Macro         | GDP HP | Descomposición del PIB según Hodrick-Prescott | 1950-1998 | Anual      | Estadísticas nacionales (cálculos de los autores) |
| Macro         | STIR   | Tasa de interés nominal de corto plazo        | 1985-2000 | Semestral  | Estadísticas nacionales (BPI) o FMI, CFI          |
| Macro         | STIRR  | Tasa interés real de corto plazo              | 1985-2000 | Semestral  | Estadísticas nacionales (BPI) o FMI, CFI          |

Fuente: Elaborado por los autores.

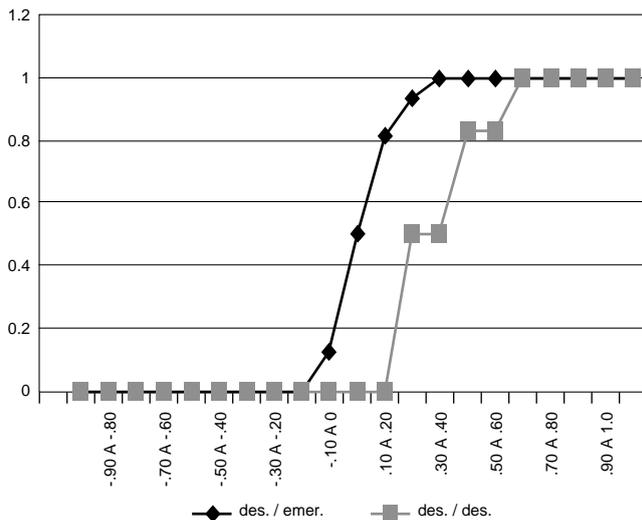
### Notas:

- <sup>a</sup> El GBI se compone de bonos públicos internos de tasa fija que se transan regularmente. El mercado de deuda interna de los países comprendidos es líquido y de libre acceso para los inversionistas extranjeros. El GBI excluye los pagarés con interés variable, los bonos perpetuos, los bonos con vencimiento a menos de un año, los bonos destinados a mercados internos debido a razones tributarias, los bonos redimibles (con opción de venta) y los bonos convertibles.
- <sup>b</sup> El EMBI incluye los llamados bonos Brady, denominados en dólares de los Estados Unidos, eurobonos, préstamos e instrumentos de deuda interna emitidos por entidades soberanas y cuasi soberanas.
- <sup>c</sup> EMBI+ es una ampliación del EMBI. El índice registra a todos los instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera de los mercados emergentes.
- <sup>d</sup> El IFC G (mundial) es un índice accionario de los mercados emergentes elaborado conjuntamente por la CFI y S&P. No toma en cuenta las restricciones a la propiedad extranjera que limitan el acceso a algunos mercados y acciones determinadas.
- <sup>e</sup> El IFC I (invertible) se ajusta de manera de indicar las restricciones a las inversiones extranjeras en los mercados emergentes. En consecuencia, representa un panorama más preciso del universo real al alcance del inversionista.

## II. Resultados

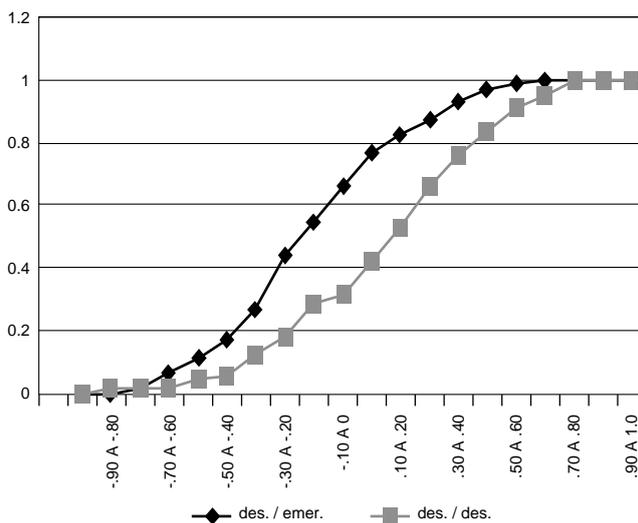
Todas las pruebas de significación estadística realizadas respaldan plenamente nuestra primera hipótesis. En cada uno de los casos, se realizaron pruebas en las que se hizo uso de la función de distribución acumulativa a fin de determinar la validez de los resultados obtenidos. Éstas tuvieron por objeto demostrar que, para un grado de correlación determinado  $x$ , la probabilidad de que la correlación sea menor a  $(x)$  es mayor en la serie de países desarrollados/emergentes, que en la serie de países desarrollados/desarrollados. En los gráficos 2.1 y 2.2 se muestran los resultados obtenidos en dos de estas pruebas que confirman este hecho (en relación con los resultados del resto de las variables analizadas, véase el anexo1). Asimismo, los resultados presentados en el cuadro 2.2 refuerzan la primera de nuestras hipótesis. A continuación presentamos los resultados específicos del sector financiero y, luego, aquellos relativos a las variables económicas y financieras de carácter más general.

Gráfico 2.1  
 PRUEBAS DE DOMINANCIA ESTOCÁSTICA PARA DETERMINAR LA CORRELACIÓN  
 ENTRE LOS MÁRGENES DE LOS CRÉDITOS SINDICADOS (1993-2002)



Fuente: Elaborado por los autores.

Gráfico 2.2  
 PRUEBAS DE DOMINANCIA ESTOCÁSTICA PARA DETERMINAR LA CORRELACIÓN  
 DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL DE LOS BANCOS



Fuente: Elaborado por los autores.

Cuadro 2.2  
PRUEBAS ESTADÍSTICAS

| Variable   | Período   | Frecuencia | Coficiente medio de correlación entre países desarrollados | Coficiente medio de correlación entre países desarrollados y emergentes | Prueba estadística ( $H_0: x = M$ ) y valor crítico de 0.05% de la prueba unilateral entre paréntesis |
|------------|-----------|------------|--|---|---|
| Margen     | 1993-2002 | Mensual    | 0.37   | 0.14  | 3.33 (3.29)   |
| ROA        | 1988-2001 | Anual      | 0.10   | -0.08   | 4.40 (3.29)   |
| ROC        | 1988-2001 | Anual      | 0.14   | -0.11   | 6.92 (3.29)   |
| PIB        | 1985-2000 | Semestral  | 0.44   | 0.02  | 9.08 (3.29)   |
| PIB HP     | 1950-1998 | Anual      | 0.35   | 0.02  | 9.41 (3.29)   |
| STIR       | 1985-2000 | Semestral  | 0.72   | 0.23  | 11.09 (3.29)  |
| STIRR      | 1985-2000 | Semestral  | 0.66   | 0.22  | 10.93 (3.29)  |
| GBI-EMBI   | 1991-2002 | Diario     | 0.78   | 0.53  | 5.45 (3.29)   |
| GBI-EMBI   | 1991-1997 | Diario     | 0.90   | 0.74  | 4.64 (3.29)   |
| GBI-EMBI   | 1998-2002 | Diario     | 0.42   | 0.09  | 5.87 (3.29)   |
| CFI - COMP | 1990-2000 | Diario     | 0.58   | -0.15   | 7.83 (3.29)   |
| IFCG. COMP | 1990-2000 | Diario     | 0.58   | -0.17   | 8.06 (3.29)   |

Fuente: Elaborado por los autores.

Como puede apreciarse en el cuadro 2.2, se comprobaron todos los resultados a fin de asegurar que fueran estadísticamente significativos. En la totalidad de los casos, éstos fueron significativos con un nivel de confiabilidad del 99%. Además, se rechazó claramente la hipótesis nula de que, en promedio, la correlación media entre ambas series (desarrollados/emergentes y desarrollados/desarrollados) fuese igual ( $H_0: M_x = M_y$ ).

En el cuadro 2.1 se observa claramente que en nuestras pruebas utilizamos una amplia gama de variables financieras, de mercado y macroeconómicas. Si bien se podrían criticar individualmente cada una de estas variables, debido a que por si solas constituyen un indicador imperfecto del comportamiento de un mercado financiero, podríamos argumentar que la evidencia empírica refuerza nuestra hipótesis, ya que a pesar de dichas imperfecciones en la información, cada una de ellas arrojó resultados consistentes, a pesar de que podrían haberse visto afectadas por diferentes causas económicas. Por lo tanto, es muy probable que se eliminen las distorsiones en los datos, pues es poco probable que obedezcan a causas comunes. En consecuencia, el hecho de que todas las pruebas estadísticas realizadas, sea cual fuere la variable (período considerado o frecuencia), apunten en la misma dirección, y que luego de ser sometidas a otras pruebas resulten estadísticamente significativas, demuestra inequívocamente la validez de nuestra primera hipótesis.

En el caso de los márgenes de los préstamos bancarios sindicados, y partiendo del supuesto de que son indicativos del nivel de riesgo de tales préstamos -y, en consecuencia, un indicador aproximado de la probabilidad de incumplimiento-, es evidente que el riesgo medido de esta forma tiene una mayor tendencia a aumentar y disminuir conjuntamente entre las regiones desarrolladas, que en el caso de las regiones desarrolladas y en desarrollo. Por consiguiente, este primer resultado parece respaldar nuestra hipótesis. Es decir, en el período 1993-2002, un banco con una cartera de préstamos distribuida entre las principales regiones desarrolladas y en desarrollo habría gozado de los beneficios de la diversificación. En efecto, el grado de correlación de los riesgos que acompañan a los créditos otorgados a cada una de estas regiones habría sido menor que si la cartera hubiese estado concentrada únicamente en mercados desarrollados.

Asimismo, el hecho de que la correlación entre la rentabilidad de los bancos en mercados emergentes y la de los bancos en mercados desarrollados sea levemente negativa, en tanto que la correlación entre la rentabilidad de los bancos en mercados desarrollados es ligeramente positiva, refuerza aún más nuestra hipótesis sobre las ventajas de la diversificación. No obstante, si bien hay muchos factores que influyen en la rentabilidad del sistema bancario de un país, parece razonable suponer que uno de los más importantes sería la incidencia de los préstamos impagos en su economía. En general, es probable que la solidez y rentabilidad consiguiente de la economía de un país influya notablemente en la rentabilidad de su sector bancario. De esta manera, en el período considerado, un banco que hubiese otorgado créditos a bancos y empresas de diversos países desarrollados y en desarrollo se habría visto favorecido por la diversificación, en comparación con uno que hubiese concentrado sus préstamos exclusivamente en mercados desarrollados.

Por otra parte, pese a ser más generales, los resultados obtenidos del análisis de las variables macroeconómicas indican una mayor tendencia de las economías desarrolladas a evolucionar paralelamente, en comparación con las economías desarrolladas y en desarrollo. Si se parte de la base de que la incidencia de los créditos impagos de una economía es, al menos en forma parcial, inversamente proporcional a la tasa de crecimiento del PIB, entonces habría menos probabilidades de que en los bancos, cuya cartera esté diversificada a nivel internacional, se produzca simultáneamente un incremento pronunciado de la incidencia de esta clase de préstamos. En cambio, en el caso de los bancos que concentren sus operaciones de crédito en los mercados bien establecidos, cuya correlación es mayor, la probabilidad sería más alta. Similares consecuencias pueden esperarse si se consideran las fluctuaciones de las tasas de interés de corto plazo como un indicador aproximado del ciclo económico -ya que el alza de las tasas

indica el término del ciclo ascendente y viceversa-, lo que respalda aún más nuestra tesis. Al igual como sucede con el crecimiento del PIB, el hecho de que en los países desarrollados los ciclos económicos -y en consecuencia las fluctuaciones de las tasas de interés de corto plazo- tengan más correlación que entre países desarrollados y en desarrollo, indica que seguramente la incidencia de préstamos impagos será mayor en los primeros que en los segundos.

Para muchos operadores del mercado, las fluctuaciones del precio y rendimiento de los bonos gubernamentales representan un buen indicador de las bases económicas de un país y de las expectativas de los mercados sobre el mismo. El hecho de que en los países desarrollados el valor de los bonos marche mucho más a la par que en una combinación de países desarrollados y en desarrollo indica que en los primeros existe un grado más estrecho de correlación entre las bases económicas y la percepción de los mercados al respecto. Similares resultados se obtuvieron al analizar mercados bursátiles de algunos países. Nuestras pruebas revelan una menor correlación entre los mercados bursátiles de los mercados desarrollados y en desarrollo. En consecuencia, en la medida en que el mercado bursátil de un país sea el reflejo de las bases económicas y de la percepción de los inversionistas acerca de dicho país, el hecho de que haya menos correlación entre los países desarrollados y en desarrollo confirma aún más nuestra primera hipótesis.

Las pruebas mencionadas anteriormente respaldan claramente nuestra hipótesis de que el riesgo general de un banco, cuya cartera esté distribuida a nivel internacional entre deudores de países desarrollados y en desarrollo, será menor que el de aquél que otorgue créditos exclusivamente a países desarrollados. Con el objeto de comprobar esta hipótesis en el contexto específico de una cartera de préstamos de un banco, realizamos un ejercicio de simulación a fin de evaluar las pérdidas no esperadas que podrían producirse si la cartera estuviera diversificada entre países desarrollados o bien entre regiones desarrolladas y en desarrollo.

### **III. Simulaciones de carteras de préstamos**

Para comprobar nuestra segunda hipótesis, construimos dos carteras de préstamos simuladas a fin de evaluar las pérdidas no esperadas que cada una de éstas podría sufrir. De esta manera, se puede comparar directamente el comportamiento simulado de una cartera diversificada entre regiones desarrolladas y en desarrollo con el de una cuyos préstamos se concentren exclusivamente en los mercados desarrollados.

A continuación presentamos el marco básico para nuestra metodología y los resultados obtenidos. En el anexo 2 se presenta información más detallada, así como datos técnicos sobre la construcción de las carteras simuladas.

## **A. Marco básico para la simulación de carteras**

La calidad crediticia de la cartera de un banco puede variar en cualquier momento, de manera que se hace necesario calcular con frecuencia las pérdidas que éste podría sufrir en diversas circunstancias. Dada la variabilidad a que está sujeta una cartera, es probable que el cálculo de las reservas preventivas no sea el mismo para los distintos períodos. La diferencia entre las reservas preventivas calculadas para los distintos períodos (debido a los cambios en la calidad de los créditos) hace que el banco pueda sufrir pérdidas, las que en situaciones extremas podrían mermar su capital. Estas pérdidas se denominan “pérdidas no esperadas”. De hecho, nuestra segunda hipótesis postula que las pérdidas no esperadas de una cartera diversificada entre mercados desarrollados y en desarrollo serán menores que las de una concentrada exclusivamente en mercados desarrollados. En principio, los resultados obtenidos a partir de nuestro análisis estadístico, en virtud del cual se comprobó que el coeficiente de correlación de las carteras que combinan mercados de países desarrollados y en desarrollo es menor que las que se concentran exclusivamente en mercados desarrollados, respaldan esta hipótesis.

## **B. Simulación**

La metodología utilizada corresponde a una modificación del conocido modelo CreditMetrics, que ha sido aplicado ampliamente para calcular las pérdidas no esperadas de una cartera. Adoptando un método análogo, construimos dos carteras simuladas: en la primera, los préstamos se distribuyeron equitativamente en las principales regiones desarrolladas y en desarrollo;<sup>2</sup> en la segunda, éstos se concentraron exclusivamente en las regiones desarrolladas. Posteriormente, programamos un algoritmo, en el cual se simularon diez mil “escenarios de calidad” diferentes que podrían afectar a dichas carteras y provocar, en consecuencia, cambios en

---

<sup>2</sup> Entre las regiones en desarrollo figuran África y el Medio Oriente, Asia y el Pacífico, los países en desarrollo de Europa y América Latina. Entre las regiones desarrolladas se incluyen los países miembros de la Unión Europea (no pertenecientes a la Unión Monetaria Europea), otros países industrializados y centros extraterritoriales.

la clasificación crediticia. Cada escenario muestra un cambio en el valor de mercado de los activos de los acreedores de la cartera y, por lo tanto, permite evaluar la diferencia entre la calidad inicial y la calidad final del crédito. Una vez simulados los escenarios de calidad de la cartera de préstamos, se pueden calcular las pérdidas o ganancias generadas por la diferencia entre su calidad inicial y final.

Las pérdidas o ganancias registradas en este proceso de simulación se utilizaron para construir un histograma, en el que se resume la distribución de las pérdidas de la cartera. A partir de esta distribución, se definió un valor en riesgo (VaR) a partir del cual se obtiene el valor de las pérdidas no esperadas de la cartera.<sup>3</sup> Estas pérdidas, divididas por el monto total de la cartera, representan el porcentaje que, dada una probabilidad determinada (definida en función del percentil elegido), podría perderse en un caso extremo.

### C. Resultados

Los resultados de las simulaciones realizadas, que figuran a continuación, respaldan firmemente nuestra segunda hipótesis.

Cuadro 2.3  
COMPARACIÓN DE CARTERAS NO DIVERSIFICADAS POR INDUSTRIA  
(En porcentajes)

| Cartera diversificada entre países desarrollados y en desarrollo |                |                       | Cartera diversificada entre países desarrollados |                |                       |                       |
|--|----------------|-----------------------|--|----------------|-----------------------|-----------------------|
| Percentil  | Valor pérdidas | Pérdidas no esperadas | Percentil  | Valor pérdidas | Pérdidas no esperadas | Diferencia porcentual |
| Total nivel de préstamos = 117,625,333.00                        |                |                       | Total nivel de préstamos = 117,625,333.00        |                |                       |                       |
| 99.8   | 22,595,312     | 19.21                 | 99.8   | 27,869,349     | 23.69                 | +23.34                |
| 99.9   | 26,390,246     | 22.44                 | 99.9   | 32,187,075     | 27.36                 | +21.96                |

Fuente: Elaborado por los autores.

<sup>3</sup> Naturalmente, la aplicación del modelo de cálculo del valor en riesgo a la gestión del riesgo plantea muchos problemas y es objeto de críticas. Sin embargo, este tipo de problemas escapa el alcance del presente trabajo. En nuestro estudio, la simulación tiene por objeto demostrar, en términos generales, la diferencia relativa en materia de pérdidas no esperadas que podría experimentar cada cartera, como hacen actualmente muchos grandes bancos que operan a nivel internacional.

Como puede apreciarse en el cuadro 2.3, en el caso de la cartera concentrada en deudores de países desarrollados, las pérdidas no esperadas son, en promedio, un 23% más elevadas que si la cartera hubiese estado distribuida entre países desarrollados y en desarrollo.

#### **D. Discusión**

Las simulaciones muestran claramente que, a nivel de carteras, la relación entre los riesgos y el rendimiento de los bancos es más favorable cuando los créditos están distribuidos a nivel internacional. Dado que los requisitos de capital deberían supuestamente cubrir las pérdidas no esperadas, el hecho de que en nuestra simulación éstas sean menores cuando la cartera está diversificada revela que, para indicar con precisión el riesgo real que pueden enfrentar los bancos, Basilea II debería tener en cuenta el efecto de la diversificación.

Naturalmente, siempre se pueden poner en tela de juicio las premisas sobre las cuales se basa una simulación. En el presente trabajo, intentamos asegurar que nuestros postulados fueran lo más razonables posible. Uno de los aspectos que consideramos detenidamente fue que la decisión de partir de la base de que dentro de los países no había diversificación por industrias podría impedir que los países desarrollados, que generalmente tienen más industrias que los países en desarrollo, se vieran favorecidos por la diversificación. Sin embargo, llegamos a la conclusión de que posiblemente se hayan sobrestimado las presuntas ventajas de esta diversificación. Algunos estudios empíricos recientes, elaborados por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, confirman esta impresión (Acharya, Hasan y Saunders, 2002). Utilizando datos correspondientes a 105 bancos italianos para el período 1993-1999, dichos autores buscaron pruebas empíricas que respaldaran las ventajas que, en teoría, tendría la diversificación industrial, sectorial y geográfica. Aunque son bastante sorprendentes, los resultados parecen reforzar a la vez las premisas sobre las cuales se basa la simulación de la cartera de préstamos (es decir, que no hay efectos de diversificación aparentes entre las industrias) y, lo que es aún más importante, las conclusiones generales de nuestro trabajo empírico.

Por consiguiente, a partir de los resultados obtenidos con respecto a la rentabilidad y el riesgo de los créditos bancarios, el estudio llega a la conclusión de que, en el caso de los bancos (italianos) examinados en el estudio, la diversificación de los préstamos entre industrias produce una relación riesgo/rendimiento ineficiente; la diversificación por sectores produce una relación riesgo/rendimiento ineficiente para los bancos cuyo nivel de riesgo es relativamente elevado; y la diversificación geográfica

efectivamente mejora la relación riesgo/rendimiento de los bancos cuyo nivel de riesgo es bajo o moderado (Acharya, Hasan y Saunders, 2002, p.5).

Sin embargo, para cerciorarnos de que esta hipótesis no distorsiona los resultados de la simulación, realizamos una segunda serie de simulaciones. En este caso, se partió de la base de que había diversificación, tanto geográfica como por industrias. Como se observa en el cuadro 2.4, esta modificación, que se asemeja más a la realidad, tiene como consecuencia la reducción de casi el 50% de las pérdidas no esperadas de la cartera; por lo tanto, ahora se acercan más al 8%, cifra que se registra frecuentemente en la realidad y que constituye la base de los requisitos de capital que, a juicio del Comité de Basilea, se aplican al sistema en su conjunto.

Cuadro 2.4  
COMPARACIÓN DE DOS CARTERAS SIMULADAS DIVERSIFICADAS POR  
INDUSTRIAS  
(En porcentajes)

| Cartera diversificada entre países desarrollados y en desarrollo |                |                       | Cartera diversificada entre países desarrollados |                |                       |                       |
|--|----------------|-----------------------|--|----------------|-----------------------|-----------------------|
| Total nivel de préstamos = 117,625,333.00                        |                |                       | Total nivel de préstamos = 117,625,333.00        |                |                       |                       |
| Percentil  | Valor pérdidas | Pérdidas no esperadas | Percentil  | Valor pérdidas | Pérdidas no esperadas | Diferencia porcentual |
| 99.8   | 15,111,321     | 12.85                 | 99.8   | 17,665,318     | 15.02                 | 16.90                 |
| 99.9   | 15,358,788     | 13.06                 | 99.9   | 17,960,850     | 15.27                 | 16.94                 |

Fuente: Elaborado por los autores.

Asimismo, esta modificación también reduce, aunque en menor medida, la diferencia entre las pérdidas no esperadas simuladas en ambas carteras. Sin embargo, la diferencia, de casi 17% en promedio, continúa siendo muy significativa y, por lo tanto, reafirma aún más la solidez de los resultados obtenidos.

Otro aspecto que examinamos fue el hecho de que las correlaciones no son constantes en el tiempo. Por supuesto, el peligro radica en que en los mercados emergentes, las correlaciones aumentan radicalmente en situaciones de crisis, a medida que el contagio propaga la crisis de un país o región a otro. En consecuencia, el efecto de la diversificación en dichos países se ve mermado. En este caso, puede ocurrir que una cartera diversificada en varias regiones emergentes y en desarrollo se vea afectada simultáneamente en cada una de ellas. Sin embargo, aunque ésta sea probablemente la impresión general acerca del comportamiento de los

mercados emergentes en situaciones de crisis, quizás sólo sea aplicable a un número limitado de casos en que se den determinados requisitos. Actualmente, y de hecho en la mayoría de los casos, ello no es así. Kaminsky, Reinhart y Vegh (2002) examinaron doscientos años de crisis financieras en países desarrollados y en desarrollo, en busca de pruebas de contagio, y llegaron a la conclusión de que es posible que se produzca un contagio “virulento” como el aquí descrito, pero únicamente en determinadas circunstancias. Entre las principales crisis que han afectado a los mercados de países emergentes desde 1980, se sostiene que las crisis mexicanas de 1982 (debida a problemas de insolvencia) y de 1994, la crisis de Tailandia de 1997 (tras la devaluación del baht tailandés) y la crisis rusa de 1998, efectivamente produjeron un efecto de contagio importante. Sin embargo, salvo por el caso de la moratoria rusa, que afectó a todas las regiones emergentes y en desarrollo, así como en gran medida al mundo desarrollado (Davis, 1999), el contagio resultante de otras crisis se limitó a la misma región. Por lo tanto, si la cartera hubiese estado distribuida en todas las regiones emergentes y en desarrollo no se habrían producido simultáneamente problemas de la magnitud descrita anteriormente. Por otra parte, en casos más recientes, tales como la devaluación de Brasil en 1999 y de Turquía a comienzos de 2001 y los problemas desencadenados en Argentina hacia fines de 2001, el contagio ha sido mucho menor y no se ha convertido en un fenómeno de alcance general en los mercados emergentes.

Kaminsky, Reinhart y Vegh (2002) sugieren que, para que una crisis se propague más allá de los límites regionales, debe ser precedida por un período de auge o una “burbuja” de inversiones. De esta manera, los actores que se encuentran fuera de la región se involucran en lo que sucede en ella, por lo que en cierta medida la crisis puede propagarse por vía de los acreedores comunes, a otras regiones emergentes e incluso en desarrollo. El contexto actual no está marcado ciertamente por un período de bonanza en materia de flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, es poco probable que se produzca nuevamente este tipo de situaciones en el futuro previsible, si se garantiza que no se darán las condiciones necesarias para contagiar a todo el sistema. De esta manera, las ventajas de una diversificación amplia seguirán siendo reales.

Asimismo, Kaminsky y Reinhart (2002, p.3) señalan que a raíz de las crisis que han producido un efecto de contagio más allá de la región vecina del país afectado, se han visto perturbados los mercados de activos de algunos de los centros financieros más importantes a nivel internacional (el mundo desarrollado). A su juicio, los centros financieros cumplen una función decisiva en la propagación de las perturbaciones financieras. Cuando éstos siguen siendo seguros, los problemas que enfrenta un mercado emergente se detienen en el límite de la región.

## IV. Conclusiones

La nueva propuesta del acuerdo de Basilea tiene por objeto armonizar de una mejor manera los requerimientos de capitalización con el riesgo real que los bancos tomen. Se sostiene que este proceso hará que los créditos bancarios tengan un marco regulatorio más sólido y eliminará las numerosas anomalías que se perciben en el acuerdo existente. En el presente trabajo, hemos tratado de demostrar que las nuevas propuestas podrían aumentar el costo o reducir el volumen de los créditos bancarios que se otorgan a los países en desarrollo, debido a que harían mucho más estrictos los requisitos necesarios para proporcionar capital a deudores de alto riesgo. Ello se justifica debido a que el capital asociado con los deudores peor (mejor) clasificados debe aumentar (disminuir) significativamente según las circunstancias, lo que simplemente reflejaría una mayor precisión en la medición del riesgo.

Sin embargo, como se demostró en el presente trabajo, el hecho de que hasta ahora las propuestas no hayan tenido en cuenta las ventajas de la diversificación internacional indica que, al menos en este caso, no se ha medido el riesgo con exactitud. Es decir, al excluir la posibilidad de que los requerimientos de capital impuestos a los bancos excluyan los efectos de la diversificación, se impone una medida inexacta del riesgo real a nivel de la cartera. Actualmente, los bancos más tecnificados toman en cuenta los efectos de la diversificación en sus estrategias de préstamos internacionales. El hecho de que la propuesta de Basilea II no permita tomar en cuenta dicho efecto, sugiere que el capital regulatorio que se asociará a los préstamos a los países en desarrollo será superior al que los bancos se reservarían, y de hecho se reservan, basándose en sus propios modelos.

El Comité de Basilea ya ha introducido una serie de modificaciones a las propuestas presentadas en enero de 2001, entre las cuales la más importante es aquella que permite que la función de los modelos internos de riesgo tenga en cuenta la variable de correlación de los activos en relación con el incumplimiento y las variables relativas a la pequeña y mediana empresa (PYME). Cuando se dio a conocer el segundo documento consultivo, la impresión general fue que los préstamos a la pequeña y mediana empresa podrían verse afectados si aumentaban las exigencias de capitalización para su otorgamiento. Tras intensas negociaciones, el Comité de Basilea ha reconsiderado el asunto. No cabe duda de que los cambios generales que se han introducido a los modelos internos de riesgo, en el caso de los créditos otorgados a las pequeñas y medianas empresas (en virtud de los cuales la curva se ha aplanado significativamente), favorecerán a dichas empresas. El Comité ha ido más allá y en julio de 2002 dio a conocer un documento, en el que se hizo hincapié en los aspectos relevantes en los que se había llegado a acuerdo.

Entre éstos, se acordó dar un tratamiento especial a la pequeña y mediana empresa, que describimos a continuación.

Reconociendo el distinto grado de riesgo presente en las pequeñas y medianas empresas, y de acuerdo con el método de base de modelos internos para los créditos otorgados al sector privado, los bancos podrán hacer una distinción entre los préstamos a pequeñas y medianas empresas (definidas como aquellas cuyas ventas anuales son inferiores a 50 millones de euros) y los préstamos a empresas más grandes. De acuerdo con el tratamiento propuesto, se permitirá que los requisitos de capital para la participación en inversiones de pequeñas y medianas empresas sean más flexibles que aquellos exigidos a las empresas más grandes. La reducción del monto de capital requerido podrá ser incluso de 20% según la importancia del prestatario y debería traducirse en una baja de aproximadamente 10% en promedio en el conjunto de las pequeñas y medianas empresas prestatarias dentro del marco básico de modelos internos para los préstamos otorgados al sector privado (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 2002).

Así, en el caso de los créditos otorgados a pequeñas y medianas empresas, el Comité de Basilea ha reconocido las consecuencias que puede tener la diferencia de correlación de los activos en el nivel de riesgo de la cartera. Los resultados obtenidos justifican plenamente la introducción de una modificación similar respecto de los créditos diversificados a nivel internacional.

Evidentemente, corresponde al propio Comité de Basilea determinar la forma en que habrán de incorporarse estas conclusiones. Dada su experiencia y competencia profesional, a estas alturas no quisiéramos sugerir cómo podrían realizarse tales modificaciones. Sin embargo, dados los cambios que ya se han introducido en la base de los modelos internos, en el caso del sector de la pequeña y mediana empresa, así como el hecho de que los cambios que proponemos parecerían tener una base al menos igualmente sólida, no existen razones teóricas, empíricas ni prácticas que impidan que se realicen cambios a fin de incorporar las ventajas de la diversificación internacional. En consecuencia, instamos al Comité de Basilea a introducir estas conclusiones en el documento consultivo final, que debe darse a conocer en el segundo trimestre del año 2004. Estamos dispuestos a cooperar con el Comité, si así lo desea, en esta importante labor.

## Bibliografía

- Acharya, V., I. Hasan y A. Saunders (2002), *Should Banks Be Diversified? Evidence from Individual Bank Loan Portfolios*, BIS Working Paper, N° 118, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), septiembre.
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (2002), "Basel Committee reaches agreement on New Capital Accord issues" [<http://www.bis.org/press/p020710.htm>]
- Davis, E.P. (1999), "Russia/LTCM and market liquidity risk", *The Financial Regulator*, vol. 4/2, Londres.
- Griffith-Jones, S. (2002), "Capital Flows to Developing Countries: Does the Emperor Have Clothes?", Sussex, Institute of Development Studies.
- Griffith-Jones, S. y S. Spratt (2001), "Will the proposed new Basel Capital Accord have a net negative effect on developing countries?", Brighton, Institute of Development Studies.
- Griffith-Jones, S., S. Spratt y M. Segoviano (2002), "Basel II and developing countries", *The Financial Regulator*, vol. 7, N° 2, septiembre.
- J.P. Morgan (1997), *CreditMetrics Technical Document*, Nueva York.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (2002), *The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil*, Washington, D.C., George Washington, University, versión preliminar.
- Kaminsky, G., C. Reinhart y C. Vegh (2002), *Two Hundred Years of Contagion*, por aparecer.
- Markowitz, Harry (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Nueva York, John Wiley and Sons.
- Merton, Robert C. (1974), "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates", *Journal of Finance*, vol. 29.
- Persaud, Avinash (2001), *Sending the Herd off the Cliff-Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market-Sensitive Risk Management Practices*, State Street Bank, marzo.
- Segoviano, M. (1998), "Basel II v.s. Creditmetrics", Londres, London School of Economics.
- Zigrand, J.P. y J. Danielsson (2001), *What Happens When You Regulate Risk? Evidence from a Simple Equilibrium Model*, FMG Discussion papers, N° 393, Londres.

## **Anexos**



# Anexo 1

## GRÁFICOS A1-1 - A1-8 PRUEBAS DE LA FUNCION DE DISTRIBUCIÓN ACUMULADA (Correlaciones / probabilidad)

Gráfico 1. Pruebas de predominio estocástico de primer orden para determinar las correlaciones de los márgenes de los préstamos de consorcio (1993-2002)

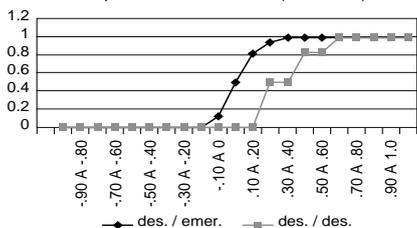


Gráfico 5. Pruebas de predominio estocástico de primer orden para determinar la correlación de las tasas de interés real de corto plazo (1985-2000)

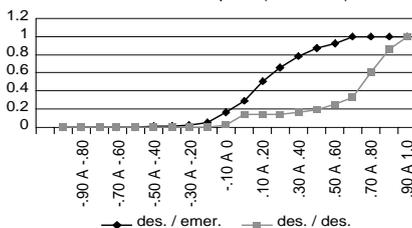


Gráfico 2. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación de la rentabilidad del capital de los bancos (1988-2001)

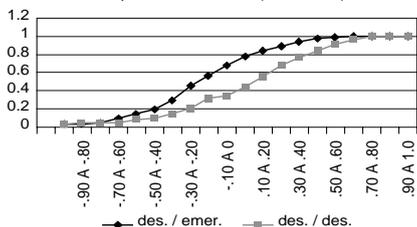


Gráfico 6. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación de las fluctuaciones de la bolsa de valores (IFCI-COMP: 1990-2002)

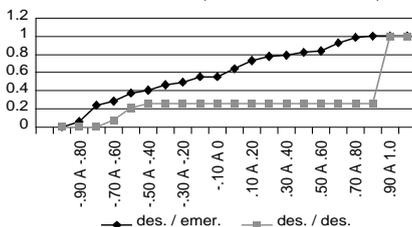


Gráfico 3. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación de la rentabilidad de los activos bancarios (1988-2001)

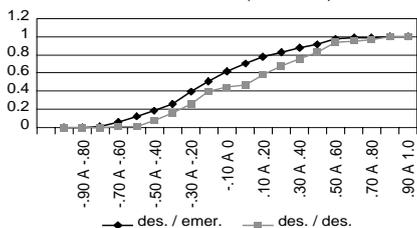


Gráfico 7. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación de las fluctuaciones de la bolsa de valores (IFC. G. COMP: 1990-2002)

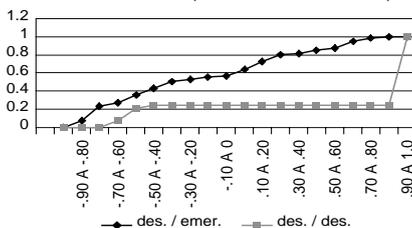


Gráfico 4. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación del crecimiento del PIB (1985-2000)

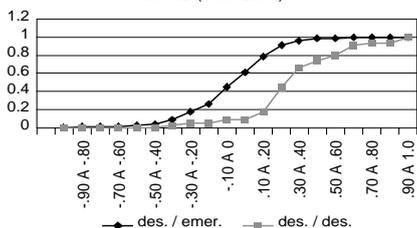
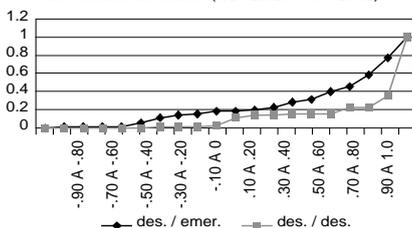


Gráfico 8. Pruebas de dominancia estocástica de primer orden para determinar la correlación de las fluctuaciones del mercado de bonos. (GBI-EMBI: 1991-2002)



## Anexo 2

### I. Cálculo de las pérdidas no esperadas

Dado que la calidad de la cartera crediticia de los bancos puede cambiar en cualquier momento, es necesario calcular frecuentemente las “pérdidas esperadas” que dicha cartera podría experimentar bajo diferentes situaciones de riesgo. En vista de que dichos cambios en la calidad crediticia son continuos, lo más probable es que el cálculo de las reservas preventivas sea diferente según el período de referencia. La diferencia entre las reservas preventivas calculadas para distintos períodos da lugar a que los bancos puedan sufrir pérdidas, las que en casos extremos podrían llegar a menoscabar su capital. Esta clase de pérdidas se denominan “pérdidas no esperadas” y su cálculo constituye el objeto del presente anexo.

Las pérdidas no esperadas se generan debido a los cambios en la calidad de los créditos que constituyen una cartera. Para construir un modelo de estas variaciones en la calidad de los créditos, aplicamos un método basado en la teoría de la cartera.

Este método (Markowitz, 1952) ha sido ampliamente documentado y aplicado en diversos estudios financieros. Según éste, los inversionistas forman su cartera de inversiones prestando especial atención a que exista una relación óptima entre el riesgo y el rendimiento. Para ello, los modeladores de riesgo de crédito han desarrollado técnicas de evaluación de riesgo que toman en cuenta los efectos que puede tener la diversificación de la cartera. Si bien es cierto que estos métodos pueden perfeccionarse,<sup>4</sup> estamos convencidos de que el efecto que tiene la diversificación de la cartera puede y debe formar parte de la evaluación de riesgo con fines regulatorios. Como sostuvimos en la parte central de este trabajo y en documentos anteriores, el hecho de que el marco regulatorio propuesto castigue solamente a quienes asumen un riesgo elevado y no estimule la diversificación de la cartera se traducirá en resultados económicos negativos.

En el presente anexo, presentamos una variante del modelo “CreditMetrics”<sup>5</sup> que se ha utilizado para simular las pérdidas no esperadas de los créditos de las carteras examinadas. Se ha considerado

---

<sup>4</sup> En esta oportunidad, no nos proponemos examinar las mejoras que podrían introducirse en cada método.

<sup>5</sup> Elegimos este modelo debido a la facilidad para construirlo y a la disponibilidad de datos. No pretendemos pronunciarnos en favor de una técnica específica para construir modelos de los riesgos del crédito.

que este modelo proporciona una visión adecuada de una cartera de créditos, pues considera la correlación entre los créditos que la integran, lo cual determina el costo de la concentración excesiva y las ventajas de la diversificación (J.P. Morgan, 1997). El propósito de este anexo es dar a conocer las modificaciones introducidas en el método a fin de hacer posible su aplicación. A continuación presentamos algunos datos técnicos sobre el método CreditMetrics, que hemos denominado “Modelo exhaustivo del riesgo de crédito” (*Full Credit Risk Model, FCRM*).

## **II. Modelo exhaustivo del riesgo de crédito**

En diversos estudios empíricos, se sostiene que los incumplimientos crediticios están correlacionados. En este documento, se demuestra igualmente que el riesgo crediticio puede ser diversificable. Para calcular la diversificación de la cartera, habría que estimar las probabilidades de que cambie conjuntamente la calidad crediticia de cada uno de los créditos que conforman dicha cartera y que éstos se trasladen a cada una de las posibles categorías. Para ello, deberíamos conocer una serie de tablas de probabilidad conjunta equivalente al número de pares de créditos que conforman una cartera. Sin embargo, ello no puede lograrse debido a la falta de datos e información, su complejidad y el costo que implica.

El modelo CreditMetrics se basa en dos elementos principales:

i) El método de Merton para construir modelos de las variaciones en la calidad del crédito.

ii) Un método indirecto para construir modelos de la correlación entre los créditos que conforman una cartera.

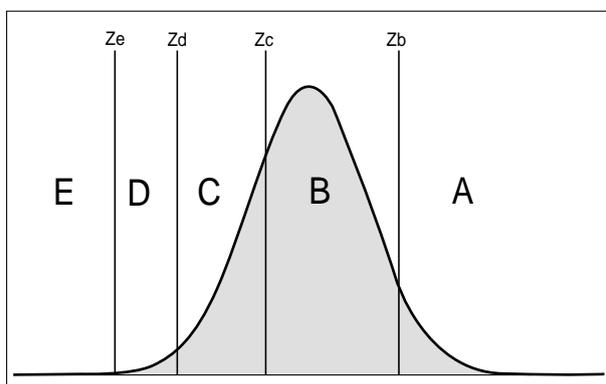
Finalmente, tras construir una matriz de correlaciones entre pares de acreedores, este método simula las pérdidas no esperadas de la cartera.

### **A. El método de Merton para construir modelos de las variaciones en la calidad del crédito**

El método de Merton parte de la base de que el capital propio de una empresa puede concebirse como una opción de compra sobre sus activos con un precio de ejercicio (strike price) igual al valor contable de sus deudas (Merton, 1974). Este supuesto se basa en la idea de que, dado que las acciones tienen responsabilidad limitada, los accionistas tienen el derecho, pero no la obligación, de pagar a los tenedores de deuda. El método implica que la calificación crediticia de un deudor guarda relación con la diferencia entre el valor de mercado de sus activos y su deuda.

De acuerdo con este método, el cambio en el valor de los activos de una empresa determinada se relaciona con su cambio en la calidad crediticia. En consecuencia, para calcular la distribución de las probabilidades de cambio en la calidad crediticia, se puede utilizar la distribución de la rentabilidad de los activos de la empresa. Para generalizar el uso de este modelo, se deben incluir, además de la condición de incumplimiento, las posibles distintas calidades que un crédito pueda tener.

Gráfico A2-1  
DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS  
(Unidades de rentabilidad  $N(0,1)$ )



Fuente: M. Segoviano, *Basel II v.s. CreditMetrics*, LSE, Msc Economics Dissertation, 1998.

La matriz de transición es la variable que resume las probabilidades de transición de una calidad crediticia a otra. Una vez conocidas las probabilidades de transición entre diferentes categorías crediticias, y de acuerdo con el modelo de Merton, se puede obtener el valor de mercado de los activos que representan los valores límite entre las distintas categorías — $Z_E$ ,  $Z_D$ ,  $Z_B$ —, como se aprecia en el gráfico A2-2. Estos valores límite cumplen con la condición de que si la variación del valor de mercado del activo  $r$  es lo suficientemente negativa (es decir, inferior a  $Z_E$ ) el préstamo cae en incumplimiento; si  $Z_E < r < Z_D$ , el crédito pasa a la categoría D, y así sucesivamente.

Teniendo en cuenta la matriz de transición empírica, se puede calcular la probabilidad de que estos cambios ocurran de la manera que se indica a continuación (para un crédito clasificado inicialmente como X):

$$\text{Prob}(E | X) = \text{Prob}(r < Z_E) = F(Z_E)$$

$$\text{Prob}(D | X) = \text{Prob}(Z_E < r < Z_D) = F(Z_D) - F(Z_E)$$

$$\text{Prob}(C | X) = \text{Prob}(Z_D < r < Z_C) = F(Z_C) - F(Z_D)$$

$$\text{Prob}(B | X) = \text{Prob}(Z_C < r < Z_B) = F(Z_B) - F(Z_C)$$

$$\text{Prob}(A | X) = \text{Prob}(Z_B < r < Z_A) = 1 - F(Z_B)$$

Donde

$R$  = valor de mercado implícito de los activos

$F$  = función de distribución acumulativa para la distribución normal

Desde este punto de vista, se puede calcular la matriz de correlación de las variaciones en la calidad crediticia entre deudores, a partir de un modelo que explique las fluctuaciones del valor de los activos de los mismos.

La aplicación de este método presenta varios problemas prácticos, entre los cuales el principal es el manejo de matrices de correlación muy grandes. Además, no se pueden obtener las variaciones del valor de mercado de los activos de cada uno de los deudores, ya que para ello sería necesario disponer de información específica sobre la estructura financiera interna de cada uno de ellos. Estos dos inconvenientes impiden aplicar una matriz de correlación ideal, de manera que para introducir el efecto de la diversificación de la cartera, aplicaremos un método indirecto, pero más manejable.

## **B. Método indirecto para construir modelos de la correlación entre los créditos que conforman una cartera**

A partir de la aplicación del método de Merton, J.P. Morgan hace una distinción entre los factores que determinan las variaciones del valor de los activos de los deudores. Esta distinción proviene de dos componentes fundamentales: el componente de mercado y el componente idiosincrásico. Por definición, este último no se correlaciona con nada, ya que se refiere a factores propios del deudor. En cambio, el componente de mercado cuenta con todos los elementos que permiten la diversificación de la cartera.

$$r_{\text{total}} = W_M r_{\text{mercado}} + W_I r_{\text{Idiosincrásico}}$$

donde

$W_M$  = porcentaje de la rentabilidad que corresponde al elemento de mercado<sup>6</sup>

$r_{\text{mercado}}$  = componente de mercado de la rentabilidad

$W_I$  = porcentaje de la rentabilidad que corresponde al elemento idiosincrásico<sup>7</sup>

$I_{\text{idiosincrásico}}$  = elemento idiosincrásico de la rentabilidad.

En cambio, el componente de mercado de la rentabilidad se define como:

$$r_{\text{Mercado}} = H_A r_{\text{PIB País}} + (1-H_A) r_{\text{PIB actividad económica}}$$

Donde

$H_A$  = porcentaje del componente de mercado en el PIB del país deudor, parámetro que se calcula mediante el Índice de Herfindahl.

$r_{\text{PIB País}}$  = rentabilidad en el PIB del país deudor

$(1-H_A)$  = porcentaje del componente de mercado en el PIB del país deudor

$r_{\text{PIB Actividad económica}}$  = rentabilidad en el PIB de la actividad económica del deudor

El componente de mercado de la rentabilidad se divide entre la actividad económica y la región geográfica. Cabe preguntarse qué es más importante para el deudor, su actividad económica o el país en que ésta se realiza. Dado que el porcentaje de participación de estos factores de mercado en el riesgo sistémico del deudor es exógeno al modelo, se aplicó una metodología para resolver este problema de la manera más objetiva posible.

<sup>6</sup> En el documento técnico relativo al método CreditMetrics se explica cómo calcular estas ponderaciones. Tras aplicaciones empíricas, se demuestra que un valor aceptable para  $W$  es 70%, valor que adoptamos para nuestro estudio.

<sup>7</sup> La ponderación del elemento idiosincrásico se obtiene mediante la siguiente ecuación:

$$W_I = \sqrt{1 - W_M^2}$$

El objetivo de esta ecuación es ser coherente con la variación del valor de mercado de la rentabilidad estandarizada de los activos.

El método se basó en que mientras más variada sea la actividad económica de un país, menores serán las consecuencias que tendrá un cambio repentino de su producción en el valor de los activos de un deudor en dicho país. Dentro de este marco, es posible deducir que en los países de escasa actividad económica, en que por lo tanto las actividades económicas están muy concentradas, el factor más importante para el valor de los activos del deudor será su ubicación geográfica. Por esta razón, se intuye que de producirse una perturbación económica en el país, es posible que ésta haga disminuir el valor de los activos del deudor, puesto que es altamente probable que éste pertenezca al rubro de las actividades económicas afectadas.

De acuerdo con este razonamiento, calculamos un índice de Herfindahl, aplicando la siguiente fórmula para cada grupo de países:

$$H_A = \sum_{i=1}^n \left( \frac{X_{Ai}}{\sum_{j=1}^n X_{Aj}} \right)^2$$

Donde:

$X_{Ai}$  = valor de la participación de la actividad económica  $i$  en el grupo de países  $A$ .<sup>8</sup>

Una vez considerados todos los elementos que constituyen el componente de mercado de la rentabilidad de los activos, se debe calcular la correlación entre los deudores que conforman una cartera de préstamos.

Dada una pareja de deudores,  $X$  e  $Y$ , que se dedican a las actividades industriales,  $B$  y  $V$ , en los grupos de países  $A$  y  $E$ , su rentabilidad se expresa de la siguiente manera:

$$r_X = w_{IX} r_{IX} + w_{MX} H_A r_A + w_{MX} (1 - H_A) r_B$$

$$r_Y = w_{IY} r_{IY} + w_{MY} H_E r_E + w_{MY} (1 - H_E) r_V$$

<sup>8</sup> Mientras mayor sea el índice de Herfindahl de un grupo determinado de países, menor será la diversificación de la actividad económica. En consecuencia, el porcentaje del componente de mercado explicado por el PIB del país deudor toma una mayor importancia

El problema que plantea el cálculo de la correlación entre cada pareja de acreedores de la cartera se resume de la siguiente manera:

$$\rho_{XY} = w_{MX} H_A w_{MY} H_E \rho_{AE} + w_{MX} (1 - H_A) w_{MY} (1 - H_E) \rho_{BV}^9$$

Donde

$\rho_{AE}$ : = correlación entre los distintos grupos de países <sup>10</sup>

$\rho_{BV}$ : = correlación entre las distintas actividades económicas <sup>11</sup>

Esta ecuación se resuelve para cada pareja de deudores que conforman la cartera. Los resultados del cálculo de la ecuación se reúnen en una matriz cuadrada ( $n \times n$ ), donde  $n$  es el número de acreedores de la cartera. La matriz se denomina matriz de correlación entre los acreedores y es única para cada cartera. Esta matriz es una variable extremadamente importante para la simulación de pérdidas no esperadas, puesto que incorpora los elementos necesarios para cuantificar la concentración/diversificación de la cartera.

Con estos elementos, en la próxima sección presentamos la forma en que se simulan los escenarios de calidad de la cartera. A partir de éstos, se hace una estimación de la distribución de las pérdidas, de la cual pueden obtenerse las pérdidas no esperadas.

### C. Simulación de escenarios de calidad de la cartera de préstamos

Al combinar la matriz de transición con la matriz de correlación entre los acreedores, simulamos escenarios de calidad, a partir de los cuales se obtiene la distribución de las pérdidas de la cartera crediticia.

<sup>9</sup> Debido a que se parte de la base de que las correlaciones entre los componentes idiosincrásicos y geográficos, los componentes idiosincrásicos y de la actividad económica, y los componentes de la actividad económica y geográficos son iguales a cero.

<sup>10</sup> Estas correlaciones se calcularon entre los márgenes de los créditos de consorcios correspondientes a cada grupo de países. Consideramos que estos márgenes representan el grado de riesgo del sistema financiero de cada grupo de países.

<sup>11</sup> Estas correlaciones se calcularon entre los índices correspondientes a cada una de las actividades económicas consideradas en el estudio. Cada índice de actividad económica se construyó tomando en cuenta la proporción de la actividad económica en el PIB de un país representativo de cada grupo de países de la muestra.

Como se señaló anteriormente, la matriz de transición indica las probabilidades de cambio en la calidad crediticia que podrían afectar a los acreedores de una categoría determinada. Además, se tiene en cuenta la correlación de las variaciones en la calidad de los acreedores. Es decir, cuando se produzcan perturbaciones económicas, los acreedores con características similares tenderán a migrar juntos a categorías de crédito similares. En cambio, si sus características son diferentes, generalmente migrarán por separado a categorías de crédito diferentes. Ello implica que las carteras concentradas en créditos con características semejantes mostrarán una mayor tendencia a sufrir más pérdidas no esperadas, debido a que no diversificarán los posibles riesgos económicos.

Por otra parte, programamos un algoritmo para calcular diez mil escenarios de calidad posibles para cada una de las  $(n \times n)$  parejas de acreedores que conforman la cartera. Cada escenario de calidad muestra un cambio en el valor de mercado de los activos de los acreedores de la cartera. Este proceso se repitió diez mil veces. Los cambios de categoría de los integrantes de la cartera permiten generar un volumen de pérdidas o utilidades que representan la distribución de las pérdidas de la cartera.

Para generar estos escenarios, se llevó a cabo el siguiente procedimiento:

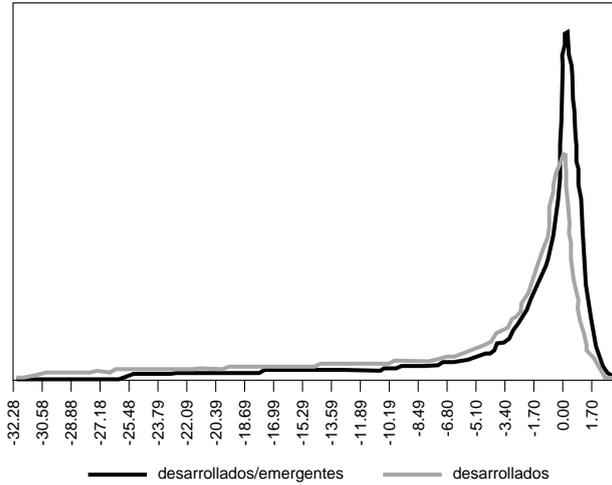
1. Generación de números aleatorios uniformes;
2. Transformación de estos números aleatorios en números aleatorios estándar normales;
3. Transformación de los números aleatorios estándar normales en números aleatorios múltiples normales con variación igual a la matriz de correlación entre los acreedores.

Dado que se partió de la base de que el proceso que genera las variaciones en los activos sigue una distribución normal, utilizamos una distribución aleatoria múltiple normal a fin de generar migraciones conjuntas de calidad, en que los créditos con un alto grado de correlación tienden a trasladarse conjuntamente.

#### **D. Las pérdidas no esperadas**

Una vez simulados los escenarios de calidad de la cartera de préstamos, se pueden calcular las pérdidas y/o ganancias que genera la diferencia entre la categoría inicial y final del crédito. Las pérdidas o ganancias obtenidas del proceso de simulación se utilizaron para construir un histograma, en el que se resume la distribución de las pérdidas de la cartera.

Gráfico A2-2  
DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS  
(En millones de pesos / frecuencia)



Fuente: Elaborado por los autores.

Para obtener la distribución de las pérdidas, es necesario ordenar las pérdidas no esperadas simuladas. A partir de esta distribución, se determina un modelo de cálculo del valor en riesgo del cual se obtiene el monto de las pérdidas no esperadas de la cartera. Al dividir las pérdidas no esperadas por el valor total de la cartera, se obtiene el porcentaje que podría perderse en un caso extremo, si se diera una probabilidad determinada (definida por el percentil elegido). Por consiguiente, los requisitos de capital deberían ser tales de manera de poder absorber esas pérdidas.

### Capítulo III

## **Regulación de la cuenta de capitales y regulación prudencial anticíclica en los países en desarrollo**

José Antonio Ocampo  
María Luisa Chiappe\*

### **Resumen**

En este documento se examina el uso complementario de dos instrumentos para manejar la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica. Las primeras pueden constituir mecanismos útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas. Por su parte, la regulación y supervisión prudenciales deben tener en cuenta no sólo los riesgos microeconómicos, sino también macroeconómicos que conllevan los ciclos financieros agudos. Por lo tanto, deben incluir provisiones de carácter anticíclico, así como normas

---

\* Este documento se ha beneficiado de dos trabajos previos de los autores, uno elaborado conjuntamente por José Antonio Ocampo y María Luisa Chiappe para el Grupo de Expertos sobre Asuntos del Desarrollo del Ministerio de Relaciones Exteriores de Suecia, y otro por José Antonio Ocampo en el marco del proyecto conjunto del Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas y la CEPAL sobre flujos de capital hacia mercados emergentes desde la crisis asiática.

estrictas que eviten los descálces de monedas y reduzcan los desfases entre la madurez de los activos y los pasivos financieros. Estos instrumentos deben ser considerados como complemento de las políticas macroeconómicas anticíclicas y ninguno de ellos puede eliminar los riesgos que genera la adopción de políticas macroeconómicas procíclicas.

## **Introducción**

La asociación entre flujos de capitales y actividad económica ha sido uno de los rasgos característicos del mundo en desarrollo y, en especial, de los mercados emergentes desde mediados de la década de 1970. Este hecho resalta el papel crítico que desempeñan los mecanismos a través de los cuales se transmiten los ciclos de abundancia y sequía de los mercados financieros internacionales hacia los países en desarrollo, y las vulnerabilidades que generan en estos países. Así, la intensidad de los ciclos económicos en los países en desarrollo, y los altos costos económicos y sociales que ellos conllevan, están relacionados con la intensidad de los ciclos de financiamiento externo y sus vínculos con los mercados internos de capitales.

Esto implica que uno de los objetivos esenciales de la política macroeconómica en los países en desarrollo es reducir la intensidad de los ciclos de financiamiento externo y sus efectos sobre las variables macroeconómicas de los países receptores. En este ensayo, se analiza el papel de dos instrumentos de política complementarios para alcanzar este objetivo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica de la intermediación financiera nacional.

En la sección I, se examina brevemente el tema de la macroeconomía de los ciclos de financiamiento externo. En la sección II, se plantea la posibilidad de incidir directamente en el origen de estos ciclos mediante regulaciones de la cuenta de capitales. En la sección III se analiza el papel de las regulaciones prudenciales anticíclicas. Finalmente, en la IV sección se presentan las principales conclusiones.

### **I. La macroeconomía de los ciclos de financiamiento externo**

En los países en desarrollo, los ciclos de financiamiento externo se caracterizan por dos fenómenos paralelos: la volatilidad y el contagio. El primero de ellos está asociado a los cambios significativos en la evaluación de riesgo que realizan los agentes del mercado a lo largo del ciclo financiero. Estos cambios generan ciclos en los cuales se alternan fases de

“apetito por el riesgo” (o, más precisamente, una subestimación de los riesgos) y de “huida hacia la calidad” (o aversión al riesgo). El segundo fenómeno implica que, dadas las asimetrías de información que caracterizan a los mercados financieros, los agentes del mercado tienden a agrupar los países en desarrollo de acuerdo con categorías de riesgo. Sin perjuicio de los criterios subyacentes a dicha clasificación, estas prácticas convierten las correlaciones entre los márgenes de riesgo de los países incluidos en una misma categoría en profecías autocumplidas.

La volatilidad de la cuenta de capitales se refleja, alternativa o complementariamente, en cambios en la disponibilidad de financiamiento, en el comportamiento procíclico de los márgenes de riesgo (que disminuyen durante períodos de auge y aumentan en épocas de crisis) y en la variación, también procíclica, de los plazos de financiamiento (en particular, la menor disponibilidad de financiamiento a largo plazo durante los períodos de crisis). Estos ciclos se reflejan en movimientos de corto plazo —que pueden ser tan intensos como los observados durante la crisis asiática de 1997 y, sobre todo, durante la crisis rusa de agosto de 1998— pero también, y quizá en mayor medida, en fluctuaciones de *mediano plazo*, como lo demuestran los dos ciclos de financiamiento externo que han experimentado los países en desarrollo y, en particular, los latinoamericanos, en las tres últimas décadas: primero, un período de auge en la segunda mitad de la década de 1970, seguido por una crisis de la deuda en gran parte del mundo en desarrollo en el decenio de 1980; y otra etapa de auge en 1990-1997, seguida por una drástica reducción de los flujos netos a partir de la crisis asiática. Debido al contagio, estos ciclos tienden a afectar a todos los países en desarrollo, aunque con cierta diferenciación por parte de los mercados, como reflejo de la percepción del riesgo que enfrentan los distintos países o grupo de países.

En la literatura económica se han analizado los efectos que tienen los ciclos de financiamiento externo sobre los países en desarrollo, principalmente a través de los mecanismos por medio de los cuales se acrecientan las vulnerabilidades durante las fases de auge de la cuenta de capitales. Dichas vulnerabilidades pueden generar la dinámica endógena inestable estudiada por Minsky (1982) y Taylor (1998), entre otros, según la cual la acumulación de riesgos podría conducir a una interrupción repentina de los flujos y, quizás, provocar una crisis financiera. Asimismo, la vulnerabilidad acumulada se podría reflejar en la sensibilidad ante una perturbación exógena (por ejemplo, el contagio de una crisis originada en otros países en desarrollo o de una depresión de los mercados financieros del mundo industrializado).

Por lo tanto, además de los efectos de los choques comerciales tradicionales, en las últimas décadas han surgido nuevas fuentes de

vulnerabilidad. Éstas se relacionan con los efectos que tienen las fluctuaciones de la cuenta de capitales sobre los balances financieros de los agentes nacionales, financieros y no financieros, y sobre las variables macroeconómicas. Algunos de estos efectos se transmiten a través de las cuentas del sector público, pero la característica principal de la “nueva generación” de ciclos económicos en los países en desarrollo es la intensidad con que fluctúan los balances financieros y el consumo privado. Los efectos macroeconómicos se amplifican cuando la política macroeconómica es procíclica y, de hecho, los agentes del mercado esperan que así sea. La confianza que tengan los agentes del mercado en las autoridades macroeconómicas y en los intermediarios financieros nacionales tiene un papel crítico en esta dinámica.

Si la orientación de la política fiscal es procíclica, los mayores ingresos temporales del sector público y la disponibilidad de financiamiento externo e interno inducirán una expansión del gasto público, a la que seguirá posteriormente un ajuste, cuando estas condiciones desaparezcan. Además, durante la crisis, tenderán a aumentar los pagos de intereses, como resultado de la devaluación y el alza de las tasas de interés locales y de las primas internacionales de riesgo. Estas tendencias, junto con la presión a la baja de los ingresos del sector público, provocarán un recorte procíclico del gasto primario que, en muchos casos, será insuficiente para evitar un incremento del déficit y del ritmo de endeudamiento del sector público.

La estructura de la deuda pública desempeña un papel fundamental en esta dinámica. Si la mayor parte de esta deuda es de corto plazo, los requisitos de refinanciación (rotación) de la misma incrementarán considerablemente las necesidades de financiamiento durante las crisis, lo cual minará la confianza en la capacidad del gobierno para cumplir con el servicio de la deuda. Además, si la deuda de corto plazo es externa, aumentarán las primas de riesgo y se verá mermada la disponibilidad de financiamiento. En contraste, si la deuda es interna, las necesidades de refinanciación pueden crear fuertes presiones al alza en las tasas de interés y en el tipo de cambio, debido al incentivo que generan las expectativas de devaluación para sustituir títulos de deuda pública por activos externos.

Al igual que en el pasado, las fluctuaciones del tipo de cambio siguen teniendo hoy un papel importante en el ciclo económico; pero ahora su impacto sobre los flujos está mezclado, e incluso dominado, por los efectos riqueza que generan dichas fluctuaciones en economías con importantes pasivos externos netos. En este contexto, las ganancias de capital derivadas de la apreciación de las monedas nacionales acentúan el aumento del consumo privado durante los períodos de auge, en tanto que

las pérdidas de capital que provoca la devaluación de las monedas tienen el efecto contrario durante las crisis. Es más, estas ganancias inducen una mayor entrada de capitales durante las épocas de auge, en tanto que la expectativa de devaluación incentiva una salida de capitales durante las crisis, reforzando así, en forma endógena, las fluctuaciones de la cuenta de capitales de origen externo. Los efectos del tipo de cambio sobre la actividad económica pueden ser igualmente procíclicos, al menos en el corto plazo, si se dan las condiciones necesarias para que la devaluación sea recesiva (y, lo que es equivalente, para que la revaluación sea expansionista) que han analizado Krugman y Taylor (1978), entre otros. Si las autoridades macroeconómicas aprovechan la abundancia de recursos externos para adoptar una política antiinflacionaria basada en un ancla cambiaria, la revaluación real adicional durante el auge y el reajuste posterior del tipo de cambio durante la crisis tenderán a acentuar este comportamiento procíclico.

Dados sus efectos sobre el gasto y los balances privados, los multiplicadores financieros internos contribuyen igualmente a esta dinámica. De hecho, el sector financiero nacional es a la vez protagonista y víctima potencial de los ciclos de financiamiento externo. La abundancia de crédito externo facilita la expansión del crédito interno y el consumo privado durante el período de auge, pero la deuda acumulada por el sector privado durante esta fase termina, a su vez, por provocar un deterioro de las carteras y una contracción del crédito y del consumo durante la crisis. Al mismo tiempo, los bancos y otros intermediarios financieros tienen debilidades inherentes que los hacen particularmente vulnerables a los cambios en las condiciones del mercado, ya que operan con altos niveles de apalancamiento, son susceptibles a los desfases entre la madurez de los depósitos y los préstamos (desfases que son, por lo demás, inherentes a su función económica fundamental de contribuir a la transformación de plazos) y están sujetos a las fallas del mercado que afectan la evaluación del riesgo crediticio.

Las fallas de mercado están asociadas con las asimetrías de información, la selección adversa y el (posible) riesgo moral, todos los cuales distorsionan las evaluaciones de riesgo y la asignación de fondos de inversión (Stiglitz, 1994; Mishkin, 2001). Unas expectativas muy optimistas, así como su reflejo en el valor de los activos y pasivos, pueden llevar a los agentes del mercado a subestimar los riesgos durante las fases de auge. La sobreestimación de la solvencia de los deudores acelera entonces la expansión del crédito. En muchos casos, ante la presión de la competencia, los bancos relajan sus normas de evaluación de riesgo y otorgan préstamos a clientes con menores grados de solvencia. Esta estrategia se da con más frecuencia entre los nuevos agentes del mercado,

puesto que los más antiguos y las instituciones más grandes tienden a retener a los clientes más seguros. En conjunto, se produce un deterioro de los balances de los bancos, debido a los riesgos excesivos que suelen asumir durante las épocas de auge, pero este hecho sólo se hace evidente con rezago. En de Lis, Martínez y Saurina (2001) se hace referencia a un fuerte impacto positivo del crecimiento del crédito sobre el volumen de los préstamos de cobro dudoso, con un período de incubación de tres años.

Eventualmente, los riesgos acumulados se manifiestan en el aumento de los préstamos vencidos. Ante la ausencia de nuevos capitales, difíciles de obtener cuando se deterioran los balances, los bancos se ven forzados a recortar el crédito, aunque haya prestatarios dispuestos a pagar intereses más elevados. La protección que proporcionan el capital y las provisiones para pérdidas pueden resultar insuficientes para absorber el choque adverso. La gravedad de la caída subsiguiente del crédito dependerá de la magnitud de su expansión previa y de sus efectos en la capacidad de pago de los deudores, y puede verse multiplicada por la fragilidad de los balances de las instituciones no financieras. Hasta los bancos más sólidos pueden tener dificultades para enfrentar una crisis que afecte severamente a sus clientes.

La acumulación de descalses de monedas y de plazos en los balances de las instituciones financieras y no financieras es una fuente adicional de vulnerabilidad. Dichos descalses están asociados con las asimetrías en el desarrollo financiero de los países industrializados y en desarrollo, es decir, con la existencia de mercados financieros más “incompletos” en estos últimos (Ocampo, 2003a). En particular, los sectores financieros de los países en desarrollo tienen un sesgo hacia el corto plazo. Por este motivo, las empresas que se financian localmente tendrán descalses significativos de plazos en sus balances. Aunque las empresas pequeñas y medianas serán incapaces, en general, de evitar que se generen dichos descalses, las más grandes pueden compensarlos mediante la contratación de crédito externo de largo plazo, pero en tal caso las firmas que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente se enfrentarán a descalses de monedas. En general, una característica estructural de los balances de las empresas no financieras en los países en desarrollo es la mezcla variable de descalses de monedas y de plazos.

Los precios de los activos nacionales refuerzan esta dinámica procíclica. Su rápido incremento durante las fases de auge (sobre todo en los mercados accionario e inmobiliario) estimula el crecimiento del crédito. A su vez, la expansión crediticia acrecienta la demanda de activos y, en consecuencia, acelera la inflación de sus precios. El efecto riqueza resultante intensifica el auge del consumo. Este proceso se ve reforzado

por el incremento de liquidez que caracteriza a los activos durante los períodos de euforia financiera. Sin embargo, este comportamiento también aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero durante la fase recesiva subsiguiente, cuando los deudores tienen mayores dificultades para cumplir con sus obligaciones de pago y se hace evidente que, dada la deflación de los precios de los activos, algunos préstamos carecían del respaldo adecuado. Más aún, dicha deflación se acentuará si los deudores se esfuerzan en cumplir sus obligaciones financieras liquidando los activos, o si los acreedores tratan de vender los activos recibidos como dación en pago, en un contexto que se caracteriza, además, por la menor liquidez. El efecto riqueza negativo derivado del descenso del precio de los activos contribuye a la contracción de la economía y a la escasez de crédito.

La política monetaria tendrá grados de libertad limitados para suavizar la dinámica de los ciclos financieros, independientemente del régimen cambiario vigente. En un régimen de paridad fija, la acumulación de reservas durante el período de auge alimenta la expansión monetaria que, junto con la disminución de las primas internacionales de riesgo, contribuye a reducir las tasas de interés nacionales. En un régimen de cambio flotante se pueden evitar ambos efectos, pero sólo si se induce una apreciación real del tipo de cambio, generando un efecto riqueza expansionista. Los regímenes intermedios (incluida la flotación sucia) tendrán mezclas diversas de estos efectos. Una política monetaria contraccionista provocará, en todos los casos, incentivos endógenos que aceleran la entrada de capitales. El instrumento típico de una política monetaria de este tipo, la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas, tiene además importantes costos cuasifiscales. El incentivo para endeudarse en moneda extranjera en un contexto de revaluación real generará también descalces de moneda en las carteras, tanto de los agentes financieros como no financieros. Durante la fase recesiva del ciclo económico surgen presiones en sentido opuesto, que dejan al descubierto las vulnerabilidades financieras acumuladas. En un régimen de paridad fija o de flotación sucia, el incremento de las tasas de interés y la reducción del financiamiento que genera una política monetaria contraccionista, orientada a contener los ataques especulativos contra la moneda, ejercen una fuerte presión sobre los balances, en particular de agentes que presentan desfases de madurez significativos entre sus activos y pasivos. Por el contrario, en un régimen de tipo de cambio flotante, las presiones se centrarán en los agentes con descalces de monedas.

De esta manera, la frecuencia e intensidad de las crisis financieras nacionales están asociadas con las vulnerabilidades generadas por los ciclos de financiamiento externo. Desde una perspectiva histórica, la

frecuencia de crisis “gemelas”, es decir la coincidencia de crisis cambiarias y de los sistemas financieros nacionales, es una característica del período posterior a la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods a principios de la década de 1970 (FMI, 1998; Bordo y otros, 2001). La principal implicación de este hecho es que las autoridades de los países en desarrollo necesitan concentrar su atención en la prevención de las crisis, es decir, en el manejo de los períodos de expansión, puesto que en la mayoría de los casos las crisis son el resultado inevitable de un manejo inadecuado de los períodos de auge. Al concentrar la atención en la prevención de la crisis se reconoce, además, un hecho evidente: que el grado de libertad de las autoridades es mayor durante los períodos de auge. Aun así, las medidas que adopten las autoridades durante las crisis no son irrelevantes. En particular, determinadas combinaciones de política pueden tener efectos muy diferentes en la actividad económica y el empleo, así como en el sistema financiero nacional (CEPAL, 2001; Ffrench-Davis y Larraín, 2003; y Ocampo, 2003b).

## **II. Regulaciones de la cuenta de capitales**

### **A. El doble papel de las regulaciones de la cuenta de capitales**

Como se ha visto, la acumulación de riesgos durante los períodos de auge no depende únicamente de la magnitud de la deuda pública y privada, sino también de los descalces de monedas y de plazos en los balances de los agentes financieros y no financieros. Por este motivo, la regulación de la cuenta de capitales puede desempeñar un doble papel: el de un instrumento de política macroeconómica que proporciona un espacio para aplicar políticas monetarias anticíclicas y evitar, así, un crecimiento excesivo del endeudamiento, y el de una “política de pasivos”, que contribuye a mejorar los perfiles de deuda externa del sector privado. En este último caso, es necesario que esté acompañada de políticas de pasivos complementarias, en particular aquellas que contribuyen a mejorar el perfil de la deuda del sector público. Al situar el énfasis en las estructuras de los *pasivos* y no de los balances, se reconoce que aquellos, junto con los activos líquidos (en particular las reservas internacionales), desempeñan el papel fundamental cuando un país enfrenta dificultades cambiarias; el resto de los activos juega un papel secundario en tales casos.

Vista como un instrumento de política macroeconómica, la regulación de la cuenta de capitales se orienta a la fuente de los ciclos de financiamiento externo. Si tiene éxito, proporcionará algún espacio para

contrarrestar la euforia financiera, mediante la adopción de políticas monetarias contraccionistas, y/o para evitar la tendencia a la apreciación de las monedas. Si es efectiva, también reducirá o eliminará los costos cuasifiscales de la esterilización de reservas. Durante las crisis, proporciona grados de libertad para aplicar políticas monetarias expansionistas. En ambos casos, la regulación de la cuenta de capitales mejora la capacidad de las autoridades para combinar una mayor independencia monetaria con una política cambiaria más activa.

Vista como una política de pasivos, la regulación de la cuenta de capitales es un reconocimiento al hecho de que el mercado premia los perfiles de deuda externa sólidos (Rodrik y Velasco, 2000). Así, en épocas de incertidumbre, el mercado responde a los requerimientos de financiamiento *bruto* (más que neto), lo que implica que la rotación de los pasivos de corto plazo no es neutral en términos financieros. En estas circunstancias, un perfil de endeudamiento externo en el que predominen los pasivos de largo plazo reducirá los riesgos de una crisis cambiaria. Esto indica que uno de los objetivos esenciales de la política económica durante los períodos de auge debe ser mejorar las estructuras de plazos de los pasivos nacionales y extranjeros de los sectores público y privado. En el caso de la inversión extranjera, la política debe preferir, a su vez, los flujos de inversión directa a los de cartera, puesto que los primeros han demostrado en la práctica ser menos volátiles que los segundos. Ambos tipos de flujos accionarios tienen la ventaja de que permiten compartir los riesgos que conlleva el ciclo económico con los inversionistas extranjeros, y la inversión directa aporta beneficios adicionales (acceso a nuevas tecnologías y mercados externos). Estos beneficios deben ser sopesados con los costos, habitualmente más altos, de estas formas de financiamiento.

## **B. Innovaciones en la regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990**

Una de las mayores innovaciones en materia de regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990 fue indudablemente el establecimiento, en Chile y Colombia, de un encaje obligatorio no remunerado para los ingresos de capitales. La ventaja de este sistema es que crea un incentivo de precios simple, no discrecional y *preventivo* (prudencial) que penaliza de forma más severa los pasivos de corto plazo en moneda extranjera. El gravamen correspondiente ha sido significativamente superior al que se ha sugerido para un impuesto internacional a las transacciones en moneda extranjera (impuesto Tobin): alrededor de 3% en el sistema chileno para préstamos a un año, y un promedio de 13.6% para préstamos a un año, y de 6.4% para los de tres

años en Colombia en 1994-1998. Como consecuencia de la reducción de la oferta de financiamiento externo a partir de la crisis asiática, el sistema fue eliminado en ambos países. En ambos, el encaje estuvo acompañado de otras regulaciones de la cuenta de capitales, que incluyeron, en el caso de Chile, el requisito de permanencia mínima de un año para el capital de cartera (derogado en el año 2000) y la aprobación directa por el Banco Central (condicionada al cumplimiento de unos requisitos mínimos) de las emisiones de títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADR), y en el de Colombia, la regulación directa de los flujos de cartera.

La efectividad del encaje a los ingresos de capital ha suscitado una gran controversia.<sup>1</sup> Hay consenso en cuanto a que fue efectivo para reducir los flujos de deuda de corto plazo y que, por lo tanto, mejoró o mantuvo perfiles adecuados de endeudamiento externo. De esta manera, operó como una política de pasivos efectiva. En contraste con este reconocimiento, ha habido intensos debates con respecto a la efectividad de los encajes como instrumento de política macroeconómica. La discusión en torno a este tema se ha visto complicada por la dificultad para diferenciar el impacto del encaje del que tuvo, en los dos países, el ciclo de financiamiento externo que enfrentaron las economías emergentes durante la década de 1990, así como de las políticas macroeconómicas complementarias que adoptaron (Ocampo 2003b).

Sin embargo, a juzgar por la evidencia econométrica disponible en ambos países acerca de la sensibilidad de los flujos de capital a los márgenes entre las tasas de interés internas y externas, que son afectados obviamente por los encajes, puede afirmarse que estos últimos sí afectaron el volumen de los flujos de capital.<sup>2</sup> Esto puede reflejar el hecho de que el acceso de las empresas nacionales a fondos externos no es independiente de su plazo (es decir, que el efecto de sustitución entre financiamiento de corto y de largo plazo es imperfecto por el lado de la oferta) y/o que los mecanismos disponibles para evadir o eludir las regulaciones eran

---

<sup>1</sup> Entre los estudios que apoyan la efectividad del sistema de encajes a los ingresos de capital en Chile cabe mencionar Agosin (1998), Agosin y Ffrench-Davis (2001), Larraín, Labán y Chumacero (2000), Le Fort y Lehman (2000) y Palma (2002). Ariyoshi y otros (2000), de Gregorio, Edwards y Valdés (2000), Laurens (2000) y Valdés-Prieto y Soto (1998) presentan una visión diferente. Asimismo, Ocampo y Tovar (1998 y 2003) y Villar y Rincón (2003) muestran la efectividad de este esquema de regulación en Colombia, en tanto que Cárdenas y Barrera (1997) y Cárdenas y Steiner (2000) planean una visión alternativa.

<sup>2</sup> De hecho, los estudios que plantean que los volúmenes de los flujos de capital son insensibles a los encajes provienen típicamente de ejercicios econométricos en el que los encajes a las entradas de capital no se incluyen como uno de los determinantes de los márgenes de las tasas de interés, sino más bien como factor adicional que afecta a los flujos de capital. Esta especificación econométrica es claramente inadecuada.

costosos.<sup>3</sup> De cualquier forma, una parte considerable de la historia de estas regulaciones, sobre todo en Chile, estuvo asociada con la eliminación de filtraciones que permitían las normas existentes.<sup>4</sup> En forma alternativa, la efectividad de los encajes puede verse a través de la capacidad que tuvieron las autoridades para mantener tasas de interés internas más elevadas, dado el nivel de los flujos de capital y, por lo tanto, de la oferta monetaria. Así, en forma más general, la efectividad de los encajes como herramienta de política macroeconómica puede medirse en términos de *la capacidad de las autoridades para incidir en los flujos de capital, las tasas de interés nacionales o ambos*, permitiendo, además, algún margen para elegir cuál es la mezcla que las autoridades consideran más apropiada.<sup>5</sup> En la medida en que los flujos de capital modifican la oferta de divisas, los tipos de cambio también se ven afectados. Dada la multiplicidad de canales a través de los cuales los encajes pueden influir en la economía, su efectividad puede medirse con más precisión a través de un índice de “presiones monetarias” que incluya los flujos de capital, las tasas de interés nacionales y los tipos de cambio. Este es el procedimiento que se utiliza más adelante.

En Colombia, el país que manejó en forma más activa este instrumento en la década de 1990, la evidencia econométrica indica que los encajes afectaron no sólo el perfil de endeudamiento externo, sino también los volúmenes de flujos (Ocampo y Tovar, 1998 y 2003). Por otra parte, la evidencia indica que los encajes afectaron las tasas de interés nacionales (Villar y Rincón, 2003). La evidencia disponible para Chile muestra algo similar (Larraín, Labán y Chumacero, 2000 y Le Fort y Lehman, 2000; y, sobre los efectos de los encajes sobre los márgenes de las tasas de interés,

---

<sup>3</sup> Algunos de estos mecanismos, tales como el uso de coberturas de riesgo de distinto tipo, permiten a los inversionistas cubrir algunos de los efectos de los encajes a los ingresos de capital, pero, en su mayor parte, ésto se consigue transfiriendo riesgos (y más concretamente, el riesgo asociado al financiamiento de largo plazo) a otros agentes, que estarán dispuestos a asumírselos solamente si reciben una retribución adecuada. De forma más general, si no hay una demanda externa estable para activos denominados en moneda nacional (cosa que generalmente no ocurre para las monedas de los países en desarrollo), estas coberturas sólo estarán disponibles en cantidades limitadas, lo cual afecta los vencimientos y los costos involucrados.

<sup>4</sup> En Brasil, algunos autores sostienen que las regulaciones de la cuenta de capitales, entre las que se incluyó un mecanismo similar a los encajes a los ingresos de capital, no fueron efectivos a causa de la gran cantidad de filtraciones asociadas a la existencia de instrumentos financieros locales muy sofisticados (Ariyoshi y otros, 2000; García y Valpassos, 2000). Sin embargo, no existe evidencia estadística comparable a la disponible para los casos de Chile y Colombia.

<sup>5</sup> Esta es la interpretación correcta que hace Williamson (2000, cap. 4). En efecto, si seguimos esta interpretación desaparece gran parte de la evidencia conflictiva para el caso chileno.

de Gregorio, Edwards y Valdés, 2000). La evidencia acerca de los efectos de los encajes sobre las tasas de cambio no es concluyente, pero esto puede reflejar las deficiencias inherentes a los modelos econométricos sobre determinantes del tipo de cambio (véase, al respecto, Williamson, 2000, cap. 4).

Algunos de los problemas que enfrentaron las autoridades en el manejo de estas regulaciones estuvieron asociados a las expectativas en torno a cambios en los parámetros de política relevantes. Las dificultades que experimentaron los dos países en este terreno fueron diferentes. En Chile, el problema básico fue la variabilidad de las normas relativas al tipo de cambio, puesto que los límites inferiores de las bandas cambiarias se modificaron con frecuencia antes de que se decretara la flotación cambiaria en septiembre de 1999. Durante los períodos de abundancia de financiamiento externo, las expectativas de modificación de las bandas se convirtieron, por lo tanto, en una “apuesta segura” de los agentes, puesto que, al acercarse el tipo de cambio al límite inferior de la banda (en pesos por dólar), la probabilidad de que el piso se reajustara a la baja era alta. En Colombia, el problema principal fue la frecuencia de los cambios realizados en las normas sobre los encajes. Los cambios esperados por el mercado se reflejaron, en algunos casos, en especulaciones que redujeron durante algún tiempo la efectividad de las modificaciones. Es interesante observar que en ambos países los encajes fueron visualizados como un complemento y no como un sustituto de otras políticas macroeconómicas, que fueron ciertamente más adecuadas en Chile. En particular, las fases expansionista y contractiva de la política monetaria fueron mucho más marcadas en Colombia, y la posición fiscal de este país se deterioró a lo largo de la década.

Malasia también introdujo innovaciones importantes en el área de la regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990. En enero de 1994, este país prohibió a los no residentes adquirir una amplia gama de títulos nacionales de corto plazo y estableció otras limitaciones para las entradas de capital de corto plazo; estas restricciones duraron poco menos de un año. Las medidas tenían una orientación preventiva pero, a diferencia del encaje chileno-colombiano, eran de tipo cuantitativo. Estas resultaron ser muy efectivas, e incluso superiores a las chilenas, en término de sus efectos sobre los flujos de capital y los precios de los activos (Palma, 2002). También contribuyeron a mejorar el perfil de la deuda externa del país (Rodrik y Velasco, 2000). Sin embargo, una vez eliminadas, se desarrolló una nueva ola de acumulación de deuda e inflación de activos, aunque el perfil del endeudamiento externo se mantuvo en niveles más prudentes que en otros países asiáticos que fueron afectados por la crisis que enfrentó la región en 1997 (Kaplan y Rodrik, 2001; Palma, 2002).

Con la crisis asiática surgió una innovación adicional. En septiembre de 1998, Malasia estableció fuertes restricciones a la salida de capitales. El objetivo principal era la eliminación del mercado extraterritorial (*offshore*) de la moneda local, el ringgit, es decir, la segmentación de su demanda, lo que se logró restringiendo su uso a las operaciones internas realizadas por residentes. Los depósitos en ringgit en el extranjero fueron declarados ilegales, y se estableció que los depósitos que ya existían, y cuyos titulares fueran malasios, deberían ser repatriados. Las transacciones comerciales tendrían que liquidarse con divisas. También se decidió que durante un año los depósitos en ringgit del sistema financiero local, cuyos titulares no fueran residentes, no podrían convertirse en divisas. En febrero de 1999, esta norma fue sustituida por un gravamen explícito a las salidas de capital, con una tasa decreciente para inversiones mantenidas por un plazo más largo y sin impuesto para aquellas que se hubiesen mantenido por más de un año. Para nuevas entradas de capital, se estableció un impuesto a la remisión al exterior de las ganancias de capital, con una tasa más alta para el capital que permaneciera en el país durante menos de un año (30% y 10% para el resto). El impuesto de salida se homogeneizó y se redujo a un 10% en septiembre de 1999; en enero de 2001 se decidió que se aplicaría únicamente a los flujos de cartera que permanecieran en el país menos de un año, y en mayo de 2001 fue eliminado por completo.

La efectividad de estas regulaciones ha suscitado una gran controversia. Kaplan y Rodrik (2001) proporcionan la evidencia más sólida sobre la eficacia de estas normas.<sup>6</sup> A partir de estudios precedentes, muestran que estas regulaciones liquidaron rápidamente el mercado externo del ringgit e invirtieron las presiones del mercado financiero nacional, como queda reflejado en las tendencias de las reservas internacionales y de las tasas de cambio y de interés. La eliminación de la incertidumbre financiera, junto con el espacio de maniobra adicional para llevar a cabo políticas monetarias y fiscales expansionistas, indujeron una recuperación más rápida de la actividad económica, una menor inflación y un mejor desempeño del empleo y de los salarios reales, que los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI) que se ejecutaron durante la crisis asiática. Esto se verifica incluso si se tiene en cuenta el entorno externo más favorable que existía cuando se aplicaron los controles en Malasia, pese a que el país no recibió grandes inyecciones de capital; en realidad, la reacción inicial de los mercados externos de capital a estos controles fue claramente negativa.

---

<sup>6</sup> Véase también la evidencia que proporcionan Ariyoshi y otros (2000), Ötker-Robe (2000) y Rajaraman (2001).

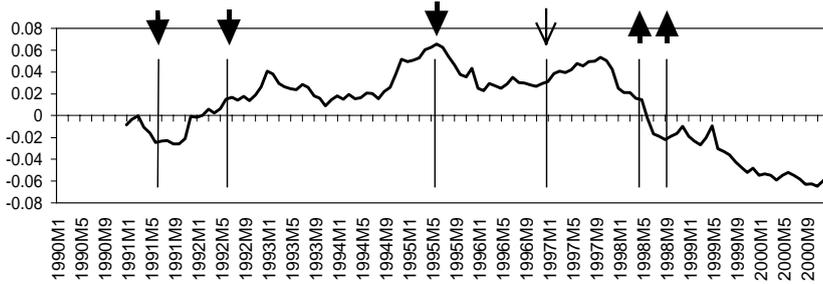
En el gráfico 3.1 se puede observar la eficacia de las regulaciones de la cuenta de capitales en los tres países. A partir de indicadores similares utilizados en otros estudios, el gráfico muestra la evolución de un índice de presiones monetarias expansionistas. Dado que un auge de entrada de capitales genera efectos expansionistas a través de tres canales diferentes (la acumulación de reservas internacionales, la apreciación del tipo de cambio y la reducción de las tasas de interés), el índice pondera las tendencias de estos tres indicadores por la desviación estándar de cada uno de ellos durante el período analizado. El gráfico indica que los controles maliciosos fueron muy eficaces, tanto para detener el fuerte efecto expansionista de las entradas de capitales de 1994 como para mitigar la fuerte tendencia contractiva generada por la salida de capitales en 1998. Las regulaciones de la cuenta de capitales a través de incentivos de precios en Chile y Colombia tuvieron efectos más débiles, sobre todo en el primer caso. De hecho, la introducción de estas regulaciones en Chile en 1991 y su fortalecimiento en mayo de 1992 no estuvieron acompañados por una reversión de la tendencia monetaria expansionista; las que entraron en vigor en julio de 1995 tuvieron un efecto más claro.<sup>7</sup> En Colombia, donde las modificaciones de los encajes a los ingresos de capital fueron más frecuentes, sus efectos sobre las presiones monetarias fueron más fuertes. En particular, el índice de presiones expansionistas durante el período 1993-1997 está estrechamente relacionado con los cambios en las normas sobre los encajes. En ambos países, la cuenta de capitales se tornó contraccionista en 1998; la reducción y posterior eliminación de los encajes tuvo un efecto mínimo en esta tendencia.

---

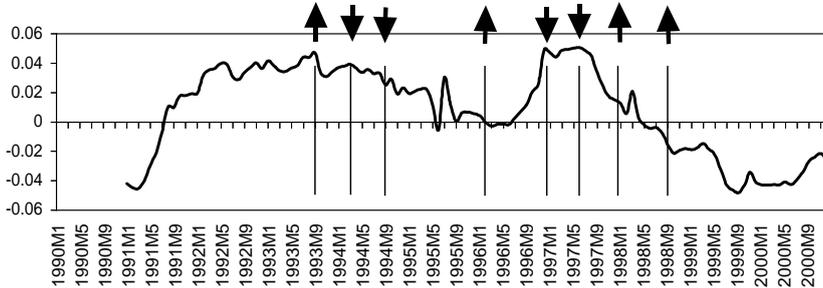
<sup>7</sup> El nivel de los encajes a los ingresos de capital podría ser la causa de este resultado. Valdés-Prieto y Soto (1998) encontraron evidencia de un "efecto umbral" que podría explicar por qué estas regulaciones sólo resultaron efectivas para reducir los flujos de capital en 1995-1996. Debe hacerse hincapié en que esto no implica una evaluación general más favorable del paquete de medidas macroeconómicas de 1995-1996 en comparación con las que se adoptaron en 1991-1992. Agosin y French-Davis (2001) afirman que, en términos más generales, la gestión macroeconómica de principios de los años noventa fue más apropiada.

Gráficos 3.1  
PRUEBAS DE LA FUNCION DE DISTRIBUCION ACUMULADA

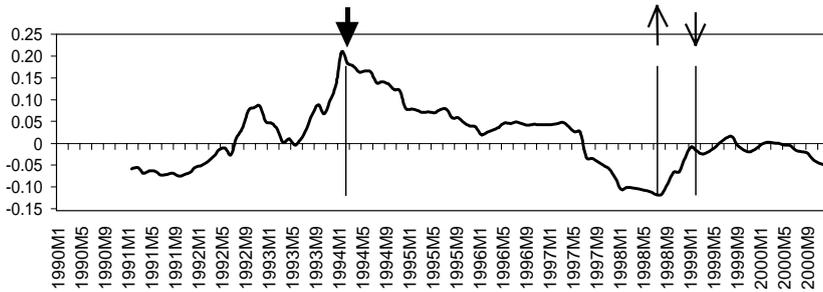
A. Chile



B. Colombia



C. Malasia



Fuente: Estimaciones del autor sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).  
 ↓ ↑ Imposición o relajación de restricciones a la entrada de flujos de capital, respectivamente (la dirección de las flechas indica el efecto esperado en el índice).  
 ↑ ↓ Imposición o relajación de las restricciones a los egresos de capital, respectivamente.

Índice =  $aR + be - ci$ , donde

R = reservas internacionales corregidas por una tendencia logarítmica

e = variación del tipo de cambio real en doce meses

i = tasa de interés real de los depósitos

a, b, c = desviación estándar de R, e e i, respectivamente

En términos generales, los experimentos innovadores con regulaciones de la cuenta de capitales durante la década de 1990 indican, por lo tanto, que estos instrumentos resultaron útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento externo, como para ampliar el margen de maniobra de la política macroeconómica. Sin embargo, los efectos macroeconómicos dependieron de la intensidad de la regulación y, en cualquier caso, fueron temporales. Las ventajas básicas de los encajes a las entradas de capital que utilizaron Chile y Colombia son su simplicidad, su carácter no discrecional y, como se verá en la sección siguiente, su efecto neutro sobre las decisiones de financiamiento de las empresas. Los esquemas de regulación que utilizó Malasia, de tipo cuantitativo, tuvieron efectos macroeconómicos más fuertes en el corto plazo.

En todo caso, debe subrayarse que estos sistemas fueron diseñados para países que decidieron *integrarse* en los mercados internacionales de capital. De hecho, en el caso de Colombia, la transición desde los controles cambiarios anteriores hacia una regulación basada en los encajes a los ingresos de capital representó una liberalización de la cuenta de capitales, según se refleja en el aumento de la sensibilidad de los flujos de capital a los diferenciales de las tasas de interés (Ocampo y Tovar, 1998 y 2003).<sup>8</sup>

Por lo tanto, los controles cambiarios y las regulaciones de la cuenta de capitales tradicionales, de corte cuantitativo, pueden ser una mejor solución si el objetivo de política es reducir la sensibilidad macroeconómica a los flujos internacionales de capital. La evidencia para la India muestra una experiencia alternativa exitosa en tal sentido. A pesar de la lenta y cautelosa liberalización que se inició desde comienzos de la década de 1990, este país aún depende en gran medida de restricciones cuantitativas a los flujos de capital: techos cuantitativos generalizados, plazos mínimos para los préstamos del exterior y restricciones sobre el *uso final* de los fondos (la mayor parte de las cuales se han liberalizado en los últimos años), junto con la prohibición de los préstamos en moneda extranjera para residentes, excepto empresas; las regulaciones directas (que incluyen, en algunos casos, la aprobación explícita) de los flujos de cartera de los no residentes, así como de la emisión de títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADR) y las inversiones de las empresas nacionales en el extranjero; algunas restricciones sectoriales para la inversión extranjera directa; y plazos mínimos y regulaciones de las tasas de interés para los depósitos de nacionales no residentes (Reddy, 2001;

---

<sup>8</sup> Este hecho se señala en otros estudios (Cárdenas y Steiner, 2000) mediante el uso de una variable ficticia para el período durante el cual se utilizaron los encajes a los ingresos de capital, y ha sido interpretado (incorrectamente, según la visión alternativa que se presenta en Ocampo y Tovar, 2003) como una demostración de la ineficacia de estas regulaciones.

Habermeier, 2000; Rajaraman, 2001; Nayyar, 2002). En cualquier caso, debe subrayarse que, a pesar de la menor sensibilidad a la crisis asiática y de la mayor autonomía macroeconómica que permitió este sistema, India no estuvo completamente al margen de los ciclos de financiamiento externo que experimentaron las economías emergentes en la década de 1990.

En contraste con las experiencias exitosas analizadas, los controles cuantitativos adoptados en situaciones de crisis generan graves problemas de credibilidad y pueden ser ineficaces, ya que es esencial contar con una sólida capacidad administrativa para que cualquier régimen de regulación de la cuenta de capitales funcione adecuadamente. Esto implica que puede ser necesario contar con una tradición de regulación, y que los regímenes regulatorios *permanentes* que se hacen más estrictos o se relajan a lo largo del ciclo económico pueden ser mejores que la alternación de regímenes diferentes (e incluso contrapuestos). En términos más generales, esto significa que es esencial mantener la autonomía para imponer regulaciones de la cuenta de capitales, así como la libertad para imponer controles si es necesario (Ocampo, 2003a y 2003b; Rajaraman, 2001; Reddy, 2001). Este es un corolario de la naturaleza incompleta de la gobernabilidad financiera internacional (Ocampo, 2003a) y una enseñanza básica de la experiencia de Malasia. Asimismo, las regulaciones cuantitativas tradicionales de la cuenta de capitales y la aprobación directa de flujos sensibles (flujos de cartera externos, emisión de títulos de depósito en el mercado estadounidense e inversiones en el extranjero de residentes en el país) pueden estar perfectamente justificadas si se gestionan de forma tal que se puedan minimizar las filtraciones, reducir los altos costos administrativos y, sobre todo, evitar la corrupción. En realidad, las restricciones cuantitativas simples que prohíben ciertas formas de endeudamiento (por ejemplo, los préstamos externos de corto plazo, excepto las líneas de crédito comercial, o los préstamos en moneda extranjera a residentes que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente) tienen también un carácter preventivo y son más fáciles de administrar que los controles basados en precios, es decir los encajes a los ingresos de capital (Ariyoshi y otros, 2000). Estas restricciones cuantitativas son más atractivas y eficaces cuando el desarrollo del sistema financiero local es limitado, pero a su vez pueden convertirse en obstáculos al desarrollo financiero. En términos más generales, puede considerarse que uno de los costos básicos de las regulaciones de la cuenta de capitales es su efecto adverso sobre el desarrollo financiero. De forma más general, pueden haber disyuntivas entre la profundización del sistema financiero local y la volatilidad de la cuenta de capitales (debido, en parte, al desmantelamiento de los controles de capital). En la sección siguiente se exploran algunas de estas disyuntivas.

Algunas regulaciones cambiarias a las transacciones corrientes en moneda extranjera (la obligación de repatriar las divisas procedentes de la exportación o de canalizar las transacciones comerciales a través de determinados intermediarios autorizados) y una segmentación efectiva del mercado de instrumentos financieros en moneda nacional pueden ser esenciales para garantizar la eficacia de todo tipo de regulación de la cuenta de capitales. Esto implica que es necesario evitar o regular estrictamente la internacionalización de la moneda nacional, así como evitar igualmente la dolarización financiera nacional (Reddy, 2001). De hecho, estos son rasgos comunes en los cuatro casos analizados; en el de Malasia, el logro de este objetivo supuso el desmantelamiento del mercado externo del ringgit.

Es importante recalcar una vez más que las regulaciones de la cuenta de capitales deben considerarse siempre un instrumento que, al proporcionar grados de libertad adicionales a las autoridades, facilita la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas importantes. Por este motivo, no puede convertirse nunca en un sustituto de estas últimas.

### **C. Políticas de pasivos complementarias**

Las regulaciones de la cuenta de capitales pueden ser sustituidas, en parte, por instrumentos de regulación y supervisión prudencial a los intermediarios financieros nacionales. En particular, se pueden establecer requisitos de liquidez para los pasivos en moneda extranjera del sistema financiero, o un encaje más alto, y se pueden desincentivar los préstamos internos a las empresas de los sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente que tengan pasivos considerables en moneda extranjera, mediante disposiciones que obliguen a realizar un mayor nivel de provisiones para dichos préstamos o que las califiquen con mayores niveles de riesgo para fines del cálculo de la relación capital a activos (en la cual, de acuerdo con las normas regulatorias más conocidas, estos últimos están ponderados por su nivel de riesgo). Más aún, la distinción entre controles de capital y regulaciones prudenciales que afectan los flujos transfronterizos no es muy nítida.

El problema principal que plantean estas opciones es que sólo afectan de forma indirecta los pasivos en moneda extranjera de los agentes *no financieros* y, en realidad, a través de la menor oferta o mayores costos de los préstamos que reciben de los intermediarios financieros nacionales, pueden incentivarlos a solicitar préstamos directamente en el exterior. En consecuencia, es necesario reforzarlas con otras regulaciones, entre ellas: i) normas que determinen qué tipo de empresas están autorizadas a endeudarse directamente en el extranjero y qué normas prudenciales

deben cumplir; ii) requisitos de la deuda empresarial que puede contratarse en el extranjero (vencimientos mínimos y márgenes de riesgo máximos); iii) normas que obliguen a las empresas a hacer de público conocimiento el monto de sus pasivos externos de corto plazo y a las agencias de calificación de riesgos a tener en cuenta este factor en sus evaluaciones; y iv) disposiciones fiscales que desincentiven los pasivos en moneda extranjera (por ejemplo, deducciones parciales o nulas para los pagos de intereses de los préstamos internacionales).<sup>9</sup> Algunas de las regulaciones más importantes de este tipo son aquellas que afectan los préstamos en moneda extranjera a empresas productoras de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. Una de las normas más simples que se pueden adoptar en este caso es la prohibición estricta del endeudamiento externo por parte de empresas no financieras que carezcan de ingresos en divisas o las restricciones a los plazos y uso final de tales préstamos (únicamente para créditos de largo plazo destinados a inversión).

En la práctica, los encajes a las entradas de capitales pueden ser una mejor alternativa y resultar más fáciles de administrar que un sistema equivalente basado en regulaciones y políticas prudenciales orientadas al endeudamiento de las empresas no financieras. Entre sus virtudes, con respecto a la regulación y supervisión prudencial, puede mencionarse que se basan en incentivos de mercado (a diferencia de algunas regulaciones prudenciales, tales como la prohibición de determinado tipo de operaciones), no son discrecionales (la supervisión prudencial tiende, en cambio, a ser discrecional en su aplicación) y tienen un efecto neutral sobre la elección de las empresas entre contratar préstamos en moneda extranjera en el mercado interno o externo. En realidad, los agentes privados utilizan prácticas equivalentes, tales como los costos de salida que imponen los fondos de inversión a depósitos o a la adquisición de sus títulos por períodos cortos, con el fin de desincentivar este tipo de inversiones (J. P. Morgan, 1998, p. 23).

En el caso del sector público, es necesario contar con límites legales al endeudamiento externo y con otras regulaciones específicas. La mejor política de pasivos es, en tal sentido, la aprobación directa de crédito y el establecimiento de plazos mínimos y tasas de interés (o márgenes de riesgo) máximos al endeudamiento público por parte del Ministerio de Hacienda o el Banco Central. Las disposiciones de este tipo deberían ser aplicables, tanto a la administración central como a los gobiernos subnacionales y a los organismos autónomos del sector público (CEPAL,

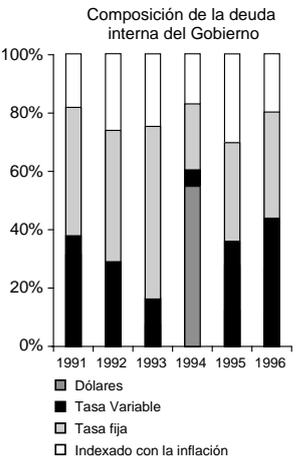
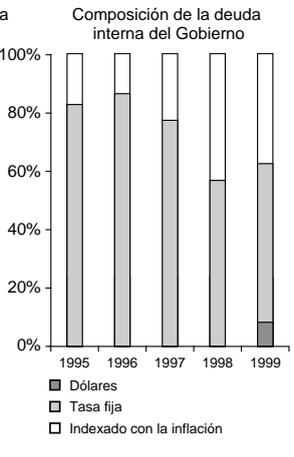
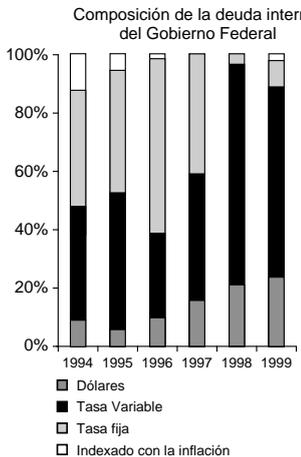
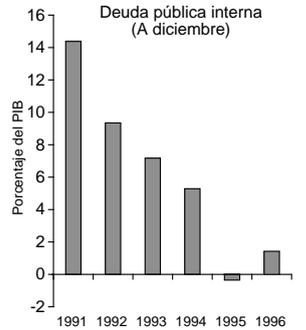
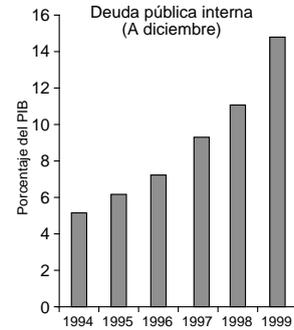
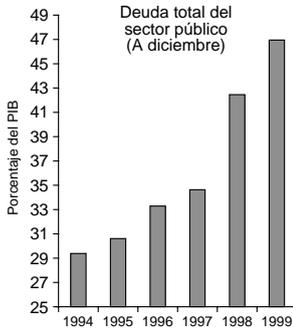
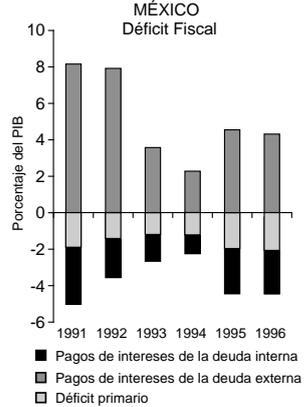
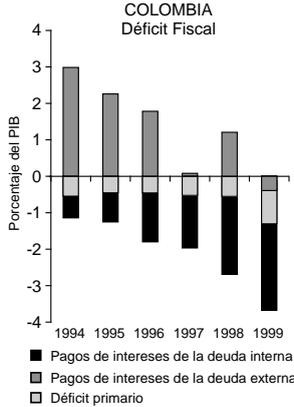
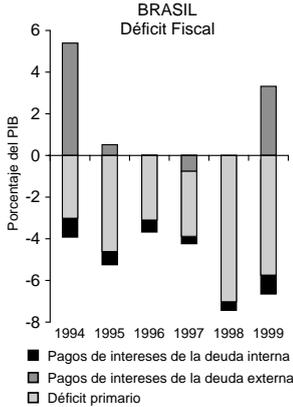
---

<sup>9</sup> Estos temas se analizan en Banco Mundial (1999, p. 151) y Stiglitz y Bhattacharya (2000).

1998, capítulo VIII) y deben afectar tanto a los pasivos externos del sector público como a los internos. La razón más evidente para preferir deuda pública de largo plazo estriba en que, durante los períodos de inestabilidad financiera interna o externa, los residentes que poseen títulos estatales de corto plazo tienen otras opciones diferentes a renovar sus inversiones en títulos de deuda pública, entre ellos la fuga de capitales. Esto se aplica con más fuerza, a los inversionistas extranjeros, si las normas regulatorias los autorizan a adquirir títulos de deuda pública.

Por este motivo, cuando las necesidades de financiamiento son altas, la tasa de interés tenderá a aumentar para hacer atractiva la rotación de la deuda de corto plazo. Las mayores tasas de interés tienen, además, un efecto inmediato en el déficit presupuestal, por lo cual pueden modificar la tendencia de la deuda del sector público, tal como sucedió en Brasil antes de la crisis de 1999. Asimismo, las renovaciones sólo serán viables si el gobierno emite deuda en moneda extranjera, para competir exitosamente con otras alternativas de inversión, asumiendo así el riesgo de devaluación o todos los riesgos de alzas futuras de la tasa de interés. La decisión de México de reemplazar los valores denominados en pesos (certificados del tesoro o CETES) por bonos en dólares (Tesobonos) en 1994, uno de los factores determinantes de la crisis que afectó al país al final del mismo año, fue facilitada, sin duda, por el perfil de corto plazo de los CETES (Sachs, Tornell y Velasco, 1996; Ros, 2001). La estructura de la deuda brasileña, también de corto plazo, fue asimismo el motivo por el cual, a fines de 1997, los bonos de tasa de interés fija fueron sustituidos rápidamente por valores a tasa variable o denominados en dólares, anulando las mejoras obtenidas en la estructura de la deuda pública en los años anteriores. Es importante destacar que, a pesar del deterioro fiscal, Colombia no experimentó una sustitución de la misma magnitud durante la crisis de 1998-1999; la tradición colombiana de emitir títulos de deuda pública con un plazo mínimo de un año fue uno de los factores claves para evitar este deterioro en la estructura del endeudamiento público (véase el gráfico 3.2).

Gráficos 3.2  
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA  
COLOMBIA



Por lo tanto, un sólido perfil de la deuda *interna* del sector público, como complemento de un adecuado perfil de la deuda *externa*, tanto pública como privada, contribuyen decisivamente a reducir el grado de vulnerabilidad de las economías de los países en desarrollo ante crisis de la cuenta de capitales. Además, en términos estrictamente prudenciales, el endeudamiento externo del sector público genera normalmente descalces de moneda, ya que el sector público no tiene, en general, ingresos en moneda extranjera (la excepción son las empresas públicas que operan en empresas públicas productoras de bienes comercializables internacionalmente) y, por lo tanto, debe evitarse. Sin embargo, este principio no debe convertirse en una simple prohibición al endeudamiento externo del sector público, por dos razones diferentes.

La primera es de carácter macroeconómico. En la medida en que los flujos externos de capital privado son procíclicos, es razonable que el sector público adopte una estrategia de endeudamiento que opere en el sentido contrario al mercado, es decir, con claros elementos anticíclicos. Esto implica que, durante los períodos de auge de la cuenta de capitales, debe reducir las necesidades de financiamiento y adoptar una política de pasivos orientada a sustituir deuda externa por deuda interna, dado el atractivo que tiene entonces el financiamiento externo para el sector privado. Lo contrario debe darse en períodos de escasez de capital privado; en realidad, en esas condiciones el sector público tiende a ser uno de los mejores proveedores netos de divisas, gracias a su acceso preferencial al crédito externo, en particular el de las instituciones financieras multilaterales. Este endeudamiento externo también puede resultar útil para mantener un mejor perfil de la deuda externa y para evitar que se contrate financiamiento externo privado con márgenes de riesgo excesivamente elevados.

La segunda razón se relaciona con la profundidad del mercado interno de bonos de deuda pública, que determina la capacidad de emitir títulos de deuda de largo plazo. La profundidad del mercado depende de la existencia de mercados secundarios y agentes activos (creadores de mercados) que proveen liquidez a estos títulos. En ausencia de un mercado interno de largo plazo suficientemente desarrollado, el gobierno enfrenta una difícil disyuntiva entre los descalces de plazos a los que conduce el endeudamiento interno y descalces de monedas que caracterizan el endeudamiento externo, una situación típica de todos los agentes nacionales que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. En estas condiciones, según hemos visto, un excesivo endeudamiento interno de corto plazo puede resultar desestabilizador durante las crisis. Por lo tanto, puede ser preferible una estructura de endeudamiento público con un mayor componente externo, pese al consecuente descalce de monedas. En el largo

plazo, el objetivo de las autoridades debe ser, en cualquier caso, la profundización de los mercados internos de capitales. De hecho, debido al menor nivel de riesgo y la mayor homogeneidad de los títulos que emite, el gobierno central tiene un papel fundamental en el desarrollo de los mercados, primarios y secundarios, de bonos de largo plazo, incluida la creación de puntos de referencia (*benchmarks*) para los instrumentos equivalentes emitidos por el sector privado.

Sin embargo, el desarrollo de estos mercados no elimina la necesidad de una política de pasivos activa para el endeudamiento externo, ya que los mercados de capital más profundos son también más atractivos para los flujos de cartera volátiles. Desafortunadamente, esta disyuntiva no es fácil de solucionar, ya que los inversionistas institucionales del exterior pueden contribuir al desarrollo de los mercados internos de capitales de los países en desarrollo. Por consiguiente, las autoridades deben elegir en la práctica entre flujos de capital externo menos volátiles y el desarrollo de mercados internos de capitales más profundos y líquidos. La decisión de Chile de eliminar la madurez mínima de un año para los flujos de cartera en mayo del año 2000, así como la de Colombia, en 1996, de permitir que los fondos internacionales de inversión participaran en el mercado interno de valores gubernamentales, puede interpretarse como una elección de la segunda opción, a costa de un incremento adicional de la volatilidad de la cuenta de capitales. Disyuntivas similares pueden surgir alrededor del desarrollo de mercados internos de acciones y bonos del sector privado.

### **III. El papel de las regulaciones prudenciales anticíclicas**

#### **A. Dimensiones micro y macroeconómicas de las políticas prudenciales**

Según vimos en la sección I, el origen de los problemas que surgen durante las crisis financieras tiene relación, tanto con el incremento excesivo del endeudamiento durante los períodos de auge como con los descalses de plazos y de monedas en los balances de agentes financieros y no financieros. En muchos países, estos problemas están relacionados con análisis inadecuados de riesgo por parte de los intermediarios financieros nacionales, así como con una débil regulación y supervisión prudencial de sus operaciones. La combinación de estos factores puede tornarse explosiva como resultado de un proceso de liberalización financiera que se lleve a cabo durante un período de auge de financiamiento externo. La subestimación de riesgos, característica de entornos de optimismo

económico, se combina entonces con prácticas inadecuadas de evaluación de riesgos, tanto por parte de los agentes privados como de los organismos de supervisión.

Por este motivo, es necesario subrayar la importancia de llevar a cabo los procesos de liberalización financiera en forma gradual y sobre la base de una sólida regulación y supervisión prudencial. Los problemas de las liberalizaciones financieras abruptas se hicieron evidentes durante la primera ola de crisis financieras que afectaron a América Latina a principios de la década de 1980,<sup>10</sup> pero las lecciones aprendidas entonces no se tuvieron en cuenta en los episodios posteriores de liberalización en el mundo en desarrollo. Desde la crisis asiática, se ha ampliado el reconocimiento de que la liberalización financiera debe darse en un ámbito institucional apropiado, basado en un sólido sistema de regulación y supervisión prudencial. Esta regulación debe garantizar, en primer lugar, la solvencia de las instituciones financieras, mediante el establecimiento de requisitos de capital coherentes con los riesgos que asumen las instituciones de crédito, normas adecuadas de diversificación del riesgo y reglas estrictas que obliguen a castigar las carteras dudosas. Los sistemas financieros bien regulados y supervisados son estructuralmente superiores en términos de gestión del riesgo, puesto que incentivan a los intermediarios financieros a evitar la acumulación de riesgos inmanejables.

Dado que algunas de las principales fuentes de los riesgos financieros que asumen los agentes económicos en los países en desarrollo tienen un origen *macroeconómico*, la perspectiva microeconómica tradicional de la regulación y la supervisión prudencial debe complementarse con regulaciones que tengan en cuenta los factores macroeconómicos. Esto es especialmente importante en los países en desarrollo, donde la dinámica de los ciclos de abundancia y sequía del financiamiento externo es particularmente intensa. Por lo tanto, debe prestarse atención a los vínculos entre el financiamiento interno y el externo, entre los precios de los activos y la actividad económica, y entre los riesgos financieros y las variaciones de la tasa de interés y del tipo de cambio.

El problema básico en este sentido es la incapacidad de cada intermediario financiero de internalizar los riesgos colectivos que se asumen durante los períodos de auge, cuya naturaleza es esencialmente macroeconómica y suponen, por lo tanto, problemas de coordinación que van más allá de las posibilidades de cualquier agente individual. Por otra

---

<sup>10</sup> Véase, al respecto, Díaz-Alejandro (1988, capítulo 17).

parte, la evaluación de riesgo y las herramientas tradicionales de regulación, incluidas las normas de Basilea, tienen un sesgo procíclico en la forma como operan. En un sistema en el que las provisiones para préstamos de cobro dudoso están vinculadas con los incumplimientos crediticios, las señales de precaución que emite el esquema regulatorio son relativamente ineficaces durante las épocas de auge, durante las cuales se reduce cíclicamente la morosidad y, por este motivo, no desaceleran el ritmo de crecimiento del crédito. Por el contrario, el fuerte aumento de la morosidad durante las crisis reduce el capital de las instituciones financieras y, en consecuencia, su capacidad para otorgar crédito. Este hecho, junto con el incremento subjetivo del nivel de riesgo percibido, genera la escasez de crédito característica de tales períodos y refuerza la caída de la actividad económica y de los precios de los activos, lo que a su vez empeora la calidad de las carteras de los intermediarios financieros.<sup>11</sup>

La introducción de normas regulatorias estrictas durante las crisis puede, en este contexto, empeorar la sequía de crédito. Por lo tanto, aunque las autoridades deben adoptar reglas claras para restablecer la confianza durante estos períodos, la introducción de normas más firmes debe ser gradual. Para evitar problemas de riesgo moral, las autoridades no deben rescatar nunca a los propietarios de las instituciones financieras y deben obligarlos a cubrir con su patrimonio las pérdidas en que incurran.

Para tener en cuenta los factores macroeconómicos que afectan el riesgo, es necesario diseñar instrumentos que introduzcan un elemento anticíclico en la regulación y la supervisión prudencial. En este sentido, el instrumento principal son las provisiones prospectivas (*forward looking*). Esto implica que las provisiones deben aplicarse cuando los préstamos se desembolsan, sobre la base de pérdidas *previsibles o latentes*, considerando el ciclo económico completo, en lugar de basarse en el nivel de incumplimiento o en las expectativas de vencimientos de préstamos durante el año siguiente, que son altamente procíclicos. Esto significa que la estrategia de provisiones debe acercarse a los criterios tradicionales de la industria aseguradora (en donde la provisión se hace al emitir la póliza), y no de la industria bancaria. Esta práctica puede coadyuvar a suavizar el ciclo de financiamiento, al aumentar las provisiones o reservas durante los auges de la cuenta de capitales, y mitigar, a su vez, la escasez de crédito que se produce durante las recesiones. Las características de un sistema regulatorio de este tipo se analizan con mayor detalle en la sección siguiente.

---

<sup>11</sup> Para un análisis de estos temas y opciones de política para manejarlos, véanse BPI (2001, cap. VII), Borio, Furfine y Lowe (2001), Clerc, Drumetz y Jaudoin (2001) y Turner (2002).

Debe subrayarse, en cualquier caso, que todo esquema regulatorio tiene límites claros y costos que no pueden olvidarse. La regulación prudencial implica la introducción de ciertas señales no basadas en los precios, y la supervisión bancaria conlleva importantes problemas de información y es una actividad discrecional susceptible de abusos. Algunos de los objetivos clásicos de la regulación prudencial, tales como la diversificación del riesgo, pueden ser difíciles de alcanzar cuando existen factores macroeconómicos en la raíz del problema. En particular, la experiencia indica que, aún en sistemas bien regulados suelen darse episodios periódicos de euforia en los que se subestiman los riesgos, como ha sucedido incluso en muchos países industrializados. La crisis reciente de Argentina es un caso concreto en el que un buen sistema de regulación prudencial, que se consideraba uno de los mejores del mundo en desarrollo, aplicado además a un sector financiero caracterizado por la presencia preponderante de bancos multinacionales, fue incapaz de evitar que las grandes perturbaciones macroeconómicas que experimentó el país afectaran al sistema financiero interno. Más aún, separar las tendencias cíclicas de las de largo plazo es siempre una tarea compleja, ya que las dinámicas de corto y largo plazo están interconectadas. Una de las razones de ello son los procesos de aprendizaje en la formación de expectativas macroeconómicas, tarea especialmente difícil en las economías en desarrollo que enfrentan choques de consideración (Heymann, 2000).

En muchos casos, las regulaciones orientadas a corregir prácticas riesgosas por parte de los intermediarios financieros trasladan los riesgos subyacentes a los agentes no financieros, y generan, de este modo, efectos indirectos que se expresan en riesgos crediticios. En este contexto, el efecto neto de la regulación sobre la vulnerabilidad de los bancos es sólo parcial, tal como indican los estudios sobre “migración de riesgos”. Así, las normas regulatorias que establecen mejores calificaciones de riesgo para los créditos de corto plazo y reducen los descalses entre los vencimientos de los depósitos y los préstamos, ciertamente disminuyen el riesgo directo que enfrentan los bancos, pero refuerzan, a su vez, el sesgo hacia el otorgamiento de créditos de corto plazo en países donde la mayoría de los depósitos bancarios son también de corto plazo. En estos casos, los efectos aparentemente positivos de este tipo de regulaciones sobre el manejo del riesgo pueden estar acompañados de una oferta inadecuada de financiamiento de largo plazo y una menor inversión en capital fijo. Asimismo, las regulaciones prudenciales que prohíben a los bancos mantener descalses de monedas en sus carteras reducen su riesgo directo pero, según hemos visto, incentivan a los agentes no financieros a solicitar préstamos directamente en el exterior. De esta manera, los descalses de monedas se traspasan a los agentes no financieros. Los riesgos que asumen las empresas, en uno y otro caso, pueden convertirse en riesgo crediticio

para las instituciones financieras nacionales, que son también sus acreedores.

Por otra parte, una regulación más estricta tenderá a incrementar los márgenes de intermediación financiera, sobre todo si se aplican prácticas regulatorias más restrictivas que las internacionales; esto puede ser, en cualquier caso, deseable, dada la volatilidad característica de los países en desarrollo. Los mayores márgenes de intermediación generarán incentivos para que las empresas que tengan acceso al mercado internacional de capitales soliciten créditos en el exterior, incrementando así las posibilidades de que se produzcan descalces de moneda en las carteras de estos agentes. En todos estos casos, la menor vulnerabilidad directa del sector financiero nacional tendrá como corolario descalces de plazos y de monedas de los agentes no financieros (así como un nivel subóptimo de inversión en capital fijo) que, en cualquier caso, puede convertirse en riesgo crediticio para los agentes financieros nacionales durante la recesión.

## **B. Diferentes visiones sobre el manejo del riesgo**

Las prácticas de contabilidad generalmente aceptadas determinan la forma en que los bancos se protegen contra los riesgos. Existen básicamente dos enfoques para contabilizar los activos de las entidades financieras. El sistema tradicional, basado en el reconocimiento de los hechos cumplidos, contabiliza los activos de acuerdo con su *valor histórico*. Sobre la base de estos parámetros, el riesgo crediticio se registra mediante gastos por provisiones calculadas con base en indicadores sobre deterioro comprobado de los préstamos bancarios. Por su parte, el método de *valor de mercado* registra los activos de acuerdo con sus precios corrientes y puede presentar algunos elementos prospectivos, en la medida en que tales precios reflejen las percepciones que tiene el mercado sobre el riesgo, es decir sobre la probabilidad de que se deteriore la calidad de los activos. Si bien este último método es conceptualmente superior al primero, su aplicación al riesgo crediticio depende de que exista mercado para la cartera bancaria, lo cual sólo ocurre con algunos créditos titularizados.<sup>12</sup>

Claramente el método de valor histórico refuerza el comportamiento procíclico del crédito bancario, en la medida en que ignora la parte

---

<sup>12</sup> La ausencia de precios de mercado para los préstamos se puede compensar, en alguna medida, con la información que proveen los mercados de valores sobre los deudores del sistema financiero. Aunque se sabe muy bien que sólo unas pocas empresas grandes participan en el mercado de valores, es muy probable, sin embargo, que estas mismas reciban una proporción importante de los créditos bancarios.

del riesgo correspondiente a pérdidas que están latentes, pero que no se han manifestado. De esta forma, en la contabilidad bancaria tradicional, el riesgo es aparentemente menor durante los períodos de auge y mayor durante las recesiones; además, se registra muy tarde, lo cual aumenta la probabilidad de pérdidas. Por el contrario, en la medida en que el método alternativo incluya efectivamente elementos prospectivos, debería reconocer que el riesgo aumenta durante los períodos de auge, pero se materializa durante las recesiones, como se señaló en el análisis precedente sobre la dinámica del ciclo de financiamiento externo. Sin embargo, en la medida en que la percepción de riesgo por parte de los agentes de mercado esté sujeta a oleadas de optimismo y pesimismo, este efecto positivo de la valoración a precios de mercado puede no materializarse.

Cabe señalar, en este sentido, que una de las propuestas centrales para un nuevo acuerdo de Basilea se basa en alinear las ponderaciones de riesgo en la cartera bancaria con las evaluaciones de las agencias calificadoras de riesgos. Sin embargo, esto podría generar un efecto procíclico, dado que las clasificaciones que realizan dichas agencias han demostrado tener un sesgo claramente procíclico (Reisen, 2003). La alta concentración de esta industria es un argumento adicional en contra de esta recomendación. Es más, sería difícil aplicar esta práctica en los países en desarrollo, dada la ausencia de calificaciones de crédito adecuadas para muchas empresas.

El enfoque prospectivo del riesgo crediticio ha influenciado la regulación sobre contabilidad bancaria. De hecho, ya se utiliza normalmente en la valoración a precios de mercado para las inversiones en activos financieros, aunque se mantiene el sistema de valor histórico para contabilizar el valor de la cartera crediticia. Sin embargo, los modelos estadísticos, utilizados cada vez más frecuentemente por los bancos modernos, permiten estimar las provisiones simulando escenarios de riesgo, con lo cual pueden introducir criterios de naturaleza prospectiva. Estos cambios han sido, sin embargo, relativamente lentos.

Hasta cierto punto, el énfasis puesto en los hechos cumplidos para calcular las provisiones obedece a lo que podría denominarse un sesgo de tipo fiscalista. Este enfoque refleja la preocupación de las autoridades tributarias por evitar que las entidades financieras sobrestimen sus gastos —y, consecuentemente, subestimen sus utilidades—, en detrimento del monto de impuestos a pagar. Por el contrario, la perspectiva prudencial pone énfasis en la necesidad de detectar oportunamente los riesgos, por lo que se propone tomar en cuenta las expectativas de pérdidas futuras que puedan deteriorar la cartera de créditos.

Por último, la distinción entre riesgo sistemático y no sistemático es particularmente importante en el análisis de riesgo de las carteras financieras. El riesgo sistemático, conocido como “beta”, depende de la correlación entre las fluctuaciones de precio de cada activo en particular y los precios del conjunto del mercado, y surge de la exposición a factores comunes (tales como la política económica o el ciclo económico). Los riesgos no sistemáticos dependen, por el contrario, de las características específicas de cada título y pueden reducirse mediante la diversificación. Este segundo tipo de riesgos se puede disminuir con una adecuada regulación orientada a mejorar la gestión del riesgo microeconómico, pero esto resulta más difícil en el primer caso. En la medida en que los bancos utilicen la información que aportan los analistas de mercados financieros sobre el riesgo sistemático, podrán estimar la sensibilidad de su cartera de préstamos a las variaciones del ciclo económico. Sin embargo, los modelos tradicionales de evaluación de riesgo pueden producir el efecto contrario e incluso, en la presencia de oleadas de optimismo o pesimismo, inducir a los agentes económicos a intervenir en los mercados en una sola dirección (es decir, comprando o vendiendo mayoritariamente) y, por esta vía, incrementar la volatilidad macroeconómica (Persaud, 2000).

Evidentemente, la única posibilidad de diversificar los riesgos macroeconómicos es mediante la participación en el mercado local de agentes económicos externos. En ausencia de dicha intervención, las acciones de algunos agentes locales orientadas a reducir dichos riesgos pueden meramente trasladarlos a otros agentes y, si un conjunto amplio de actores del mercado intenta hacerlo simultáneamente, pueden incrementar el riesgo colectivo en que incurrir. No obstante lo anterior, un buen análisis del riesgo sistemático y unas políticas prudentiales apropiadas, con claro enfoque anticíclico, pueden coadyuvar a reducir el riesgo colectivo que los agentes asumen durante los períodos de euforia. También pueden ayudar a generar mejores incentivos para aquellos agentes financieros que se comportan de forma procíclica y están expuestos a industrias con altos riesgos sistemáticos.

### **C. Elección de instrumentos de protección frente al riesgo crediticio**

Partiendo de los principios de contabilidad generalmente aceptados, las provisiones deben cubrir las *pérdidas previsibles*, aunque sean de magnitud indeterminada, y por lo tanto se registran como gastos, mientras las reservas protegen contra las *pérdidas no previsibles* y forman parte del capital. La aplicación de estos principios debe conducir a que los bancos cobren una prima de riesgo sobre la tasa de interés de los

préstamos para cubrir el costo de las provisiones, mientras los accionistas deberían cubrir los riesgos no previsible con las reservas patrimoniales, constituidas a partir de las utilidades después de impuestos.

Existe, además, otra diferencia entre provisiones y reservas relacionada con las señales que éstas generan a los agentes del mercado. Un aumento de las provisiones, a través de la reducción de las utilidades, transmite al mercado información clara sobre el riesgo que no se aprecia cuando se utilizan las reservas. Una entidad con déficit de provisiones aparece frente al mercado con utilidades sobrestimadas, lo cual induce precisamente a amplificar las variaciones cíclicas del crédito, además de reducir la transparencia de la información que reciben los accionistas y los tenedores de bonos de la entidad en cuestión.

Por otra parte, las pérdidas previsible deben reflejarse, como se señaló anteriormente, en las primas de riesgo que se incluyen en el costo de los préstamos. Si los ingresos generados por este medio alimentan las utilidades en lugar de aumentar las provisiones, los deudores bancarios estarían subsidiando a los accionistas en perjuicio de la seguridad de los depósitos bancarios. Este comportamiento se reforzaría cuando existen expectativas de rescate por parte del gobierno o cuando el seguro de depósitos es generoso, configurando casos típicos de "riesgo moral".

Las prácticas contables también distinguen entre provisiones *generales y específicas*. En la mayoría de los países, el cálculo de las provisiones específicas se realiza caso por caso para los préstamos comerciales y de forma conjunta para los créditos de consumo. Las provisiones generales se estiman a partir de grupos de préstamos, o bien de la cartera total. En algunos países, se consideran como reservas y, por lo tanto, capital, mientras que en otros se sustraen de los activos, lo cual genera diferencias importantes en términos tributarios. La evidencia indica que los métodos utilizados para calcular provisiones generales son más flexibles y admiten la posibilidad de criterios prospectivos, en tanto que las provisiones específicas exigen la comprobación de que se ha producido un deterioro en la calidad de los activos y no toman en cuenta, por lo tanto, las consideraciones sobre la evolución futura del riesgo.

En algunos países, las autoridades (gobiernos o bancos centrales) determinan directamente el nivel de las provisiones. En otros, el sistema combina estas fórmulas regulatorias con instrumentos de evaluación interna del riesgo que emplean los intermediarios financieros. Para ello, se utilizan métodos estadísticos basados en datos históricos, información sobre grupos pares y modelos más explícitos para evaluar el riesgo. Algunos países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) permiten la constitución de provisiones prospectivas basadas en experiencias pasadas y en las expectativas acerca del futuro.

Sin embargo, la mayor parte se orienta al corto plazo, utilizando un horizonte de un año para evaluar el riesgo y no consideran las variaciones previsibles asociadas al ciclo económico.

El caso más importante de provisiones prospectivas es el esquema español que se adoptó en diciembre de 1999. La característica principal de este esquema es la estimación del "riesgo latente", calculado con base en la experiencia histórica del país para un período suficientemente largo, que cubra al menos un ciclo económico completo. El esquema genera una dinámica en la que se acumulan provisiones durante los períodos de expansión económica y se recurre a ellos en épocas de recesión (Poveda, 2000; de Lis, Martínez y Saurina, 2001). La innovación principal de este sistema es el reconocimiento explícito de que se incurre en riesgos desde el momento en que se aprueban y se desembolsan los créditos, y no cuando quedan en mora.

Más concretamente, según este esquema, es necesario calcular provisiones "estadísticas" o actuariales de los riesgos latentes para categorías homogéneas de créditos, según las pérdidas previsibles para cada tipo de activo (préstamos, garantías, inversiones de cartera interbancarias o de renta fija), con base en un ciclo económico completo. Para ello se puede utilizar el modelo de gestión de riesgo de la institución financiera o bien el modelo estándar propuesto por el Banco de España. Este último establece seis categorías de activos, con coeficientes de provisión anuales que van de 0% a 1.5%. Estas "provisiones estadísticas" deben acumularse en un fondo, junto con las provisiones especiales (es decir, las tradicionales para préstamos vencidos y activos improductivos) y con los activos improductivos recuperados.<sup>13</sup> El fondo puede utilizarse para cubrir pérdidas de créditos, por lo que reemplaza de hecho a los fondos especiales si hay recursos disponibles en cantidades adecuadas. Si esto sucede, las provisiones tendrán una dinámica similar al ciclo de crédito bancario.

Aunque la acumulación y el uso de los recursos del fondo creado a partir de las provisiones estadísticas y específicas tienen una dinámica anticíclica, en realidad sólo reflejan el patrón cíclico del crédito bancario. Por lo tanto, el sistema es, en sentido estricto, neutral con respecto al ciclo y no anticíclico, pero ciertamente mejor que las provisiones procíclicas tradicionales sobre pérdidas de crédito y que las provisiones anticipadas basadas en horizontes de corto plazo.

---

<sup>13</sup> El sistema español exige, además, provisiones generales equivalentes a 0%, 0.5% y 1% de diferentes clases de activos.

Por lo tanto, un sistema de estas características debe tener como complemento un conjunto de provisiones prudenciales estrictamente anticíclicas, decretadas por la autoridad reguladora para el sistema financiero en su conjunto, o por la autoridad de supervisión para instituciones financieras concretas, sobre la base de criterios objetivos. Entre estos criterios se podrían incluir el ritmo de crecimiento del crédito, el sesgo del crédito hacia los sectores caracterizados por riesgos sistemáticos o el crecimiento del crédito en moneda extranjera a empresas de sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. También pueden fomentarse las provisiones prudenciales de carácter voluntario. En ambos casos, es esencial que se garantice la deducibilidad tributaria de las provisiones. De hecho, las reglas contables y fiscales contribuyen a las fallas en la evaluación de riesgos porque, en general, obligan a registrar hechos que ya han sucedido, generando, por lo tanto, incentivos contrarios al desarrollo de sistemas de provisiones que incorporen principios claros de prevención de riesgos.

El análisis precedente indica que una política destinada a manejar adecuadamente los efectos macroeconómicos de los ciclos de financiamiento en los países en desarrollo debe estar compuesta, por lo tanto, de: i) provisiones prospectivas sobre riesgos previstos o latentes, que deben realizarse cuando se otorga el crédito, con base en la evaluación del riesgo en que incurren los intermediarios financieros a lo largo del ciclo económico; y ii) provisiones prudenciales anticíclicas más discrecionales, pero basadas en una serie de criterios objetivos. Las provisiones específicas deben manejarse junto con las prospectivas, como ocurre en el caso de España. Como se verá en la sección siguiente, estas disposiciones deben complementarse con regulaciones en otras áreas. Las reservas o las provisiones generales tienen un papel menos claro que, de hecho, no se puede diferenciar del que cumple el capital a la hora de cubrir pérdidas no previstas.

Un sistema de provisiones de este tipo es, sin duda, superior al posible uso de los requisitos de capital para manejar los efectos del ciclo económico. Los requerimientos de capital deben estar basados en criterios de solvencia de largo plazo, más que en el desempeño cíclico. En la medida en que los países en desarrollo tienden a enfrentar una mayor volatilidad macroeconómica, puede haber motivos para exigir mayores relaciones capital a activos de riesgo, pero no para que los requerimientos de capital sean, como tales, anticíclicos.

En cualquier caso, también debe tenerse en cuenta, una vez más, que al aplicar normas más estrictas para el manejo de los riesgos macroeconómicos en los países en desarrollo (en términos de provisiones, capital u otras variables), se estarán incrementando los costos de la

intermediación financiera, lo cual reducirá la competitividad internacional y creará incentivos de arbitraje para utilizar, como alternativa, la intermediación financiera internacional. Asimismo, es evidente que las políticas prudenciales no eliminan los riesgos que pueden generar las políticas macroeconómicas procíclicas.

#### **D. Tratamiento prudencial del riesgo de moneda, del riesgo de plazo y de la volatilidad de los precios de los activos**

La experiencia indica que los descálces de monedas y de plazos son aspectos esenciales de las crisis financieras de los países en desarrollo. Por este motivo, la regulación prudencial debe establecer reglas estrictas para prevenir los descálces de monedas (incluidos los que tienen relación con las operaciones de protección cambiaria y otras similares) y para reducir los desequilibrios entre los vencimientos de activos y pasivos de los intermediarios financieros. Además, debe establecer requisitos complementarios de liquidez para manejar tales desequilibrios.

En el primero de estos casos, la mejor regla es la prohibición estricta de los descálces de monedas en las carteras de los intermediarios financieros. Además, las autoridades deben supervisar cuidadosamente la intermediación de los créditos externos de corto plazo. Como se ha visto, el riesgo cambiario de las empresas no financieras, sobre todo de las que operan en los sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente, puede llegar a convertirse en riesgo crediticio para los bancos.<sup>14</sup> Este hecho subraya la necesidad de mejorar la vigilancia de los riesgos cambiarios de tales empresas y, probablemente, de crear regulaciones especiales sobre el otorgamiento de crédito a las empresas de sectores no comercializables que tengan una cantidad considerable de pasivos en moneda extranjera. En particular, se pueden establecer provisiones más restrictivas y/o ponderar el riesgo de estas operaciones, o bien prohibir estrictamente los créditos en divisas para empresas no financieras que no tengan ingresos en moneda extranjera; las regulaciones de la cuenta de capitales deben establecer normas complementarias que rijan el endeudamiento externo de estas compañías.

Además, la regulación prudencial debe garantizar un nivel apropiado de liquidez para que los intermediarios financieros puedan manejar los descálces que se originan entre los vencimientos de activos y pasivos, que son inherentes a la función esencial del sistema financiero de

---

<sup>14</sup> Véase Rojas-Suárez (2001) donde se presenta un análisis de los riesgos asociados a los sectores comercializables internacionalmente.

transformar los plazos, pero que generan riesgos asociados a la volatilidad de los depósitos y/o de las tasas de interés. Esto subraya el hecho de que los problemas de liquidez y solvencia están mucho más interrelacionados de lo que se suele pensar, sobre todo frente a perturbaciones de origen macroeconómico. Los requisitos de encaje, que en sentido estricto son un instrumento de política monetaria, proporcionan liquidez en muchos países, pero su uso cada vez menos frecuente hace necesario buscar nuevas herramientas. Es más, su estructura tradicional no está adaptada al objetivo específico de garantizar liquidez a los intermediarios financieros ante los descalces de plazos que mantienen en sus carteras. Una innovación importante en esta área fue el sistema creado en Argentina en 1995, en el que los requisitos de liquidez se basaban en los vencimientos residuales de los pasivos de las instituciones financieras (es decir, en el número de días que quedaban para su vencimiento) (BCRA, 1995, pp. 11 y 12). Estos requisitos de liquidez (o un sistema de encaje con características similares) tienen la ventaja adicional de que ofrecen un incentivo directo al sistema financiero para mantener una estructura de pasivos apropiada. La calidad de los activos con los que se pueden cumplir los requisitos de liquidez es obviamente un factor crucial. En este sentido, debe señalarse que, al permitir que estos activos se invirtieran en bonos del sector público, se creó un factor de vulnerabilidad del sistema financiero ante el riesgo de incumplimiento de la deuda pública, que se materializó en el año 2001.

La valoración de los activos que se usan como colateral también resulta problemática cuando el precio de esos activos es volátil puesto que, en muchos casos, las evaluaciones ex ante pueden ser sustancialmente superiores a los precios ex post. Por este motivo, deben establecerse límites al valor de los activos que se pueden utilizar como garantía y reglas para ajustar los valores de las garantías a las variaciones cíclicas de los precios. Una línea de acción en este sentido es el cálculo del “valor para préstamos hipotecarios” (*mortgage lending value*), procedimiento de valoración aplicado en algunos países europeos que refleja las tendencias de largo plazo del mercado inmobiliario a partir de las experiencias previas (BCE, 2000).

#### **IV. Conclusiones**

En este ensayo se ha analizado el uso complementario de dos instrumentos para manejar la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica de los intermediarios financieros nacionales. Estos instrumentos deben ser considerados un complemento de políticas macroeconómicas anticíclicas y, ciertamente, ninguno de los dos puede anular los riesgos que pueden derivarse de políticas macroeconómicas procíclicas.

En términos generales, las experiencias innovadoras en materia de regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990 indican que estos instrumentos pueden resultar útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento externo como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas (posiblemente de carácter temporal). Las principales ventajas de los requisitos de encaje no remunerados basados en incentivos de precios, en los que Chile y Colombia fueron pioneros, son su sencillez, su carácter no discrecional y su efecto neutro en las decisiones de endeudamiento de las empresas. El sistema malasio, de corte más cuantitativo, demostró tener efectos macroeconómicos más fuertes en el corto plazo. Los controles cambiarios tradicionales, también de carácter cuantitativo, pueden resultar igualmente útiles si el objetivo de la política macroeconómica es reducir en forma sustancial la sensibilidad macroeconómica a los flujos internacionales de capital.

Las regulaciones directas de la cuenta de capitales pueden ser sustituidas, en parte, por mecanismos de regulación y supervisión prudencial. Sin embargo, el principal problema de esta opción es que la regulación prudencial tiene sólo efectos indirectos sobre los pasivos en moneda extranjera de los agentes no financieros y, de hecho, normas más estrictas de carácter prudencial pueden evadirse contratando créditos directamente en el extranjero. Por consiguiente, es necesario complementar estas medidas con otras que desincentiven el endeudamiento externo de estas empresas. Así, el encaje a los ingresos de capital puede ser más fácil de administrar que un sistema basado en regulaciones prudenciales. En el caso del sector público, la regulación directa de los créditos externos debe combinarse con una estrategia orientada a desarrollar mercados nacionales profundos de títulos de deuda pública.

La regulación y la supervisión prudencial deben tener en cuenta no sólo los riesgos microeconómicos, sino también los macroeconómicos, que están asociados a los ciclos de financiamiento externo. En particular, los instrumentos deben diseñarse de forma tal que introduzcan un elemento anticíclico en la regulación y supervisión prudencial. Más específicamente, en este ensayo se propone una línea regulatoria en la que se combinen: i) provisiones prospectivas para riesgos latentes, que se calculan en el momento de otorgar el crédito, sobre la base de los riesgos crediticios previsibles a lo largo del ciclo económico completo (ésta es la solución adoptada por las autoridades españolas), y ii) provisiones prudenciales anticíclicas más discrecionales, aplicadas por la autoridad regulatoria al sistema financiero en su conjunto, o bien por la autoridad de supervisión a instituciones financieras específicas, sobre la base de criterios objetivos (la tasa de crecimiento del crédito o el crecimiento del crédito destinado a determinadas actividades riesgosas). Los requisitos de capital deben regirse por criterios de solvencia de largo plazo y, como tales, no deben ser

anticíclicos, pero puede ser recomendable que aquellos países que enfrenten fuertes fluctuaciones cíclicas exijan a los intermediarios financieros mantener mayores relaciones de capital a activos de riesgo.

Un sistema de regulación y supervisión prudencial anticíclico debe contar con regulaciones complementarias en otras áreas. En particular, la regulación prudencial debe establecer reglas estrictas para prevenir descalces de monedas, incluidos, en particular, aquellos en que incurren las empresas que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente cuando se endeudan en moneda extranjera. Asimismo debe establecer requisitos de liquidez para manejar los descalces de plazos entre los activos y pasivos de los intermediarios financieros y reglas para valorar los activos fijos que garantizan los préstamos.

## Bibliografía

- Agosin, Manuel (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, McGraw-Hill Interamericana..
- Agosin, Manuel y Ricardo Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", *Short-term Capital Flows and Economic Crises*, Stephany Griffith-Jones, Manuel F. Montes y Anwar Nasution (comps.), Nueva York, Oxford University Press/Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER), Universidad de las Naciones Unidas.
- Ariyoshi, Akira y otros (comps.) (2000), "Capital controls: Country experiences with their use and liberalization", Occasional Paper, N° 190, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Banco Mundial (1999), *Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1998-99. Beyond Financial Crisis*, Washington, D.C.
- BCE (Banco Central Europeo) (2000), *Asset Prices and Banking Stability*, Frankfurt, abril.
- BCRA (Banco Central de la República Argentina) (1995), *Informe anual*, Buenos Aires, octubre.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2001), *71° Informe anual*, Basilea, junio.
- Bordo, Michael y otros (2001), "Is the crisis problem growing more severe?", *Economic Policy*, N° 32, abril.
- Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *Marrying the Macro-and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1997), "On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, N° 1, octubre.

- Cárdenas, Mauricio y Roberto Steiner (2000), "Private capital flows in Colombia", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2001), *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega, septiembre.
- (1998), *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, serie Libros de la CEPAL, N° 47 (LC/G.1997/Rev.1-P), Santiago de Chile, CEPAL. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.98.II.G.5.
- Clerc, Laurent, Françoise Drumetz y Oliver Jaudoin (2001), "To what extent are prudential and accounting arrangements pro- or countercyclical with respect to overall financial conditions?", *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- De Gregorio, José, Sebastián Edwards y Rodrigo Valdés (2000), "Controls on capital inflows: Do they work?", *Journal of Development Economics*, vol. 63, N° 1, octubre.
- De Lis Fernández, Santiago, Jorge Martínez y Jesús Saurina (2001), "Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain", *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (1988), *Trade, Development and the World Economy. Selected Essays*, Andrés Velasco (comp.), Oxford, Basil Blackwell.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Guillermo Larraín (2003), "How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis", *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith Jones (comps.), Londres, Palgrave/Macmillan, en prensa.
- García, Márcio y Marcus Vinicius F. Valpassos (2000), "Capital flows, capital controls, and currency crisis: The case of Brazil in the 1990s", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- Habermeier, Karl (2000), "India's experience with the liberalization of capital flows since 1991", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi y otros (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Heymann, Daniel (2000), "Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política", *Revista de la CEPAL*, N° 70 (LC/G.2095-P), Santiago de Chile.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1998), "Crisis financieras: características e indicadores de vulnerabilidad", *Perspectivas de la economía mundial*, 1998, cap. 4, Washington, D.C., mayo.
- J. P. Morgan (1998), *World Financial Markets*, Nueva York, 7 de octubre.
- Kaplan, Ethan y Dani Rodrik (2001), "Did the Malaysian capital controls work?", *NBER Working Paper Series*, N° 8142, Cambridge, Massachusetts, febrero.
- Krugman, Paul y Lance Taylor (1978), "Contractionary effects of devaluations", *Journal of International Economics*, N° 8.

- Larraín, Felipe, Raúl Labán y Rómulo Chumacero (2000), "What determines capital inflows? An empirical analysis for Chile", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- Laurens, Bernard (2000), "Chile's experience with controls on capital inflows in the 1990s", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi y otros (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Le Fort, Guillermo y Sergio Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de trabajo*, N° 64, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, febrero.
- Minsky, Hyman P. (1982), *Can 'It' Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe Inc.
- Mishkin, Frederic (2001), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, sexta edición, Toronto, Addison Wesley Longman.
- Nayyar, Deepak (2002), "Capital controls and the world financial authority. What can we learn from the Indian experience?", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Ocampo, José Antonio (2003a), "International asymmetries and the design of the international financial system", *Critical Issues in International Financial Reform*, Albert Berry y Gustavo Indart (comps.), New Brunswick, N.J., Transaction Publishers, junio.
- (2003b), "Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world", *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt y Jaime Ros (comps.), Aldershot, Edward Elgar.
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (2003), "La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital", *Revista de la CEPAL*, No. 81, Santiago de Chile, diciembre.
- (1998), "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-96", *Flujos de capital e inversión productiva: Lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, McGraw Hill.
- Ötker-Robe, Inci (2000), "Malaysia's experience with the use of capital controls", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi y otros (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Palma, Gabriel (2002), "The three routes to financial crises: The need for capital controls", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Persaud, Avinash (2000), *Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*, Londres, State Street.
- Poveda, Raimundo (2000), *La reforma del sistema de provisiones de insolvencia*, Madrid, Banco de España, enero.
- Rajaraman, Indira (2001), "Management of the capital account: A study of India and Malaysia", Nueva Delhi, Instituto Nacional de Políticas y Finanzas Públicas, marzo, inédito.

- Reddy, Y.V. (2001), "Operationalising capital account liberalisation: The Indian experience", *Development Policy Review*, vol. 19, N° 1, Overseas Development Institute, marzo.
- Reisen, Helmut (2003), "Ratings since the Asian crisis", *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.), Londres, Palgrave/Macmillan, en prensa.
- Rodrik, Dani y Andrés Velasco (2000), "Short-term capital flows", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Rojas-Suárez, Liliana (2001), "Can international capital standards strengthen banks in emerging markets?", Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, octubre, inédito.
- Ros, Jaime (2001), "Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa", *Crisis financieras en países 'exitosos'*, Ricardo French-Davis (comp.), Santiago de Chile, CEPAL/McGraw-Hill.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), "The Mexican Peso crisis: Sudden death or death foretold?", *NBER Working Paper Series*, N° 5563, Cambridge, Massachusetts, mayo.
- Stiglitz, Joseph E. (1994), "The role of State in financial markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Stiglitz, Joseph E. y Amar Bhattacharya (2000), "The underpinnings of a stable and equitable global financial system: From old debates to a new paradigm", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Taylor, Lance (1998), "Capital market crises: Liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilisation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6, noviembre.
- Turner, Philip (2002), "Procyclicality of regulatory ratios", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Valdés-Prieto, Salvador y Marcelo Soto (1998), "The effectiveness of capital controls: Theory and evidence from Chile", *Empirica*, N° 25, Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2003), "The Colombian economy in the nineties: Capital flows and foreign exchange regimes", *Critical Issues in International Financial Reform*, Albert Berry y Gustavo Indart (comps.), New Brunswick, N.J., Transaction Publishers, junio.
- Williamson, John (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, septiembre.

## Capítulo IV

# **Reestructuración de la deuda: nuevas propuestas para viejos problemas**

José Luis Machinea

### **Resumen**

La mayor movilidad de capitales privados en la década de los noventa ha dado lugar a una extensa discusión respecto de sus efectos sobre los países emergentes. Por un lado, es evidente que un mayor ingreso de capitales debería potenciar el crecimiento económico de los países de menor desarrollo relativo. Por el otro, la volatilidad que caracteriza a ese flujo de capitales incrementa las posibilidades de que se desencadenen crisis. Este trabajo examina el desafío de aprovechar el flujo de capitales, reduciendo, al mismo tiempo, los impactos negativos de su volatilidad.

## Introducción

La discusión sobre la volatilidad del financiamiento externo se ha centrado en el conjunto de políticas que servirían para reducirla o que reducirían sus efectos negativos. Esas políticas podrían agruparse de la siguiente manera:

a) Restringir la entrada de capitales de corto plazo destinados a los países emergentes. Se han discutido distintos mecanismos para evitar la volatilidad de los capitales de corto plazo, tal como la imposición de impuestos inversamente proporcionales al plazo de permanencia de estos capitales en los países emergentes. El tema es especialmente relevante para aquellas economías con sistemas financieros relativamente débiles y que no han avanzado demasiado en la liberación del movimiento de bienes. Ejemplos exitosos durante un cierto período son los de Chile, Colombia y algunos países del Sudeste asiático.<sup>1</sup> La duda que se plantea en la actualidad es respecto de la verdadera eficiencia de estos instrumentos a medida que avanza la globalización y, con ello, la sofisticación de los mercados de capitales avanza.

b) Mejorar las regulaciones financieras en los países desarrollados, en especial aquellas que regulan la magnitud del apalancamiento del capital y la evaluación del riesgo. Estas recomendaciones fueron el resultado del efecto que la crisis rusa tuvo sobre las instituciones financieras de los países desarrollados con alto nivel de exposición.

c) Aumentar la transparencia de las cuentas públicas, las cuentas externas y del sistema financiero de los países emergentes, con el objeto de evitar situaciones como las experimentadas en México y parte del Sudeste asiático, donde el sector privado no contaba con información adecuada. Normas, códigos y mejores prácticas son los términos más utilizados en esta discusión. En este campo, los avances de los últimos años han sido especialmente importantes.<sup>2</sup>

d) Velar por la situación macroeconómica. Países con elevados desequilibrios fiscales, altos déficit en cuenta corriente y elevados vencimientos de corto plazo de sus obligaciones externas o fiscales están usualmente más expuestos a la volatilidad de los mercados de capitales. Las recomendaciones en estos casos son obvias.

---

<sup>1</sup> Véanse por ejemplo, Agosin, M.R. (1998), Agosin, M.R. y R. Ffrench-Davis (1996), Barrera, F. y M. Cárdenas (1997), Griffith-Jones, S. (1998) y Ocampo, J. A. y Tovar (1998).

<sup>2</sup> El gobierno norteamericano y el Fondo Monetario Internacional a través del Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD) han puesto especial énfasis en estos temas desde 1998. Véanse, por ejemplo, FMI (1999a) y (2000a) y Rubin, R. (1999).

e) Fortalecer los sistemas financieros. La experiencia muestra que las crisis se potencian cuando los sistemas financieros son débiles en términos de liquidez y solvencia. En estos casos, las recomendaciones son aumentar los requerimientos de capital y de liquidez, y, a la vez, penalizar o directamente prohibir excesivos desfases temporales entre activos y pasivos de las entidades financieras.<sup>3</sup> En este tema, la discusión más relevante se centra en hasta dónde se avanza con las regulaciones prudenciales, de manera de evitar que un sistema excesivamente sólido y con gran liquidez no sea a su vez excesivamente costoso y, por lo tanto, poco funcional para el financiamiento del proceso de desarrollo.

Se ha progresado considerablemente en la implementación de algunas de estas políticas aunque todavía es mucho lo que queda por hacer. Avanzar en el desarrollo de los mecanismos de prevención es la manera más eficiente de reducir eventuales problemas de liquidez y solvencia y, por ello, de evitar situaciones traumáticas. También es cierto que esos mecanismos de prevención deben ser evaluados en relación con su impacto sobre el crecimiento económico. Por ejemplo, el mantenimiento de superávits importantes en el sector público o de excesivos requerimientos de capital y liquidez en el sistema financiero pueden reducir las posibilidades de crisis pero, al mismo tiempo, aminorar ciertas posibilidades de crecimiento.

Sin embargo, más allá de todo lo que pueda hacerse para prevenir las crisis, la experiencia muestra que es muy difícil -sino imposible- evitarlas.<sup>4</sup> Por lo tanto, es necesario discutir cuál es la mejor manera de enfrentarlas.

De hecho, durante los últimos años y, en particular, desde la crisis asociada con la devaluación del peso mexicano, se ha comenzado a discutir intensamente respecto de la necesidad de la participación del sector privado en los casos en que un determinado país muestre dificultades para hacer frente a las obligaciones emergentes del pago de su deuda. El tema no es nuevo por cierto, ya que el sector privado "ha participado" en numerosas oportunidades a lo largo de la historia financiera del mundo en procesos de reestructuración de la deuda.

---

<sup>3</sup> Véanse las recomendaciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), (1997) y (1998) y Folkerts-Landau y Lindgren (1998) Para una visión crítica, véase ECLAC (1998) y Ocampo, J.A. (2000) Para un análisis del impacto del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea en los países en desarrollo, véase S. Griffith-Jones y S. Spratt (2001).

<sup>4</sup> Además de la experiencia, la imposibilidad de prevenir todas las crisis ha sido discutida extensamente en la literatura desde un punto de vista conceptual, especialmente, a partir de la noción de incertidumbre. Kindleberger, C. (1978) sigue siendo un clásico en la materia. Para un análisis más actual de los temas de información, expectativas y opinión y su relación con el ciclo económico, véanse Griffith-Jones, S. (1998) Taylor, L. (1998), Eatwell, J. Y Taylor, L. (2000) y Ocampo, J. A. (2001).

Sin embargo, existen varias razones por las que el debate tiene actualmente características especiales. La más importante de ellas es el notable crecimiento de los mercados de capitales durante la última década. La virtual desaparición de los bancos como acreedores de los países y su reemplazo por tenedores de bonos, ya sean fondos de inversión o de pensión, compañías de seguro o inversores particulares, genera una complicación considerable al momento de pensar en procesos de reestructuración de la deuda. Por otra parte, una diferencia relevante respecto de la década de los años ochenta y las crisis previas es que hasta mediados de los años noventa no existió una intervención masiva de los organismos internacionales de crédito con el objetivo de evitar una cesación de pagos. En este sentido, es evidente que la operación de rescate de México en plena crisis del “tequila” inició un nuevo estilo, el de los préstamos gigantescos o “paquetes jumbo” de asistencia financiera. Más allá de la importancia estratégica de México para los Estados Unidos, hay tres elementos que explican esta nueva etapa. En primer lugar, los movimientos de capitales crecieron mucho más rápidamente que las cuotas de los organismos internacionales de crédito y en particular del Fondo Monetario Internacional, lo que provocó que las disponibilidades de financiamiento de estos organismos fueran insuficientes y, por ende, hubiera que recurrir a operaciones especiales -en términos de la cuota de los países en dificultades y de la intervención directa de los países desarrollados- para enfrentar situaciones de crisis. En segundo lugar, la experiencia de los años ochenta fue especialmente traumática para América Latina en términos de tasa de crecimiento y una nueva cesación de pagos podría haber iniciado un proceso similar. Finalmente, es probable que la profundización del proceso de globalización de los mercados de capitales hubiera producido un contagio mayor, inclusive fuera de la región, como consecuencia de que, al menos en ese entonces, los acreedores no hacían una diferencia sustancial entre los distintos riesgos de la deuda de los países emergentes.

Más allá de los motivos que dieron lugar a este comportamiento, lo cierto es que el “mega-préstamo” a México no sólo inauguró una etapa, sino también una nueva discusión en el ámbito internacional: el rescate “*bail-out*” del sector privado y el riesgo moral asociado al mismo. Este tema y la falta de recursos de los organismos internacionales de crédito para varios eventuales “mega-préstamos” son los hechos que están detrás de las propuestas que tienden a involucrar al sector privado en la resolución de situaciones de crisis relacionadas con la deuda en los países emergentes.

Esas propuestas plantean desde una participación relativamente menor del sector privado, hasta casi la eliminación de los préstamos de los organismos internacionales y el tratamiento de la deuda soberana de un modo similar a la convocatoria de acreedores de una empresa privada.

Aun propuestas que hablan de la necesidad de un prestamista de última instancia consideran de forma tan limitada la función de este prestamista, que la propuesta se convierte en prácticamente inexistente.<sup>5</sup>

Es evidente que estas propuestas, en caso de aplicarse, podrían tener un impacto relevante en los flujos de capitales hacia los países emergentes. La ausencia de un prestamista de última instancia o, para decirlo con mayor propiedad, de préstamos excepcionales para determinados países en situaciones de emergencia, y la consiguiente reestructuración de la deuda de esos países, puede generar una reducción adicional en los préstamos privados a los países emergentes en general. La situación de los años ochenta es ilustrativa al respecto, ya que la reestructuración de la deuda contribuyó a la desaparición de los grandes bancos comerciales como prestamistas a los gobiernos en la década siguiente.

La consideración de este tema tiene claros puntos de contacto con la discusión respecto de la reforma de los organismos internacionales de crédito ya que, dado un determinado papel de estos organismos en general y del Fondo Monetario en particular, queda claramente delimitado el papel del sector privado en determinadas circunstancias. En el extremo, la casi eliminación del Fondo Monetario Internacional y de los bancos de desarrollo - alternativa implícita a, en algunos casos explícita en algunas propuestas - tiene un corolario evidente en la participación de los agentes privados de financiamiento externo en situaciones de crisis.

En este documento, consideraremos distintos aspectos de la posible participación del sector privado en situaciones de crisis, las razones que explican la necesidad de esa participación, los instrumentos y las instituciones más adecuadas y sus consecuencias para los países emergentes.

El documento está organizado de la siguiente manera. En la sección I se analizan los problemas de liquidez y solvencia en el ámbito internacional y su vinculación con el riesgo moral y el riesgo sistémico. Asimismo, se discuten los casos en que podría estar incluido el sector privado en la resolución de las crisis. En la sección II se evalúan las restricciones presupuestarias de los organismos internacionales de crédito, que claramente introducen limitaciones a las conclusiones de la sección previa respecto de las posibilidades de organizar paquetes de ayuda. En la sección III se examina la última experiencia de reestructuración de deuda en el nivel internacional que tuvo lugar en los años ochenta, con el objeto de extraer enseñanzas a partir de las similitudes y diferencias con la

---

<sup>5</sup> Véanse Meltzer Commission (2000) y Lerrick-Meltzer (2001).

situación actual. En la sección IV se revisan las propuestas que facilitarían los procesos de reestructuración de deuda con participación del sector privado, desde cambios contractuales a modificaciones institucionales. En la sección V se discuten cuáles debieran ser las obligaciones involucradas en un proceso de reestructuración, en especial si es posible y conveniente hacer una distinción entre residentes y no residentes. Las conclusiones principales, que resumen algunos de los temas planteados en el documento y discuten las características que debería tener una propuesta integral que facilite la eventual participación privada en los procesos de reestructuración de la deuda, se consideran en la sección VI. Por último, se incluyen dos anexos relativos a las cláusulas de acción colectiva y a las cláusulas de salida.

## **I. Riesgo moral y riesgo sistémico en las crisis financieras**

Así como los problemas asociados con el riesgo moral y el riesgo sistémico han sido dominantes en el análisis de las crisis financieras nacionales durante el último siglo, actualmente ellos son los componentes más relevantes en la discusión de las crisis financieras internacionales. Creemos conveniente comenzar el análisis por los temas asociados con los problemas de liquidez y solvencia y las consecuentes recomendaciones de política económica ante situaciones de ese tipo. En el resto de esta sección, evaluaremos la relevancia del riesgo sistémico y del riesgo moral, y analizaremos en qué medida esos riesgos pueden afectar las decisiones en el ámbito internacional.

### **A. Liquidez y solvencia**

Así como muchas veces resulta difícil definir con claridad los problemas puros de liquidez en el ámbito de una entidad financiera, también resulta difícil definirlos en el ámbito de un país. Además, los indicadores de solvencia de un país dependen de si se evalúa la capacidad de pago de la deuda mantenida por no residentes (deuda externa) o la capacidad de pago del sector público. En el primer caso, las relaciones de la deuda externa respecto del saldo actual y futuro de la cuenta corriente son los indicadores más importantes. Si, en cambio, se evalúa la capacidad de pago del sector público, los indicadores relevantes son los relacionados con el estado de las cuentas públicas.

La situación tiende a complicarse cuando se requiere descontar flujos futuros, ya sea del desequilibrio en la cuenta corriente o de las cuentas públicas. En este caso, no sólo importan las políticas nacionales,

sino también las perspectivas respecto de las variables externas (términos de intercambio, tasas de interés internacionales y apreciación de la moneda a la que está atada la moneda nacional en el caso de tipo de cambio fijo), que tienen una influencia mayor en países relativamente pequeños.<sup>6</sup>

Por ello, no es sorprendente que no existan respuestas precisas a preguntas que intentan saber, todavía hoy, si en los casos de México, Brasil y Corea había un problema de liquidez o de solvencia. La respuesta no es obvia, aunque pareciera evidente que en los tres casos la ayuda externa resolvió un problema de liquidez, básicamente del sector privado en Corea, del sector público en México y de ambos en el caso de Brasil. Sin embargo, en los tres casos las dificultades estaban relacionadas con problemas en la cuenta corriente, asociados con un tipo de cambio sobrevaluado que afectaba la capacidad de pago externa del país. La corrección del tipo de cambio y la reducción de la demanda interna atendieron a este problema, ayudando a generar un fuerte cambio en las expectativas respecto de los problemas intertemporales de solvencia. Además, en México y Brasil, la mejora del resultado fiscal primario ayudó a cambiar las expectativas respecto de eventuales dificultades de solvencia del sector público.<sup>7</sup> Por lo tanto, como en otras ocasiones, es difícil hacer una distinción precisa entre problemas de liquidez y de solvencia.

En el otro extremo, teniendo en cuenta los indicadores más usuales, tales como las relaciones deuda-exportaciones y deuda-producto y los requerimientos presupuestarios para hacer frente a su deuda pública, Ecuador aparece en 1999 como un caso claro de insolvencia. Sin embargo, como lo demuestra la experiencia de varios países europeos, ni siquiera estos indicadores son determinantes. El análisis es más preciso si, además de esas relaciones, se toma en cuenta la tasa de interés que debe afrontar el país y su posible sendero en el futuro, así como la magnitud del desequilibrio fiscal. Si un país con una elevada deuda debe pagar una alta tasa de interés y la situación fiscal está fuera de control, la situación es claramente de insolvencia. Además, las expectativas tenderán a mostrar que el país difícilmente podrá disminuir la tasa de interés en el futuro. Esto, a su vez, limita, obviamente, la tasa de crecimiento del producto, haciendo más perversa la dinámica de la deuda. Ésta era la situación de Ecuador y no, obviamente, la de los países europeos con una alta relación deuda - producto.

---

<sup>6</sup> El aumento de la tasa de interés internacional tiene la característica de afectar ambos indicadores de solvencia.

<sup>7</sup> En el caso de Corea, se podría argumentar que la necesidad de auxiliar a los bancos nacionales creaba una demanda potencial de gasto público que afectó las expectativas.

A diferencia de una entidad financiera, en la que es casi imposible resolver un problema de solvencia en el corto plazo, un país puede revertir una situación de supuesta insolvencia mediante políticas adecuadas. Obviamente, hay limitaciones a lo que puede hacerse con la política económica. Por ejemplo, si solucionar el problema de insolvencia del sector público requiere un superávit primario elevado, su obtención puede ser políticamente inviable y, en ciertas circunstancias, económicamente inconveniente. De cualquier manera, es evidente que los casos puros de insolvencia no son tan evidentes en el ámbito de un país como pueden serlo en una entidad financiera ya que en ciertas circunstancias pueden ser revertidos con decisiones adecuadas de política económica.

En ese caso, las decisiones respecto de la magnitud del ajuste interno pueden ser evaluadas de distinta manera. Para el deudor puede ser evidente que por consideraciones económicas y políticas es necesario establecer ciertos límites al ajuste interno; para el acreedor, esos límites, por lo general, serán vistos como una manifestación de que el deudor no tiene la voluntad política de pagar sus deudas. Es justamente este factor - la voluntad política de pagar- lo que más dificulta el análisis de problemas de liquidez y solvencia en el caso de riesgo soberano.

## **B. Riesgo sistémico**

La existencia del riesgo sistémico en los mercados financieros debe atribuirse a la presencia de fallas de información que se potencian en momentos de crisis y que ponen de manifiesto ciertas fragilidades inherentes a esos mercados. Consecuentemente, el deterioro de la confianza de los inversores en una entidad puede “contagiar” a un grupo más amplio de entidades. Teniendo en cuenta que también existen problemas de información en el plano internacional, las explicaciones sobre riesgo sistémico en el nivel nacional pueden extenderse al internacional. Más aún, se podría argumentar que, en la medida en que existen costos fijos para la recolección de información, el desplazamiento de los préstamos sindicados por un espectro mucho más atomizado de acreedores puede agudizar aquellas fallas. Sin embargo, este argumento ha perdido algo de fuerza en los últimos años como consecuencia de la importancia de los inversores institucionales que han dedicado recursos crecientes a evaluar la situación de los países emergentes. Más aún, dada la creciente importancia de inversores institucionales, es probable que la información entre los tenedores de bonos sea mayor que entre los depositantes en los sistemas financieros. Por lo tanto, los riesgos de contagio asociados a la existencia de información imperfecta son posiblemente menores en la actualidad en el nivel internacional que en el nivel nacional.

Es necesario evaluar, entonces, otros argumentos que se relacionen menos con la calidad de la información y más con otros canales a través de los cuales pueden transmitirse los “shocks”. Uno de éstos es el canal comercial. Por ejemplo, cuando un país experimenta una crisis cambiaria marcada por una depreciación significativa de su moneda, otros países pueden sufrir el impacto comercial debido a la mejora competitiva del país en crisis. Si el abandono del tipo de cambio es acompañado, como ocurre generalmente, por una caída del nivel de actividad y una reducción de las importaciones, el efecto ingreso asociado también podría deprimir las exportaciones de los socios comerciales. Como consecuencia del previsible impacto comercial, los mercados habitualmente adelantan este efecto por medio de ataques especulativos sobre la moneda que ven más endeble. Este efecto se ve potenciado porque los países que tienen un alto nivel de comercio regional usualmente tienen fuertes conexiones a través de los arreglos financieros que facilitan el comercio (G. Kaminsky y C. Reinhart, 1999). La existencia de acreedores comunes aumenta el impacto comercial puro, dado que, enfrentados a situaciones de falta de cobro de sus líneas comerciales en un determinado país, los bancos tienden a reducir su exposición con los deudores de otros países.

Esta explicación es importante para entender, al menos parcialmente, el contagio regional de ciertas crisis (por ejemplo, la del sudeste asiático), pero no es suficiente para explicar el alcance de las últimas crisis globales y el contagio de algunos de los países involucrados (por ejemplo, Argentina y México en 1995, o el impacto en el conjunto de los emergentes de la crisis rusa). Para ello, es necesario apelar a argumentos más relacionados con los vínculos financieros entre países que con los canales comerciales. Hay un primer efecto que se relaciona con la aversión al riesgo. Ante una situación de crisis en países emergentes, los acreedores comunes tienden a reducir la exposición en activos de más alto riesgo en términos generales. Este comportamiento se ve potenciado por la utilización de modelos estadísticos de correlación de precios entre activos de riesgo.<sup>8</sup> Un segundo efecto, especialmente importante para entender el contagio asociado con la crisis rusa, se relaciona con el excesivo apalancamiento de algunos fondos de inversión: ante una situación de crisis en una economía emergente, estos fondos tienden a vender obligaciones de otros países para hacer frente a la disminución de las garantías de los préstamos tomados oportunamente, como consecuencia de la caída en el precio del papel dado en garantía (*margin calls*).<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> La correlación entre el precio de los activos financieros puede haber sido, junto con la percepción de la similitud de las políticas macroeconómicas de ambos países, la causa del contagio que sufrió la economía argentina como resultado de la crisis mexicana de fines de 1994.

<sup>9</sup> Véase Calvo, G. (1998).

Usualmente, los activos más afectados por estos manejos de cartera son aquellos que presentan alguna correlación histórica positiva de los precios de los activos con los del país en crisis y aquellos que tienen una razonable liquidez. Este efecto es mayor cuanto menor sea la liquidez de los activos financieros del país en crisis.

De este análisis se desprende que los países que pueden generar una crisis sistémica y aquellos que la pueden sufrir en mayor medida son aquellos que tienen una mayor participación en el comercio internacional -o, al menos, en el comercio de una región determinada- y los que tienen un monto significativo de pasivos financieros comercializados en los mercados internacionales. Por lo tanto, los países que tienen más posibilidades de producir una crisis sistémica, o de padecerla, son los países emergentes medianos y grandes. Este argumento lleva a conclusiones similares, aunque por motivos distintos, a las que se conocen en relación con los mercados financieros domésticos. De allí deviene el argumento “demasiado grande para caer”, al cual suele hacerse referencia cuando las autoridades monetarias rescatan a una entidad financiera importante.

### **C. Riesgo moral**

En el intento de evitar situaciones de riesgo sistémico, la intervención de los organismos multilaterales de crédito genera problemas de riesgo moral. Así como en el ámbito nacional los ahorristas creen que, más allá de la calidad de una determinada institución financiera, las autoridades van a actuar de modo que ellos puedan recuperar sus depósitos, en el nivel internacional los paquetes de rescate generan la convicción de que las inversiones en papeles de esos países van a ser pagadas, casi independientemente de los problemas de liquidez y, particularmente, de solvencia. Los efectos son similares en un ámbito y en el otro: en el plano internacional, sucede algo similar a las ineficiencias que se generan en la asignación de los recursos en los sistemas financieros domésticos, al posibilitar que se asigne ahorro a actividades no rentables al tiempo que se obtienen rendimientos superiores al conjunto del sistema.

Excepto en los casos “puros” de liquidez, es evidente que así como los préstamos a los bancos crean problemas de riesgo moral, afectando así negativamente la asignación de recursos, algo similar ocurre con los paquetes de ayuda a países.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> También puede existir riesgo moral si la entidad financiera o el país no han sido cuidadosos en el manejo de la liquidez, especialmente teniendo en cuenta que la mayor liquidez tiene costos económicos.

Por lo tanto, las figuras de los ahorristas y de los bancos son asimilables a las de los tenedores de bonos (o de préstamos) y a las de los países, respectivamente. En principio, para los tenedores de bonos el riesgo moral es equivalente al de los ahorristas de las entidades financieras. Sin embargo, existe una diferencia: los bonos, a diferencia de los depósitos, son instrumentos líquidos. Por lo tanto, mientras los depositantes enfrentan sólo dos alternativas, es decir, recuperar el 100% de lo invertido o perder la totalidad del capital, los tenedores de bonos tienen una alternativa adicional, que es la de vender esos activos en cualquier momento, aunque sea con una pérdida patrimonial.<sup>11</sup> Asimismo, tal como lo demuestra la experiencia histórica, en el caso de los bonos soberanos las expectativas de pérdida son limitadas, lo que pone un límite a la caída del precio de los activos.<sup>12</sup> Ello implica que en situaciones de riesgo similar de insolvencia, es decir, similar probabilidad de que un país o una entidad financiera no haga frente a los pagos de las obligaciones, el premio en términos de tasas de interés necesarias para atraer a un ahorrista debiera ser mayor en el caso de una entidad financiera que en el caso de un país.<sup>13</sup>

Al comparar a los países con los bancos, también se encuentran similitudes y diferencias, aunque estas últimas parecen ser más significativas. En el caso de las entidades financieras, es evidente que

---

<sup>11</sup> Si bien los ahorristas pueden recuperar algo en el caso de la liquidación de un banco, usualmente esta posibilidad aparece como una alternativa lejana y difícilmente valuable. Por otra parte, la liquidación de una entidad implica costos lo que reduce apreciablemente el patrimonio de la entidad durante el proceso de liquidación.

<sup>12</sup> En la actualidad resulta casi imposible pensar que un país no va a pagar nada de su deuda. Ello lo colocaría automáticamente fuera del proceso de globalización -comercial y financiera- con todos los costos que ello conlleva.

<sup>13</sup> Considerando una determinada deuda (D) y una tasa de interés (r), se puede expresar el cobro de la deuda (C) como:  $C = \min \{D * (1+r), Y\}$ , donde Y representa el nivel de recursos del país o del banco que puede ser utilizado para pagar la deuda. Supóngase que hay dos estados posibles del mundo, en uno se supone el pago total de lo adeudado y, en el otro, la cesación de pagos. En el caso de incumplimiento del deudor se puede esperar que el pago sea igual a Y, que claramente representa un porcentaje de la deuda. Lo que estamos diciendo es que el valor de recupero es usualmente menor en el caso de un banco. Además, si un país tiene posibilidades de mejorar su solvencia adoptando medidas adecuadas, se puede esperar que mientras disminuyan los ingresos disponibles para el pago de la deuda en el caso de una entidad financiera (costos y eficiencia en el cobro de la cartera), posiblemente aumenten en el caso de un país en dificultades. La esperanza de recupero en uno y otro caso puede expresarse como:

$$E(C_c) = p [D(1+rc)] + (1-p) aY$$

$$E(C_b) = p [D(1+rb)] + (1-p) dY$$

donde p es la probabilidad de cumplimiento en el pago de las obligaciones y los subíndices c y b significan países y bancos respectivamente. Si  $a > d$ , como se desprende del párrafo previo, dada la misma probabilidad de "default", la tasa de interés que los ahorristas demandarían a un banco debiera ser mayor que la que pedirían para mantener un bono soberano.

existe una autoridad con capacidad de establecer condiciones. Si éstas no se cumplen, las sanciones pueden llegar al cierre de la entidad. Obviamente éste no es el caso de un país, donde si bien las condicionalidades de los organismos internacionales de crédito pueden ser asimilables a las de un regulador del sistema financiero, no existe una capacidad de sanción similar. Por lo tanto, el riesgo moral debiera ser más importante en el caso de los países que en el de los bancos. Sin embargo, es evidente que en una situación de crisis los gobiernos pagan costos elevados, de manera que es improbable que se decida llevar a un cierto extremo una política económica inviable simplemente porque existe la posibilidad de ayuda internacional, en la medida que la misma esté condicionada a la puesta en marcha de ciertas políticas. Ello no significa que la posibilidad de un paquete de ayuda internacional, a pesar de las condicionalidades asociadas, no cree cierto riesgo moral, ya que la situación sería considerablemente peor sin la ayuda. Lo que se argumenta es que el riesgo moral difícilmente lleve a la adopción de políticas incorrectas, ya que no hay certeza sobre la asistencia internacional, su magnitud y las condicionalidades asociadas.

Finamente, Lane y Philips (2000) muestran que no hay evidencia empírica para sostener que las intervenciones del Fondo Monetario Internacional durante las crisis de los últimos años hayan producido un aumento del riesgo moral, aunque la metodología utilizada deja algunas dudas.<sup>14</sup>

En síntesis, lo relevante en el nivel internacional pareciera ser la posibilidad de generar riesgo moral en los tenedores de deuda, aunque no hay evidencia empírica de que éste haya sido el caso como consecuencia de los paquetes de rescate. Este eventual riesgo debe ser comparado con el impacto que puede producir el hecho de no actuar en situaciones límite,

---

<sup>14</sup> Si los paquetes de ayuda a países emergentes en dificultades y las decisiones de aumentar los recursos del FMI aumentan el riesgo moral de los tenedores de bonos, ello debiera verse reflejado en el precio de la deuda de los países emergentes. Los autores revisan todos y cada uno de los hechos que podrían haber generado este convencimiento en los tenedores de deuda y no encuentran ningún impacto relevante en el rendimiento de los bonos. Si bien la evidencia empírica parece ser conclusiva, el trabajo puede ser cuestionado desde dos ángulos. Por un lado, es difícil establecer con certeza el momento en que el mercado "conoció" ciertos hechos, tales como el aumento del capital del FMI o el auxilio a un país. Por el otro, es necesario tener en cuenta que el rendimiento de los bonos depende no sólo del riesgo moral, sino también de otras variables; una de ellas es la probabilidad de que no se pague. Si en el contexto de un paquete de ayuda no aumenta el rendimiento de los bonos, ello puede ser consecuencia de que la medida no afectó el riesgo moral o de que el aumento del riesgo moral compensó el mayor riesgo asociado con la crisis del conjunto de obligaciones de los países emergentes. Por lo tanto, se requerirían trabajos adicionales para confirmar los resultados obtenidos por los autores.

tanto en términos de las ineficiencias en la asignación de recursos como con respecto a la tasa de crecimiento de los países en desarrollo. En particular, se debe tener en cuenta que los mercados internacionales de crédito distan de ser perfectos y, por lo tanto, constituiría un error conceptual suponer que la eliminación del riesgo moral nos pueda llevar a una situación óptima. Además, aún suponiendo que alguna vez haya sido importante, el riesgo moral de los tenedores de bonos se ha reducido apreciablemente después de la moratoria de Rusia y de la Argentina.

#### **D. La participación del sector privado: cuándo y cuánto**

Hay tres maneras de satisfacer las necesidades de liquidez, de atender los problemas de solvencia o de enfrentar una combinación de ambos: a) ayuda internacional, b) ajuste interno, y c) participación del sector privado mediante una disminución en el valor presente de la deuda. Por ajuste interno entendemos no sólo medidas para reducir en el corto plazo el desequilibrio fiscal o la demanda interna, sino también, teniendo en cuenta que lo relevante es el valor actual esperado de los flujos futuros, medidas que atiendan a uno o ambos desequilibrios en el mediano plazo.

En casos de problemas de liquidez, poco es lo que puede hacerse en el corto plazo mediante el ajuste interno, al menos en relación con los montos involucrados;<sup>15</sup> por lo tanto, los dos instrumentos más relevantes son el establecimiento de períodos de espera en los pagos de la deuda y la ayuda internacional.

Por un lado, establecer un período de espera en los pagos con el sector privado sería una solución óptima en un mundo con información perfecta y sin aversión al riesgo.<sup>16</sup> En ese caso, el país deudor simplemente

---

<sup>15</sup> Si bien un problema puro de liquidez no puede ser resuelto por un ajuste doméstico, es imposible utilizar cualquiera de los otros dos instrumentos sin mostrar la voluntad del país de contribuir con medidas correctivas internas.

<sup>16</sup> Hay dos alternativas a una suspensión de los pagos para lograr la participación del sector privado ante un problema de liquidez: i) modificaciones contractuales que incluyan una cláusula que permita de manera automática la suspensión temporaria de pagos y ii) un canje de deuda que, sobre la base de mecanismos de mercado, extienda el plazo de vencimiento de la deuda. La primera alternativa, además de ser costosa en cuanto al tiempo requerido para su implementación, no presenta ventajas respecto de la cesación de pagos. La segunda tiene dificultades de distinto tipo, aunque la más relevante es la posibilidad de que el canje de deuda determine que los problemas de liquidez de corto plazo se conviertan en problemas de solvencia si los acreedores requieren una alta tasa de interés en el mediano plazo para proceder al canje de deuda. El mega-canje argentino de mediados del 2002 es un ejemplo de ello. Ambas alternativas son discutidas con mayor detalle en Machinea, J.L. (2002).

informaría que, por un período determinado, no va a pagar sus obligaciones. Esta alternativa tiene dos problemas. En primer lugar, en un mundo con información imperfecta es difícil determinar si las dificultades que enfrenta un país son sólo de liquidez o si también hay problemas de solvencia. Además, estas imperfecciones no permiten distinguir entre la incapacidad para cumplir las obligaciones y la falta de convicción o de deseos de hacerlo; de ahí la importancia de la reputación en este campo. Por lo tanto, el intento de hacer frente a un problema de liquidez mediante una cesación de pagos por tiempo limitado, puede desencadenar una corrida apenas se levante el período de espera, de la misma manera que la suspensión del pago de los depósitos por parte de una entidad financiera probablemente generará una corrida sobre dichos depósitos una vez que se levante la restricción.

La única manera de reducir ese riesgo es si el país puede reestructurar los vencimientos de la deuda durante el período de espera, de manera de no tener que acceder al mercado de crédito durante un determinado tiempo. Básicamente, éste fue el caso de Ucrania y Pakistán que se discute más adelante. Del mismo modo, la solución de Corea, donde existió un refinanciamiento semi-voluntario de los bancos comerciales, podría interpretarse como un período de espera en los pagos seguido de un alargamiento de los plazos de la deuda.<sup>17</sup> Es decir, es difícil pensar que la solución consista sólo en establecer un período de espera en los pagos sin que haya un proceso de reestructuración de los vencimientos de la deuda. En los casos de Pakistán y Ucrania, la reestructuración se vio favorecida por el tamaño relativamente pequeño de la deuda y por la existencia, tal como se discute más adelante, de cláusulas de acción colectiva en los bonos que se dejaron de pagar.<sup>18</sup> Por su parte, Corea tuvo un decisivo apoyo de la comunidad internacional, tanto a través del proceso de “persuasión” de los principales acreedores bancarios, como del paquete de ayuda (57.000 millones de dólares, de los cuales 21.000 millones fueron aportados por el FMI). Mas allá de las características de los distintos casos, debe reconocerse que éstos fueron procesos de reestructuración de deuda exitosos, es decir, con un mínimo impacto sobre el producto de los países involucrados. De cualquier manera, es difícil pensar que, dadas sus particularidades, estos procesos sean fácilmente repetibles. Además, siempre se corre el riesgo de que un proceso de reestructuración de la deuda pueda imponer un costo excesivo en términos de reputación si las dificultades son sólo de liquidez.

---

<sup>17</sup> Para un análisis del caso de Corea, véase Machinea, J.L. (2002).

<sup>18</sup> La deuda refinanciada fue de 610 millones de dólares en el caso de Pakistán y de 2.300 millones de dólares en el de Ucrania.

Por otro lado, es posible atender los problemas de liquidez mediante la asistencia internacional. La alternativa de los préstamos de los organismos internacionales, y en especial del Fondo Monetario Internacional, ha sido ampliamente discutida. Creemos que ésta es la solución óptima en el caso en que existan los recursos necesarios. De la misma manera que en el ámbito nacional los problemas de liquidez deben ser manejados a través de un prestamista de última instancia, en el ámbito internacional correspondería un apoyo sin condicionalidades, es decir, un tipo de crédito que pueda desembolsarse en forma automática, del tipo de la "línea de crédito contingente" (CCL) del Fondo Monetario Internacional. Esta línea debería tener sólo una condicionalidad: que el país esté cumpliendo con un programa del FMI o que, sin estar bajo la cobertura de un programa, haya cumplido satisfactoriamente con las revisiones propias del Artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo. De cualquier manera, debe tenerse en cuenta que en el nivel internacional no hay un organismo supranacional que tenga alguna capacidad de sanción, como ocurre con los sistemas financieros nacionales. A diferencia del ámbito nacional, donde los problemas de liquidez pueden ser acotados con una adecuada regulación, en el nivel internacional ello no es posible. Por lo tanto, la iliquidez en el nivel internacional puede ser resultado de la ausencia de una política prudente y, en particular, de la falta de un marco que regule el endeudamiento de corto plazo. Si ése fuera el caso, se podría argumentar que la asistencia no debiera ser automática sino condicionada a la modificación de las regulaciones existentes. Además, debe tenerse en cuenta que el monto de la liquidez requerida puede ser excesivo para la capacidad de préstamo de los organismos internacionales de crédito, tema que se discute en la próxima sección. Sin embargo, el principal problema radica en que, por lo general, no es posible encontrar casos "puros" de liquidez.

Por otra parte, se ha argumentado que los casos puros de insolvencia requieren básicamente de ajuste interno y de participación del sector privado a través de la reducción en el valor de la deuda. Más allá de ciertos límites, las medidas de ajuste interno pueden ser inviables y, dado que pueden limitar el ritmo de crecimiento del país y por ello debilitar aún más su capacidad de pago, contraproducentes para los mismos acreedores. Por lo tanto, en ciertas circunstancias lo conveniente es combinar cambios en la política económica con quitas en la deuda.

Sin embargo, no es necesariamente cierto que no sea conveniente que los organismos internacionales otorguen préstamos en casos de insolvencia, ya que en algunas ocasiones las dificultades de solvencia son, como fuera mencionado, reversibles mediante la aplicación de políticas adecuadas. Si ése fuera el caso, podría pensarse en un paquete de ayuda que haga menos severo el ajuste interno necesario y que evite la

participación compulsiva del sector privado. Si esa es la política correcta dependerá de la magnitud del problema de solvencia. De lo dicho se desprende, en el nivel internacional, una propuesta similar a la que se suele sugerir en el ámbito nacional: con el objeto de reducir el riesgo moral, se debe actuar con discrecionalidad, es decir, sin reglas absolutas, pero dejando abierta la posibilidad de actuar cuando se crea que existe riesgo de crisis sistémica. Más aún, teniendo en cuenta que en algunos casos los problemas de solvencia de los países, a diferencia de las entidades financieras, son más difíciles de determinar con precisión y reversibles en un plazo relativamente breve, la discrecionalidad podría ser aún mayor y debería estar claramente atada a las medidas por implementar.

Dado que, por lo general, las dificultades son una mezcla de iliquidez y de solvencia, se podría concluir que los tres instrumentos pueden ser utilizados en la mayoría de los casos. Esta afirmación requiere de un análisis adicional.

Según el Fondo Monetario Internacional, una manera de plantear el problema<sup>19</sup> es la siguiente: dadas ciertas necesidades de financiamiento, habrá que ver, en primer lugar, cuánto financiamiento se obtiene por el ajuste de las cuentas públicas y externas; luego, conocido ese monto, será necesario saber cuál será el monto de la ayuda oficial y, a partir de allí, se obtendrá por diferencia la participación del sector privado. Este razonamiento tiene una dificultad que consiste en que tanto el monto del ajuste interno como la ayuda oficial son, en principio, indeterminados. Si bien siempre es posible un ajuste mayor dentro del país y, por lo general, la discusión entre el Fondo Monetario Internacional y las autoridades nacionales está centrada básicamente en este tema, un mayor ajuste puede ser contraproducente por sus efectos económicos y sociales y por la resistencia política que genera.<sup>20</sup> De cualquier manera, es evidente que en este punto no es mucho lo que se puede decir para obtener un valor con precisión. En lo que respecta al aporte de los organismos internacionales de crédito, tampoco se lo puede precisar con certeza. Se suele mencionar que el Fondo debería establecer un monto máximo del orden del 300% de la cuota del país. La imposición de un límite máximo a los préstamos del FMI tiene el inconveniente de que eliminaría la posibilidad de prestar asistencia adicional en casos excepcionales, en especial, cuando se entienda que la caída de un país puede producir riesgos sistémicos.

---

<sup>19</sup> Véase FMI (2001b).

<sup>20</sup> Más allá de las consideraciones políticas, en muchos casos los programas del Fondo, al reducir el nivel de demanda global, tienden a “resolver” las dificultades de cuenta corriente pero a costa de agravar el desequilibrio del sector público producido por la recesión.

De todos modos, este enfoque permite estimar un rango de posibilidades y, por ende, obtener conclusiones aproximadas en casos extremos, al menos cuando las necesidades de financiamiento que debe cubrir el sector privado son relativamente pequeñas o cuando esas necesidades aparecen como exageradamente elevadas. Dejando de lado estos casos extremos, es evidente que existe incertidumbre con respecto a una eventual participación del sector privado y que es imposible que desaparezca esa incertidumbre. En consecuencia, pareciera que no existe otra solución que mantener una “ambigüedad constructiva”.

En este sentido, se puede argumentar que las propuestas deberían ser “soluciones extremas” (“*corner solutions*”) al menos cuando se discute entre ayuda oficial y participación del sector privado.<sup>21</sup> “Algo” de participación privada puede tener un efecto similar a “mucho” participación; de la misma manera que, en el caso de una entidad financiera, “algo” de contribución de los ahorristas tendría el mismo efecto que “mucho” contribución. En ambos casos, ante la percepción de una quita, puede haber corridas, independientemente de la magnitud del requerimiento. Por lo tanto, si se va a solicitar participación del sector privado, con todos los costos que ello implica, lo razonable sería pedirla por la totalidad del problema. Asimismo, si se quieren evitar los problemas asociados con tal participación, se debiera utilizar sólo ayuda oficial. Esta conclusión es igual a la de una operación de rescate en el sistema financiero: si el Banco Central está dispuesto a prestar ante una situación de iliquidez de una entidad financiera, lo conveniente es que lo haga por un monto que no deje dudas respecto del pago de los pasivos.

El argumento es aparentemente sólido. Sin embargo, la experiencia nos muestra que la mayoría de los rescates de los últimos años tuvieron algo de participación del sector privado y ayuda oficial. Además, la mayoría de estos paquetes fue exitoso. ¿Cuál es la razón de este éxito? Hay tres explicaciones posibles.

En primer lugar, se puede afirmar que, al menos en los casos de participación voluntaria, la contribución del sector privado ha sido poco relevante y, quizás, hasta formal. Por lo tanto, en ese caso estaríamos de hecho ante una “corner solution”. Este parece ser el caso de México y, en menor medida, de Brasil; en este último país hubo participación de los bancos comerciales mediante la renovación de sus líneas de crédito, aunque el cumplimiento de este compromiso no fue estricto.<sup>22</sup> Corea es

---

<sup>21</sup> Para una discusión sobre este tema, véase Roubini (2000).

<sup>22</sup> Teniendo en cuenta que la economía brasileña se recuperó al poco tiempo, los bancos comerciales volvieron a ver como buen negocio prestarle a Brasil, por lo que es difícil evaluar si los compromisos informales de los bancos se hubiesen mantenido en otro contexto.

claramente diferente porque la participación del sector privado fue más compulsiva; al menos la “persuasión moral” de las autoridades de regulación de los países centrales fue considerable, no sólo a través de un pedido inicial sino básicamente a través de un seguimiento diario de las posiciones de los bancos comerciales involucrados. Por lo tanto, no puede afirmarse que, en los paquetes de ayuda con participación privada, esa ayuda haya sido sólo formal o “disfrazada” con el único objetivo de esconder una “corner solution”. Con excepción de México, donde éste parece haber sido el caso, en los otros países, especialmente en Corea, hubo una participación efectiva del sector privado.

En segundo lugar, el éxito de los paquetes de ayuda mixta - con participación del sector oficial, del sector privado y de mecanismos de ajuste - reside en que la participación del sector privado ha estado acotada a cierto tipo de deuda donde han funcionado incentivos o presiones particulares. Esto significa que no hubo, por lo general, una sensación de que la participación privada podría extenderse a otros instrumentos de deuda, por lo que la incertidumbre fue limitada. Tanto en Brasil como en Corea, la participación del sector privado estuvo acotada a un tipo de operaciones específicas - la renovación de las líneas de crédito comerciales - y, salvo períodos muy breves, no se pensó que algo similar pudiera solicitarse a otros tenedores de deuda. Por otra parte, para el tipo de deuda para la que se requirió asistencia del sector privado, el pedido incluyó básicamente el 100% de las obligaciones. Se podría decir, entonces, que, en estas experiencias, hubo un caso particular de “corner solution”, que incluyó una parte específica de la deuda. Algo similar podría decirse de Argentina en ocasión del “blindaje” del año 2000, en el que la participación voluntaria del sector privado alcanzó sólo a un tipo particular de deuda o de inversores: los vencimientos de la deuda de corto plazo, acordada con los organizadores del mercado, y la inversión de los fondos de pensión locales.

La tercera y última explicación, claramente complementaria de la anterior, consiste en observar que las expectativas respecto de la cantidad de financiamiento requerida dependen de las características del paquete de ayuda y, en especial, de las decisiones de política económica adoptadas.<sup>23</sup> En un mundo de múltiples equilibrios, el hecho de que la economía termine en un “mal” o en un “buen” equilibrio depende crucialmente de las expectativas de los agentes económicos involucrados. Por lo tanto, un conjunto de medidas de política económica interna puede cambiar esas expectativas, de la misma manera que, al reducir las

---

<sup>23</sup> Al respecto, véase Roubini (2000).

necesidades de financiamiento, la magnitud del apoyo oficial también contribuye en esa dirección. En ese contexto, una relativamente pequeña dosis de aporte privado, por ejemplo, mediante la renovación de un tipo particular de deuda, puede ser suficiente para cambiar las expectativas. Aquí aparece como crucial que no toda la deuda esté incluida sino, solamente, aquella en la que se puedan aplicar “incentivos” particulares. Por lo tanto, más allá de que los componentes del paquete no sean suficientes para satisfacer todas las necesidades financieras, las expectativas respecto de la oferta de financiamiento pueden ser función de las características del mismo programa. A su vez, es más probable que la propuesta de ajuste y reforma estructural sea más aceptada políticamente si los recursos oficiales y privados son mayores, porque existe un escenario donde es más probable que se retome el crecimiento. Este ambiente más favorable para las reformas internas es crucial para el éxito de cualquier paquete de ayuda. De lo anterior se desprende que hay argumentos teóricos para sostener que, junto con el ajuste interno y “algo” de participación privada, la ayuda internacional es fundamental para el éxito del programa. Es lo que se ha dado en llamar “el rol catalítico de la ayuda oficial”.

En síntesis, en casos puros de iliquidez se debería optar por la alternativa de préstamos de los organismos internacionales de crédito y, en particular, del FMI. Esta parece ser la solución menos riesgosa para el país involucrado y, con el objeto de evitar el riesgo de contagio, la más razonable en el caso de países medianos o grandes. Cuando la solvencia esta comprometida, distintas alternativas son posibles, aunque la solución más razonable dependerá de la magnitud del problema de solvencia y de los posibles riesgos sistemáticos asociados a una reestructuración de la deuda. Una de esas alternativas consiste en un paquete que tenga tres componentes: ayuda oficial, ajuste interno y alguna participación del sector privado. Teniendo en cuenta los montos involucrados -tema que se discute en la próxima sección- y el hecho de que en el mundo real es difícil encontrar casos puros de liquidez o de solvencia, una solución que involucra los tres componentes puede ser necesaria. Sin embargo, esa alternativa debe ser evaluada considerando las características de la deuda en el sector privado y los posibles riesgos de contagio. Es por ello que, a pesar de los riesgos que conlleva, es necesario mantener cierta discrecionalidad de los organismos de crédito.

La única manera de conseguir una participación “voluntaria” del sector privado, o sea, antes de la cesación de pagos, es cuando los acreedores no son muchos, incluyen sólo un tipo determinado de obligaciones y se puede ejercer sobre ellos una presión particular u otorgar

un incentivo especial. A su vez, una participación generalizada del sector privado requiere necesariamente de una cesación de pagos. La manera más eficiente de lograr esa participación se discute en la sección IV. Antes de ello, analizaremos las restricciones presupuestarias de los organismos internacionales de crédito y la experiencia en la década de los ochenta con la participación compulsiva del sector privado en los casos de reestructuración.

## **II. La restricción presupuestaria de los organismos internacionales de crédito**

Hasta aquí hemos discutido acerca de la razonabilidad de la ayuda internacional para países que presentan dificultades para hacer frente a las obligaciones provenientes de sus deudas, evaluando los distintos argumentos desde un punto de vista conceptual. Por lo tanto, hasta aquí se ha supuesto que no existen “restricciones presupuestarias”. Sin embargo, los recursos de los organismos internacionales de crédito son considerablemente menores que los necesarios para hacer frente a varias operaciones de rescate. En este sentido, cabe mencionar que las necesidades financieras de los países con dificultades en su balanza de pagos son hoy sustancialmente mayores que durante las décadas posteriores a la segunda guerra mundial. En efecto, en ese momento, las necesidades de recursos no superaban el déficit en cuenta corriente, el que a su vez, salvo situaciones excepcionales, no excedía el 4% del producto bruto interno (PBI). En la actualidad, el aumento en los movimientos de capitales ha generado que las necesidades sean sustancialmente mayores al déficit en cuenta corriente, ya que incluyen todos los vencimientos de capital. En el año 2000, esta cifra excedía el 30% del PBI para el promedio de los países emergentes.<sup>24</sup>

Si bien las cuotas de los países miembros del FMI se han incrementado, lo han hecho a un ritmo que no es suficiente para permitir una intervención masiva del organismo. Desde 1970, mientras las cuotas se incrementaron un 170% en dólares reales, las economías de los países emergentes crecieron un 250%, el comercio mundial un 440% y los movimientos de capitales privados un 850%. Aún más relevante es el hecho de que el FMI tenía, a fines del 2000, 200 mil millones de dólares disponibles para préstamos, lo que representa menos del 10% de la deuda externa de los países de ingreso bajo y medio.

---

<sup>24</sup> Al respecto véase FMI (2001b).

En este contexto de escasez de recursos, el FMI tiene claras dificultades para actuar como prestamista de última instancia al estilo de los bancos centrales.<sup>25</sup> Además, este organismo no tiene la capacidad para imprimir dinero como pueden hacerlo los bancos centrales para pagarle a los ahorristas de un banco en problemas, aunque podría hacerlo bajo la forma de derechos especiales de giro ante situaciones de iliquidez internacional.<sup>26</sup>

Dado que los recursos de los organismos internacionales de crédito provienen básicamente de los países desarrollados, se ha argumentado que los contribuyentes de esos países no tienen por qué pagar por estas operaciones de rescate. Sin entrar a discutir respecto de la equidad de tales planteamientos, sería conveniente evaluar cuáles son los beneficios económicos de los paquetes de rescate para los contribuyentes de los países desarrollados.<sup>27</sup> Esa evaluación debiera tomar en cuenta no sólo quiénes son los tenedores de los bonos sino también y, muy especialmente, cuál es su impacto sobre el nivel de actividad económica internacional y, por lo tanto, sobre los países desarrollados.<sup>28</sup> Además, es necesario evaluar cuál ha sido el aporte directo de los contribuyentes de los países desarrollados. Al respecto, la primera consideración es que el nivel de mora de los préstamos de organismos internacionales es cercano a cero, por lo que es difícil argumentar que los préstamos hayan generado un costo para los países desarrollados. Tampoco este costo aparece cuando se considera la tasa de interés de los préstamos, ya que esa tasa es algo mayor a la tasa de endeudamiento del mundo desarrollado. Por su parte, debe evaluarse el subsidio implícito en una tasa de interés que generalmente es bastante inferior a la de mercado para los países que reciben la ayuda, junto con el hecho de que los préstamos de los organismos internacionales de crédito tienen la condición de crédito privilegiado respecto de otros acreedores internacionales. Por lo tanto, el argumento de que el costo lo pagan los contribuyentes de los países desarrollados es más que cuestionable.

---

<sup>25</sup> Excepto cuando los países tienen un sistema de convertibilidad o están dolarizados. Aún en este caso existe la posibilidad de cobrar un impuesto a las entidades del sistema. Además, si estos recursos están bajo la forma institucional de un sistema de garantía de depósitos, el fondo de garantía puede tomar prestado en un caso de emergencia.

<sup>26</sup> Véase, Ocampo J.A. (2001).

<sup>27</sup> No parece correcto hablar de equidad focalizándola solamente en estos casos. En realidad, debiera considerársela en un contexto más amplio donde, entre otras cosas, sería interesante discutir respecto de la equidad de las políticas agrícolas de los países desarrollados.

<sup>28</sup> Si los paquetes de ayuda mejoraron la situación de Brasil, México y el Sudeste asiático, es evidente que ello repercutió en mayores exportaciones hacia esos países y en mayores beneficios de las empresas de capital extranjero, básicamente originarias del mundo desarrollado.

Además, otros analistas sostienen que el verdadero problema de estos paquetes de ayuda radica en que el costo lo pagan los países endeudados y, en particular, dado la estructura tributaria regresiva que caracteriza a la mayoría de estos países los sectores de menores ingresos.<sup>29</sup> Este argumento es, al menos, debatible. El sostener que los paquetes de ayuda de los organismos internacionales afectan negativamente a los países receptores lleva implícito un supuesto discutible: el nivel de actividad económica de los años siguientes sería, al menos, el mismo en el caso de una reestructuración de la deuda que en el caso de un paquete de ayuda internacional sin participación compulsiva del sector privado. La reestructuración de la deuda debería generar una mayor tasa de crecimiento si no existieran costos asociados a la misma. Como ése no es el caso, los costos de la reestructuración deben ser evaluados respecto de los costos de que no haya quita en la deuda. Por lo tanto, las conclusiones no son evidentes y el resultado del análisis dependerá de cuál sea la posición inicial, siendo los casos extremos, como siempre, los más fáciles de evaluar.

En una situación en la que el país presenta claros problemas de solvencia que no pueden ser solucionados sin una quita de la deuda, es claro que demorar la solución tendrá efectos negativos en la tasa de crecimiento del país en cuestión. En el otro extremo, si lo que enfrentamos es una situación pura de iliquidez, es evidente que el paquete de ayuda es claramente más eficiente. Teniendo en cuenta que la mayoría de las veces es difícil definir si se está frente a un problema de liquidez o de solvencia y, lo más probable, es que estemos en presencia de una situación en la que ambos elementos estén presentes, el tema merece ser analizado “caso por caso”, para evaluar si los países involucrados estarían mejor reestructurando su deuda o sin reestructurarla. Por ejemplo, en los casos de México, Brasil y Corea, ¿estarían México, Brasil y Corea hoy mejor si en el momento de la crisis hubiesen recibido un paquete de ayuda menor y, por ende, hubiesen reestructurado la deuda? Pareciera que, al menos en estos países donde el paquete de ayuda fue exitoso, la respuesta es no. Por otra parte, la evaluación desde el punto de vista del bienestar internacional debería también considerar el efecto que una reestructuración compulsiva de la deuda puede tener, por “efecto contagio”, en otros países deudores.

De cualquier manera, la existencia de “restricciones presupuestarias” en los organismos internacionales de crédito agrega un elemento indispensable a la discusión. Si, más allá de la razonabilidad de ciertos paquetes de ayuda, no existen recursos disponibles ni la voluntad de los

---

<sup>29</sup> Véanse, entre otros, Meltzer Commission(2000) y el Informe de la UNCTAD (2001).

países desarrollados para aportarlos, las propuestas deben incorporar esta restricción. La racionalidad debe dar lugar a la necesidad y, por lo tanto, la participación del sector privado puede ser requerida en más ocasiones que lo que parece desprenderse de la discusión previa. Es decir, esta participación, además de ser conveniente en ciertos casos donde esté afectada la solvencia, puede ser necesaria en otras circunstancias como consecuencia de la escasez de recursos.

Sea cual fuere el motivo, es evidente que es necesario avanzar hacia la elaboración de propuestas que, evaluando la experiencia histórica y las particularidades de la realidad actual, permitan de una manera lo menos traumática posible la participación del sector privado en casos de crisis.

### **III. La experiencia histórica de los años ochenta: similitudes y diferencias con el presente**

Las crisis financieras internacionales y los procesos de reestructuración de deuda han sido bastante comunes durante los últimos siglos.<sup>30</sup> En este estudio, nos centraremos en la crisis de los años ochenta, que constituye el último episodio internacional de reestructuración de deuda soberana, en el que, además, estuvo involucrada una parte sustancial de la deuda de los países emergentes. La cesación de pagos comenzó con México en 1982 y, en los doce meses subsiguientes, doce países de la región firmaron acuerdos de reprogramación con sus bancos acreedores. Lo que resulta sorprendente de ese período es que, aún con el desencadenamiento de la peor crisis financiera internacional desde 1930, no proliferaron los atrasos en los intereses. Ello se debió a un papel muy activo que desempeñaron las autoridades de los países centrales las que lograron que los bancos comerciales fueran reprogramando la deuda sin que aparecieran inicialmente importantes atrasos en los pagos. Sin embargo, a partir de 1984, cada vez menos países participaron de las reprogramaciones, por lo que el monto de atrasos comenzó a aumentar sensiblemente.<sup>31</sup> Durante todo este período se sucedieron moratorias formales y otras de hecho. En ese momento, si bien eran conocidos los problemas en los pagos de los países de la región, los bancos comerciales mantuvieron, durante un tiempo considerable, la ficción de “normalidad” en los pagos.

---

<sup>30</sup> Véanse al respecto, Kindleberger, C (1978) y Suter, C. (1992). Para la cesación de pagos en América Latina en la crisis de los años treinta, véase CEPAL (1965), en particular el capítulo 2.

<sup>31</sup> Para una discusión detallada de la moratoria de la deuda de América Latina, véase Altimir, O. y Devlin, R. (1994).

Ello fue crucial para evitar pérdidas contables que hubieran sido difíciles de manejar. Tal como señalan Altimir y Devlin (1994), sólo en 1987 la acumulación de atrasos y la moratoria formal de Brasil llevó a los bancos a aumentar sensiblemente sus reservas. Citicorp encabezó la tendencia y en mayo de 1997 anunció que aumentaría sus reservas en un 150%. En el segundo trimestre de 1997, los bancos norteamericanos agregaron 21.000 millones de dólares a las reservas para pérdidas por préstamos correspondientes a la deuda de los países en desarrollo, por lo que en ese trimestre registraron una pérdida de 11.000 millones de dólares.

Las características más importantes de esa experiencia fueron las siguientes: La cesación de pagos incluyó a muchos países de forma casi simultánea.

- Como consecuencia de malas políticas macroeconómicas y de inadecuadas políticas de crédito de los grandes bancos comerciales, factores que fueron potenciados por el fuerte aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos a comienzos de la década de los ochenta, los países involucrados enfrentaban problemas de solvencia que se reflejaban en fuertes desequilibrios en el balance de pagos y en las cuentas públicas. Los problemas en las cuentas públicas fueron, en la mayoría de los casos, el resultado de grandes devaluaciones que llevaron al sector público a hacerse cargo, de una u otra manera, del endeudamiento en dólares del sector privado.

- Al inicio de la crisis, muchos bancos importantes del mundo desarrollado y, en particular, de los Estados Unidos, tenían seriamente comprometido su patrimonio con los préstamos a países con problemas.<sup>32</sup>

- Hubo intervenciones coordinadas del Fondo Monetario Internacional y de las principales autoridades económicas de los países desarrollados y, en particular, del gobierno de los Estados Unidos (Departamento del Tesoro y Reserva Federal).

- La resolución definitiva de la crisis demoró alrededor de ocho años (1982-1990). Durante ese período, los países involucrados tuvieron una muy baja tasa de crecimiento.

En síntesis, la cesación de pagos alcanzó a varios países y comprometió seriamente el patrimonio de algunos bancos internacionales. La posibilidad de una crisis financiera en los Estados Unidos incentivó la participación de importantes funcionarios del gobierno norteamericano.

---

<sup>32</sup> Para una interesante evaluación de las razones que llevaron a los bancos acreedores a esta situación y el papel que desempeñaron durante el proceso de negociación, véase Devlin, R. (1989).

La solución llegó con bastante demora lo cual tuvo un efecto devastador en las economías de la región. Quizás la mejor síntesis de ese período se obtiene al decir que, mientras la negociación fue vista como un éxito por los líderes de los países desarrollados y, en particular, por los de los Estados Unidos, ya que evitó una crisis financiera en esos países, un sentimiento bastante distinto es el prevaleciente en América Latina como consecuencia de la baja tasa de crecimiento de la década.

Más allá de lo que pueda aprenderse de esa experiencia, el contexto actual muestra diferencias importantes si se lo compara con ese período. Algunas de esas diferencias son las siguientes:

- Los bancos comerciales siguen siendo importantes prestamistas para los mercados emergentes, pero la mayoría de sus préstamos está orientada al sector privado y sólo una parte menor corresponde a préstamos a los gobiernos.

- A diferencia de los años ochenta, en la actualidad gran parte de la deuda soberana es comercializada en los mercados de capitales y no por los bancos comerciales. Por otra parte, la deuda soberana constituye una mínima fracción del total de activos de sus principales tenedores. Ello es el producto de cambios en la tecnología y en la organización de los mercados pero, particularmente, de la mejora en la divulgación de la información que, durante los últimos años, ha reducido considerablemente la tradicional ventaja de los bancos en los mercados. Como consecuencia de estos cambios, los interlocutores son menos identificables, su patrimonio no depende fundamentalmente de la suerte de un país determinado y no es relevante mantener una relación de largo plazo con los países, como suele ser el caso con los bancos.

- En la actualidad la deuda soberana es mucho menos importante que en el pasado ya que el sector privado de los países emergentes tiene una participación sustancialmente mayor en el flujo de capitales privados. Como consecuencia de ello se han desarrollado relaciones complejas entre los actores de los mercados internacionales y aquellos que operan en los mercados domésticos. Estas conexiones reflejan la globalización de los mercados internacionales y pueden ser determinantes para medir las reacciones de los mismos. En particular, en un mundo más interdependiente, las situaciones de incertidumbre se propagan más rápidamente y por distintos canales.

- Desde el punto de vista legal, existen más incentivos para litigar en las actuales circunstancias que en el pasado, ya que en la década de los

ochenta el acreedor que cobraba debía compartir lo que obtenía con otros acreedores (“sharing clauses”). La ausencia de estas cláusulas genera incentivos mayores para no participar en una reestructuración.<sup>33</sup>

De los puntos precedentes se desprende lo siguiente:

i). Una renegociación de la deuda no produciría una crisis financiera en el mundo desarrollado como hubiese sucedido en la década de los ochenta. De ello se desprenden dos corolarios, uno positivo y otro negativo. El corolario positivo es que esta situación permitiría una negociación más acelerada que en los años ochenta, ya que una quita no traería aparejados problemas de solvencia en el sistema bancario y en los distintos fondos que mantienen una parte importante de los bonos de los países emergentes. El corolario negativo es la comprobación de que las autoridades de los países desarrollados ya no estarán tan involucradas en una eventual renegociación.

ii). La renegociación aparece como más compleja dada la menor capacidad de persuasión moral de las autoridades de los países desarrollados sobre los distintos fondos y los inversores privados que mantienen deuda de los países emergentes que sobre las entidades financieras. Asimismo, pareciera que existe un incentivo mayor para litigar en las actuales circunstancias que durante la década de los ochenta.

iii). Más allá de las cláusulas específicas de los instrumentos de deuda, que serán discutidos más adelante, la mayor atomización de los acreedores genera dificultades para coordinar una renegociación. De cualquier manera, si bien ésta parece una complicación seria, no debiera ser vista como insoluble. En primer lugar, no es cierto que la negociación de la deuda en la década de los ochenta fuera tan sencilla; de hecho, existían cientos de bancos y muchos préstamos sindicados con distintas características; además, hubo varias demandas judiciales. En segundo lugar, la experiencia de los últimos años ha mostrado que es posible reestructurar la deuda en bonos de varios países; sin embargo, al mismo tiempo se debe reconocer que en los años ochenta los países involucrados

---

<sup>33</sup> La eventual ventaja de no participar en un proceso de reestructuración de deuda se ha visto potenciada por la demanda de Elliot Associates respecto de la deuda reestructurada de Perú. En 1997, Elliot Associates compró 20 millones de dólares de préstamos comerciales garantizados por Perú. En lugar de aceptar los bonos Brady ofrecidos por Perú en el proceso de reestructuración de su deuda, Elliot demandó el pago completo de la deuda con sus intereses. En junio de 2000, Elliot obtuvo un fallo que obligaba al gobierno de Perú a pagar 56 millones de dólares. El demandante puso presión para cobrar los intereses de los bonos Brady que Perú debía pagar. El gobierno de Perú decidió pagar la demanda judicial, aunque podía haber recurrido a una instancia superior, ya que temía las consecuencias que podrían devenir por no pagar los intereses de sus Bonos Brady.

eran relativamente pequeños por lo cual el monto de su deuda también lo era. En otras palabras, las actuales características de los mercados de capitales generan dificultades sustanciales, aunque no insalvables, para una discusión ordenada con los acreedores.

iv). Las complejas interacciones de los actuales mercados de capital aumentan las posibilidades de contagio, tanto a otros deudores dentro del país con dificultades, como a otros países.

v). En particular, una cesación de pagos relacionada con la deuda soberana afectaría el financiamiento del sector privado en los países emergentes y, por lo tanto, involucraría a sus acreedores, entre ellos al sector financiero de los países desarrollados.

## **IV. Distintas opciones para facilitar la participación del sector privado en situaciones de crisis**

### **A. Opciones factibles**

Más allá de la evaluación que se haga de la conveniencia de una renegociación de la deuda, ciertamente es necesario analizar qué mecanismos pueden ser utilizados para que esa negociación sea lo menos traumática posible, tanto para el país deudor como para el conjunto de la comunidad internacional. Cualquier propuesta debiera proveer los incentivos “correctos”, es decir, evitar demoras innecesarias cuando la reestructuración sea la alternativa más razonable, pero, al mismo tiempo, evitar que se recurra a este mecanismo cuando no haya verdaderos problemas de solvencia.

El anonimato de los acreedores y las dificultades para aplicar métodos de persuasión moral hacen hoy más necesario que nunca analizar en detalle los aspectos legales de los instrumentos existentes para evaluar en qué medida éstos facilitan o dificultan una reestructuración ordenada de la deuda. En este sentido, debe tenerse en cuenta que una parte importante de los bonos emitidos por los países emergentes no tienen cláusulas que permitan la representación de los acreedores con mayorías especiales, sino que en muchos casos se requiere el acuerdo del 100% de los acreedores para reestructurar una determinada obligación. A su vez, esos bonos tienen cláusulas de “cesación de pagos cruzada” y de “aceleración” que hacen casi imposible evitar las acciones legales que pueden generalizar el incumplimiento de otras obligaciones y requerir el pago del total de la deuda. Asimismo, la ausencia de cláusulas de reparto o distribución, presentes en los préstamos sindicados, incentiva esas acciones legales. Además, existen otros instrumentos de deuda, como los

préstamos bancarios, que no tienen cláusulas específicas para facilitar una reestructuración. En síntesis, los instrumentos de deuda dificultan una acción coordinada de los acreedores.

Esta falta de coordinación genera cuatro tipos de problemas:

i) en caso de dificultades del deudor, se produce una corrida de los acreedores similar a la corrida bancaria, que no sólo disminuye las reservas internacionales o -dependiendo del régimen cambiario- deprecia fuertemente la moneda, sino que, además disminuye el valor de los bonos en el mercado internacional generando grandes pérdidas a los tenedores;

ii) es imposible que la voluntad negociadora de una mayoría de acreedores pueda impedir que otros inicien acciones legales, lo que puede ser bastante perturbador para el deudor;

iii) se pueden generar demoras en las negociaciones con costos elevados para acreedores y el deudor;

iv) los acuerdos alcanzados por una mayoría de acreedores no son aplicables a todos los acreedores, por lo que es difícil evitar que algunos no participen en el canje con la idea de iniciar acciones legales que les permitan cobrar la deuda original.<sup>34</sup> Es necesario agregar a esos problemas el hecho de que no existen instituciones que puedan imponer un arreglo “razonable” a las partes involucradas en el caso en que la negociación se extendiese por un tiempo demasiado prolongado.

Mucho se ha discutido en los países desarrollados y, por mandato de los mismos, en el Fondo Monetario Internacional acerca de cómo resolver situaciones de crisis de deuda.<sup>35</sup> Sin embargo, es evidente que ha existido una actitud dual. Por un lado, el Grupo de los Siete (G-7) y el FMI han enfatizado la necesidad de facilitar la reestructuración de la deuda y han avanzado en la elaboración de propuestas tales como la necesidad de modificar las cláusulas de los bonos, la creación de un comité de acreedores, el permitir al Fondo Monetario Internacional prestar en situaciones de atrasos en los pagos y hasta la posibilidad de modificar la cláusula constitutiva del FMI de manera de autorizarlo a declarar una “espera” en los pagos de la deuda. Por otro lado, la realidad muestra lo poco que se ha avanzado en este terreno. En particular, es sorprendente que no se hayan introducido regulaciones en los países desarrollados o incentivos en el FMI para facilitar la introducción de nuevas cláusulas en los bonos que faciliten su renegociación.

---

<sup>34</sup> Este es el caso de Elliot Associates contra Perú que fuera mencionado en la sección IV.

<sup>35</sup> Para una análisis de la evolución del debate sostenido en el seno del G-7 y del FMI, véase Roubini (2002<sup>a</sup>).

Esta situación pareció cambiar con la propuesta realizada por Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del Fondo Monetario Internacional, en el mes de noviembre del 2001, acerca de cómo hacer frente a una negociación compulsiva de la deuda soberana.<sup>36</sup> Inicialmente la propuesta preveía la creación de una instancia similar a la ley de quiebras, que está presente en la legislación de la mayoría de los países. Si bien la propuesta ha sufrido algunas modificaciones, sigue siendo el planteamiento más integral sobre mecanismos de reestructuración de deuda proveniente de los organismos internacionales o de los países desarrollados.<sup>37</sup>

En términos generales, existen tres alternativas respecto de la reestructuración de la deuda:

i) mantener el *statu quo*, es decir, que los países enfrenten las dificultades para hacer frente a sus obligaciones mediante discusiones con sus acreedores en el marco de las instituciones existentes en la actualidad;

ii) realizar modificaciones contractuales consistentes en la introducción, en las distintas obligaciones, de cláusulas de acción colectiva que favorezcan la coordinación entre los acreedores, e

iii) introducir modificaciones sustanciales en el ámbito institucional para hacer frente a estas crisis. A continuación se revisarán a las distintas opciones.<sup>38</sup>

## **B. Mantener el *statu quo***

Varios países reestructuraron la deuda de una manera relativamente exitosa durante los últimos años. Consecuentemente, una alternativa es no preocuparse por la búsqueda de nuevos mecanismos de resolución de crisis, ya que los existentes parecen ser suficientes para resolver los procesos de reestructuración. Para evaluar esta posibilidad es importante entender las características de las últimas reestructuraciones de la deuda soberana, es decir, los casos de Ecuador, Pakistán, Ucrania y Rusia. En dos de ellos hubo quita de capital (Ecuador y Rusia) y en todos se acordó una

---

<sup>36</sup> Véase, Krueger, A. (2001).

<sup>37</sup> Estos cambios aparecen reflejados en las exposiciones posteriores de Krueger, A. (2002a y 2002b), así como también en las del Fondo Monetario Internacional (2002a).

<sup>38</sup> Estas alternativas tienen apoyo, tanto en el mundo académico como en los otros ámbitos. Para argumentos a favor de no introducir cambios institucionales ni contractuales, véase Roubini (2002b); para los cambios contractuales, véase Eichengreen, B. (2002) y Taylor, J. (2002); para los cambios institucionales véase los pies de página 36, 37 y 41.

tasa de interés bastante menor que la de mercado.<sup>39</sup> En el caso de Ecuador y Rusia, se estableció un período de gracia de manera de mejorar la situación de liquidez, mientras que en los otros dos casos sólo se redujo el vencimiento de los dos primeros años.<sup>40</sup>

Un hecho destacado de estas reestructuraciones es que la mayoría de los países prefirieron la alternativa de lanzar una “oferta unilateral de canje”, al menos en los casos en que la deuda se encontraba principalmente en la forma de bonos. Pakistán, Ucrania y Ecuador siguieron este camino. Por su parte, las negociaciones de Rusia fueron más al estilo del Club de Londres, debido a que la deuda en cuestión era principalmente con bancos.

El carácter unilateral de las propuestas pudo atenuarse ya que, en un paso previo a las ofertas de canje, las autoridades de los países involucrados mantuvieron conversaciones, más frecuentes en los casos de Pakistán y Ucrania, con los principales acreedores, lo que les permitió asegurarse un alto nivel de aceptación entre los inversores.

A partir del momento en que fue declarada la cesación de pagos, el tiempo que tardó el arreglo fue bastante reducido: desde sólo tres meses en el caso de Ucrania, hasta un máximo de veinte meses en el de Rusia. Los deudores aceptaron las propuestas, en el caso de Rusia en un 100%, en los casos de Ucrania y Pakistán en un 99% y, finalmente, en el caso de Ecuador en un 98%.

Las características de los inversores pueden haber desempeñado un papel importante para explicar la relativa rapidez de la reestructuración. Los inversores especulativos, como los fondos especulativos (“*hedge funds*”) y los fondos buitres (“*vulture funds*”), son más proclives a comprar deuda de alto riesgo a precios muy bajos; mientras que los inversores con horizontes temporales más largos, como los bancos comerciales, los bancos de inversión o los fondos de pensión, prefieren vender los bonos más riesgosos, aunque sea a precios muy bajos.<sup>41</sup> Por lo tanto, es probable que haya agilizado el proceso de reestructuración el hecho de que una

---

<sup>39</sup> En el bono a treinta años de Ecuador la tasa de interés inicial se fijó en un 4%, creciendo 1 punto por año hasta llegar al 10% en el año 2006. Alternativamente, los tenedores podían optar por un bono a doce años con una tasa de interés del 12%, pero con una quita adicional del 35%. En el caso de Rusia, la quita fue de alrededor del 35%.

<sup>40</sup> Véase Machinea, J.L (2002) para un análisis de estas reestructuraciones.

<sup>41</sup> En muchos casos, los inversores que trabajan a más largo plazo, como los fondos de pensión, se ven forzados por la legislación a vender parte de sus activos cuando éstos se vuelven muy riesgosos, viéndose impedidos entonces de participar de los procesos de reestructuración.

gran proporción de la deuda ya hubiera sido vendida a precios extremadamente bajos a los inversores puramente especulativos, que sólo esperaban obtener rápidas y significativas ganancias una vez anunciada la oferta.<sup>42</sup>

La presencia o ausencia de cláusulas de acción colectiva que, como se explica en la sección próxima, ayudan a resolver los problemas de coordinación,<sup>43</sup> no parece haber desempeñado un papel relevante. En primer lugar, las condiciones de las propuestas fueron lo suficientemente generosas como para incentivar a los acreedores a aceptarlas y a desechar los potenciales beneficios del litigio. En segundo lugar, si bien la deuda reestructurada se encontraba mayormente en bonos, los acreedores no se encontraban muy atomizados, lo que redujo sustancialmente los problemas de coordinación y, por ende, la necesidad de contar con cláusulas que permitieran la acción de mayorías especiales. En efecto, si bien los bonos de Pakistán que fueron reestructurados poseían cláusulas de acción colectiva, las autoridades de ese país decidieron no utilizarlas; mientras que, en el caso de Ucrania, estas cláusulas se invocaron sólo por una cuestión de mera formalidad, ya que antes de que se aplicaran el gobierno llegó a un acuerdo con la mayoría de los acreedores.<sup>44</sup>

Una situación particular se dio en el caso de Ecuador, donde los bonos requerían la unanimidad de los acreedores para aceptar la propuesta. Este problema fue resuelto mediante la modificación de las cláusulas no financieras de los bonos sujetos a reestructuración, de forma tal de convertir los bonos originales en menos atractivos y aumentar los incentivos a participar en la reestructuración. La aplicación de “cláusulas de salida”<sup>45</sup> implica de hecho la posibilidad de eliminar la necesidad de unanimidad en las decisiones dado que la modificación de las cláusulas no financieras no exige unanimidad, sino mayorías especiales. De esa manera, esta alternativa convierte de hecho a los bonos regidos por la jurisdicción de Nueva York en bonos pasibles de ser reestructurados mediante la decisión de “mayorías especiales”.

---

<sup>42</sup> Este tipo de incentivos parece un tanto perverso, ya que mientras la presencia de inversores especulativos puede aumentar las posibilidades de éxito de una reestructuración, las pérdidas que deben enfrentar los inversores de más largo plazo pueden resultar en una reducción futura en la demanda de esta clase de deuda. Además, esta distinción entre tipos de inversores con diferentes intereses también puede llevar a los comités de acreedores a no funcionar adecuadamente.

<sup>43</sup> En el anexo 1 se explican las características de las cláusulas de acción colectiva.

<sup>44</sup> En el caso de Ucrania, existían cláusulas de acción colectiva en tres de los cuatro instrumentos de deuda renegociados.

<sup>45</sup> Ver anexo 2 para una explicación de las “cláusulas de salida”.

Tal como podía esperarse, el impacto sistémico de las reestructuraciones estuvo directamente vinculado con el tamaño de las economías en cuestión. Mientras que en los casos de Pakistán, Ucrania y Ecuador, el contagio de otras economías fue menor, la cesación de pagos de Rusia generó un “salto a la calidad” por parte de los inversores que se hizo inmediatamente visible en los márgenes (“*spreads*”) de los bonos de las economías emergentes. Se ha argumentado reiteradamente que la caída de la economía rusa llevó a los inversores internacionales a tomar conciencia de que los organismos oficiales ya no estarían dispuestos a participar en operaciones de rescate de los países, aún en el caso de que éstos pudieran generar un impacto sistémico. Sin embargo, esta conclusión debe matizarse con la observación de que la falta de apoyo se debió más a la aguda crisis política en Rusia y a las consecuentes dificultades para implementar las reformas estructurales necesarias, que a una falta de voluntad de las autoridades internacionales.

Estos procesos de reestructuración permitieron o, al menos, no obstaculizaron que los cuatro países retomaran, no más allá de un año después de la cesación de pagos, un sendero de crecimiento en un contexto de aumento de las reservas, mejora del sistema financiero y reducción del riesgo país (gráficos 4.1 a 4.4). Hay, sin duda, distintos factores que ayudan a explicar el crecimiento del producto:

i) la caída del nivel de actividad en el período previo, en especial en Rusia y Ecuador;

ii) el refinanciamiento del Club de París y ii) un acuerdo con el FMI (en todos los casos);

iii) fuertes cambios de la política económica, desde reformas estructurales y reducción del déficit fiscal (véase el gráfico 4.5) hasta la dolarización en Ecuador, y

iv) el aumento en el precio del petróleo, que favoreció a Rusia y Ecuador. De cualquier manera, no puede dejar de reconocerse que los aspectos traumáticos de la falta de cumplimiento de las obligaciones externas fueron menor que el esperado y que la reducción de la deuda y la reestructuración de los vencimientos seguramente desempeñó un papel relevante para reestablecer el crecimiento.

La reducción de la deuda restableció la solvencia del sector público en Rusia, pero hay dudas acerca de si esa medida fue suficiente para lograr ese objetivo en Ecuador, ya que el superávit fiscal primario necesario para hacer frente a los servicios de la deuda era superior al 5% del producto. Posiblemente éste sea un caso en el que la debilidad del contexto

institucional haya obligado a cerrar la negociación rápidamente, de manera de evitar mayores caídas del producto en el corto plazo y sin tomar en cuenta las exigencias de mediano plazo.<sup>46</sup>

¿De qué modo estos arreglos permitieron superar los problemas planteados en la introducción de esta sección?

i) En todos los casos existió una corrida de acreedores que determinó una fuerte disminución de las reservas internacionales y del precio de los bonos, y que alcanzó al sistema financiero de Rusia y Ecuador (gráficos 4.2 a 4.4). La corrida sólo se detuvo una vez que los países declararon en forma unilateral la cesación de pagos después de una fuerte disminución de las reservas internacionales. Por lo tanto, pareciera que, por temer a las consecuencias, los países demoraron excesivamente el pedido de reestructuración.

ii) Las acciones legales no constituyeron un problema durante la negociación. Tres motivos parecen explicar este comportamiento de los acreedores: la corta duración de la negociación, el alto costo en tiempo y recursos de una acción judicial y las escasas posibilidades de cobrar si el país no regularizara sus pagos. Este comportamiento no sólo es propio de las negociaciones de los países mencionados ya que, por lo general, los acreedores de riesgo soberano ven como muy baja la rentabilidad de una acción legal y, por ello, solamente la utilizan en situaciones extremas.

iii) La coordinación no fue un problema a pesar de que las cláusulas de acción colectiva sólo estaban presentes en las obligaciones de Ucrania y Pakistán.<sup>47</sup> La aplicación de las "cláusulas de salida" ("*exit consent*") fue un "hallazgo" legal en el caso de Ecuador que permitió que mayorías especiales de acreedores pudieran "convencer" al resto de aceptar el canje de la deuda. El bajo número de acreedores resultó central en las reestructuraciones de Ecuador, Pakistán y Ucrania. Por otra parte, la "coordinación" se vio favorecida porque los países hicieron una propuesta unilateral que evitó una larga discusión con el comité de acreedores.

iv) La gran aceptación de las propuestas eliminó de hecho el riesgo de acciones legales posteriores. El interrogante es por qué no hubo más acreedores que no aceptaron el canje con la idea de plantear acciones legales posteriores, en especial, teniendo en cuenta que la quita sobre el valor nominal fue del orden del 35% en Ecuador y Rusia. Distintos factores pueden explicar esta situación, entre los cuales cabe mencionar los siguientes:

---

<sup>46</sup> No puede dejar de reconocerse que en Ecuador la política económica durante los años 2001 y 2002 no fue consistente con la dolarización establecida en medio de la crisis.

<sup>47</sup> Sólo Ucrania invocó estas cláusulas.

a) en todos los casos los bonos subieron fuertemente de valor después del canje, es decir, las ganancias de capital de corto plazo fueron importantes. La mejora en el valor de los bonos en los seis meses posteriores a la cesación de pagos fue del orden del 300% en Rusia, del 40% en Pakistán, del 30% en Ecuador y sólo del 8% en Ucrania. Este es un indicio de que las propuestas fueron bastante generosas, al menos en relación con la expectativa de los acreedores;

b) pareciera que al momento de la reestructuración una parte importante de los tenedores eran “recién llegados”, es decir, habían comprado a precios muy bajos y el canje les permitió hacer una importante ganancia de capital en el corto plazo sin tener que incurrir en los costos de las acciones legales;

c) el costo de litigar es elevado, por lo que se requiere tener suficientes recursos y un monto importante de deuda, lo cual reduce sensiblemente el número de acreedores “elegibles”.

En síntesis, se puede argumentar que la falta de instituciones y mecanismos específicos no ha sido impedimento para que varios países reestructuraran su deuda en los últimos años. Además, la negociación se llevó a cabo en un plazo sustancialmente menor al que se necesitó para la reestructuración de la década de los ochenta. Sin embargo, estas experiencias tuvieron en común, con excepción de Rusia, el monto relativamente pequeño de la deuda involucrada. Entre otras cosas, ello determinó que hubiera una menor cantidad de acreedores. Si bien en el caso de Rusia la deuda involucrada era sustancialmente mayor, la reestructuración sólo alcanzó la deuda doméstica y dos bonos externos cuyo origen era la deuda de la ex Unión Soviética y que estaba mayoritariamente en manos de bancos. Por lo tanto, para saber si los mecanismos actuales son un instrumento adecuado, el proceso de reestructuración debiera aplicarse a un caso más complejo. El ejemplo obvio es el de la Argentina, que tiene que renegociar una deuda de más de 110.000 millones de dólares, con bonos sujetos a distintas jurisdicciones y con la necesidad de una quita sustancial. Sin duda, ésta es la prueba más exigente que se pueda imaginar para poder evaluar las posibilidades que ofrece el actual marco institucional.

### C. Cláusulas de acción colectiva<sup>48</sup>

Como ya fuera mencionado anteriormente, la ausencia de “cláusulas de acción colectiva” en los instrumentos de deuda dificulta la coordinación entre los acreedores al hacer que mayorías especiales no puedan evitar las acciones legales ni puedan imponer a todos los acreedores los términos de una determinada negociación. Por lo tanto, la introducción de “cláusulas de acción colectiva” permitiría la representación de los acreedores mediante mayorías especiales, eliminaría las ventajas de acciones legales bajo el principio de que lo ganado en una corte debe ser distribuido entre la totalidad de los acreedores (cláusulas de reparto o distribución) y evitaría la posibilidad de demandar al país por el valor total del bono (cláusulas no aceleradoras). Asimismo, es posible la introducción de cláusulas que impidan las acciones legales si no se cuenta con la aprobación de una determinada cantidad de acreedores.

Sin embargo, es necesario consignar una dificultad: cuando existen cláusulas de acción colectiva, éstas no son similares para los distintos instrumentos de deuda. Ello se debe básicamente a las prácticas prevalecientes en la jurisdicción de la ley que rige el mercado en el que los bonos son emitidos. En líneas generales, las cláusulas de representación colectiva no están contenidas en los bonos regidos por la legislación del Reino Unido ni por la legislación de Nueva York. Por su parte, las cláusulas de acción mayoritaria son más comunes en los bonos sujetos a la primera de las legislaciones mencionadas que en los sujetos a la legislación de Nueva York. De manera similar, los bonos regidos por las leyes alemanas y japonesas no contienen generalmente cláusulas de acción mayoritaria, por lo que un cambio en los términos de los pagos requiere una decisión unánime de los acreedores. Las “cláusulas de reparto” son frecuentes en los préstamos sindicados de bancos, pero difíciles de encontrar en las emisiones públicas de bonos (véase Anexo 1).

Se estima que alrededor de la mitad de la deuda en bonos soberanos, incluida la de los países industrializados, no contiene cláusulas de acción colectiva, y que esta proporción es mayor para los bonos de los mercados emergentes. En el caso de la Argentina, los bonos con estas cláusulas no representan más del 15% del total de bonos en circulación.

El escaso progreso en la introducción más acelerada de este tipo de cláusulas en la deuda de los países emergentes se explica, al menos parcialmente, por lo que podríamos denominar un problema de

---

<sup>48</sup> Véase Anexo 1 para la descripción de las principales cláusulas de acción colectiva.

coordinación. En efecto, más allá de las bondades de las nuevas cláusulas, es evidente que el primer país que intente introducirlas en todas sus nuevas emisiones, corre el riesgo de ser visto por los mercados como preparándose para una futura negociación con los acreedores. Las consecuencias en término de aumento de la tasa de interés son más que obvias. Con el objeto de evitar que un determinado país sea visto como avanzando en forma unilateral en el tema, se requiere una tarea de coordinación que elimine esta percepción. Una manera de hacerlo es mediante regulaciones en los países desarrollados que prohíban la comercialización de nuevos bonos sin estas cláusulas. Asimismo, y relacionado con esas regulaciones, sería conveniente que los países desarrollados emitieran bonos con este tipo de cláusulas, de manera tal que no sean sólo los países emergentes quienes lo hagan. Si bien esta posibilidad ha sido sugerida por los países desarrollados, sólo Canadá y el Reino Unido han comenzado a incluirlas en las nuevas emisiones de bonos. En forma complementaria, el FMI podría introducir esta condicionalidad en sus operaciones de préstamo, de manera tal que todos los países en esa condición estén obligados a emitir bonos con estas características. De esta manera, los países emergentes podrían argumentar que es una condición que les ha sido impuesta. Por otra parte, las cláusulas debieran estar incorporadas a todo tipo de financiamiento, ya sea bonos o préstamos bancarios.

Si bien las cláusulas de acción colectiva ayudan a resolver el problema de coordinación, debe tenerse en cuenta que las mayorías sólo obligan a los tenedores de un bono determinado, por lo que se requieren actividades de coordinación entre los tenedores de distintos bonos. En ese contexto, puede plantearse el problema de los *"free riders"* de la década de los ochenta bajo la forma de tenedores de bonos de una emisión de bajo monto. Una manera de solucionar esta dificultad es mediante la introducción de cláusulas que permitan la coordinación con otros acreedores mediante un sistema de mayorías especiales. Esta propuesta tiene una muy baja probabilidad de materializarse, entre otras razones, porque es difícil que sea aceptada en las distintas jurisdicciones legales.

Una complicación adicional es que estas cláusulas pueden aplicarse a los nuevos bonos pero no a los existentes. Por lo tanto, el cambio en las cláusulas contractuales puede demorar hasta 30 años -plazo de muchos bonos- haciendo que este mecanismo resulte de poca utilidad en el corto plazo. Una posibilidad es canjear los bonos existentes por nuevos bonos con estas características. Teniendo en cuenta la magnitud de la operación sería difícil pensar que ésta pueda llevarse a la práctica en un período relativamente breve, por lo que, en cualquier caso, habría que pensar en varios años para contar con cláusulas de acción colectiva en todas las obligaciones.

El otro tema relevante es el relacionado con el costo de la deuda con estas nuevas cláusulas. Es decir, aún superado el problema de coordinación, no es evidente cuál es el impacto de la inclusión de estas cláusulas en el costo del endeudamiento. Por un lado, habría un efecto positivo de reducción del costo ya que las cláusulas harían menos traumática una reestructuración de la deuda en una situación límite; por el otro, el hecho de que se facilite el proceso de reestructuración puede disminuir los incentivos para cumplir con los contratos, por lo que la inclusión de las cláusulas debiera aumentar el costo de la deuda. Por lo tanto, el impacto final no es evidente. Los primeros estudios mostraron que el efecto negativo era el predominante, al menos para los países con baja calificación de las agencias.<sup>49</sup> Sin embargo, una nueva investigación (Becker, T. A. Richards y Y.Taicharoen, 2002) que utiliza una mayor cantidad de información, no encuentra diferencia apreciable en el costo de la deuda entre bonos con y sin cláusulas de acción colectiva.<sup>50</sup> Los autores argumentan que la ausencia de un efecto negativo sobre el precio de los bonos se explica porque, teniendo en cuenta la magnitud del costo de incumplimiento por parte de los países, los agentes que actúan en el mercado no piensan que estas cláusulas generen un sesgo a favor de no pagar las obligaciones.

La introducción de cláusulas de acción colectiva sólo crea un contexto más favorable para la negociación, pero de ninguna manera asegura que ésta se realice en un período relativamente breve. La creación de un comité de acreedores regido mediante el voto de la mayoría nos remite a la experiencia de los años ochenta, en la que la negociación fue muy prolongada. Sin embargo, tal como mencionáramos en la sección III, esa experiencia no es directamente extrapolable, ya que en ese entonces una solución rápida podría haber afectado la solvencia de varias instituciones financieras del mundo desarrollado que no contaban con las previsiones adecuadas. Actualmente, en cambio, los grandes fondos que mantienen papeles de los países emergentes ya tienen contabilizada una parte importante de las pérdidas, y ninguno de ellos vería fuertemente afectada su solvencia por la reestructuración de la deuda de un país emergente. Esta afirmación debe ser ponderada por el efecto que una determinada negociación puede tener sobre el precio de los papeles de otros países. En particular, los tenedores de bonos se pueden enfrentar al siguiente dilema: aunque una negociación rápida permite terminar con el problema del país en cuestión y los consecuentes “ruidos” que ello ocasiona en el mercado, si esa negociación es relativamente beneficiosa

---

<sup>49</sup> Véase Eichengreen (1999b) y Eichengreen - y Mody (2000).

<sup>50</sup> La diferencia más importante es que Becker, et. al. utilizan, además de información al momento de la emisión, datos del mercado secundario.

para el deudor ello puede disminuir el ejemplo disciplinador para los otros países. En este sentido, debe tenerse en cuenta que el tiempo es crucial para cualquier deudor, ya que durante la negociación los mercados permanecerán cerrados y el sistema financiero se verá afectado, con el consecuente impacto sobre el nivel de actividad económica. Es decir, a pesar de que las cuestiones patrimoniales no son tan complicadas como lo fueron en los años ochenta, puede haber distintas opiniones entre los acreedores, las que, entre otras cosas, dependerán de la importancia del país deudor en el total de su cartera.

En conclusión, la introducción de cláusulas de acción colectiva mejoraría las condiciones de renegociación de la deuda para el país deudor. Sin embargo, más allá de las dificultades que se presentan para generalizar su uso, su aplicación no resuelve varios de los problemas asociados con una reestructuración de la deuda, en particular, la necesaria coordinación entre distintos tipos de acreedores y el tiempo que pueda llevar esa negociación. Para reducir el impacto de una negociación prolongada, Ocampo J.A. (2001) sugiere que la misma debe darse en un lapso acotado, después del cual un panel independiente o una autoridad internacional debe determinar las características de la reestructuración. Esta alternativa es analizada en la próxima sección, donde se discute la propuesta de Anne Krueger.

#### **D. Cambios institucionales: la propuesta de Anne Krueger**

Teniendo en cuenta que el actual proceso de reestructuración de la deuda puede ser prolongado y escasamente predecible, lo que genera costos a deudores y acreedores, y que la inclusión de cláusulas de acción colectiva es difícil de implementar y no resuelve todos los problemas, se ha propuesto la creación de una institucionalidad supranacional que atienda los problemas de coordinación entre los acreedores y tenga poder mandatorio desde el punto de vista legal. La idea de una autoridad supranacional no es nueva. Distintas propuestas han sugerido crear una nueva institución supranacional que desempeñe el papel de "Corte Internacional de Resolución de Conflictos" o, alternativamente, dotar al Fondo Monetario Internacional de un poder mayor que el que tiene actualmente de manera que pueda cumplir ese papel.<sup>51</sup> Mientras que estos proyectos normalmente han tenido su origen en el mundo académico, en noviembre del año 2001, la Primera Subdirectora Gerente del Fondo Monetario Internacional presentó una propuesta que reconoce la

---

<sup>51</sup> Véanse, por ejemplo, Raffer (1990), Sachs (1998) y Miller y Zhang (1997).

necesidad de dotar a algún organismo del el ámbito internacional con suficiente autoridad para contribuir a resolver los problemas derivados de un proceso de reestructuración de la deuda.<sup>52</sup>

La propuesta mencionada se basa en el modelo de convocatoria de acreedores presente en la mayoría de las legislaciones nacionales que proveen incentivos para el proceso de reestructuración, a la vez que protegen tanto al deudor como a los acreedores. Las principales características de los procesos de reestructuración de las empresas en el ámbito nacional son las siguientes:

- i) para todos los acreedores, se establece un período de espera a los pagos y a las acciones legales que éstos puedan emprender;
- ii) se imponen restricciones legales al deudor, de manera que éste no pueda llevar adelante acciones que perjudiquen el interés de los acreedores;
- iii) los nuevos préstamos que se otorguen durante el período de reestructuración tienen privilegio respecto de las acreencias preexistentes;
- iv) el plan aprobado por una mayoría de acreedores es obligatorio para todos los acreedores.

Estos procedimientos no pueden ser extendidos linealmente a un país. El principal motivo es que, a diferencia de una empresa, un país no puede ser liquidado o adquirido por los acreedores. Asimismo, no es posible restringir la acción de un estado nacional -por ejemplo, limitarlo en el manejo de su presupuesto- de la misma manera en que se hace con una empresa.

La cuestión es cómo implementar principios similares a los procesos de convocatoria de empresas privadas que contemplen las complejidades asociadas con los estados nacionales. En particular, se requiere crear mecanismos que eliminen la posibilidad de acometer acciones legales durante el proceso de negociación, establecer un acuerdo obligatorio para todos los acreedores, defender el derecho de los acreedores mediante la puesta en marcha de políticas que preserven el valor de los activos y que aseguren la capacidad de pago futuro y, finalmente, instaurar mecanismos que aseguren que los préstamos otorgados después de la cesación de pagos no entren en el proceso de reestructuración.<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup> Krueger A. (2001).

<sup>53</sup> De cualquier manera debe tenerse en cuenta que, a diferencia de la década de los ochenta, cuando los acreedores eran bancos, los actuales acreedores difícilmente estarán dispuestos a aportar fondos frescos durante el proceso de reestructuración. La principal razón es la dispersión de acreedores, pero también el hecho de que ya no existen los incentivos de los años ochenta, período en el que el otorgamiento de fondos nuevos tenía el objetivo de que los países se mantuvieran sin atrasos, evitando la contabilización de fuertes pérdidas en los balances de los bancos.

La propuesta inicial de Krueger preveía que este papel sería desempeñado por el Fondo Monetario Internacional. En otras palabras, el Fondo aprobaría el período de espera en los pagos, una prolongación de ese plazo si fuera necesario, la exclusión de la reestructuración de los préstamos aprobados con posterioridad a la fecha de cesación de pagos, la puesta en marcha de políticas macroeconómicas apropiadas y, finalmente, supervisaría que el acuerdo sobre la reestructuración de la deuda fuera consistente con la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. La manera de lograr que la aprobación del Fondo tenga sustento legal en el ámbito internacional, independientemente de la jurisdicción de los instrumentos de deuda, es mediante una modificación del Artículo VIII, Sección 2(b) de su Convenio Constitutivo. Si bien este artículo autoriza a aplicar control de cambios en situaciones de dificultades de balanza de pagos sin violar las obligaciones de los países con el organismo, las interpretaciones de las cortes de los Estados Unidos y del Reino Unido de Gran Bretaña han limitado la posibilidad de que ese artículo pueda ser utilizado para evitar acciones legales en el caso de suspensión de pagos. Por lo tanto, si se quiere que este instrumento sea realmente efectivo es necesaria su modificación, para lo que se requiere una mayoría del 60% de los accionistas y del 85% de los votos.

La implementación de la propuesta de Krueger requiere resolver un conjunto de problemas operativos, tales como qué tipo de obligaciones estarían comprendidas, los deudores y acreedores que serían incluidos en la cesación de pagos y, relacionado con ello, las características que adoptaría esa cesación de pagos.<sup>54</sup> Estas no son dificultades distintas de las que enfrenta en la actualidad un proceso de reestructuración de deuda. Además, hay problemas que son propios de esta propuesta:

i) Es necesario establecer cuándo se apelaría a un mecanismo de este tipo. A nuestro entender, este mecanismo debería quedar reservado para situaciones donde haya claros indicios de que el país deudor tiene problemas de solvencia. Si bien desde el punto de vista conceptual se podría argumentar que en un período de aguda iliquidez se podría establecer un período de espera en los pagos de la deuda, el hecho de que ésta sea una solución óptima requiere que exista información perfecta y ausencia de aversión al riesgo, tal como ya fuera mencionado. Como éste

---

<sup>54</sup> El período de espera puede significar una suspensión de pagos del sector público o un control de cambios para evitar la pérdida de reservas en el caso de extrema iliquidez en el sector externo. Por su parte, el control de cambios puede referirse a cuestiones muy diferentes. Por ejemplo, en el caso de Malasia el control de cambios no incluyó los pagos de la deuda preexistente y, por lo tanto, no constituyó de ninguna manera un período de espera en el pago de la deuda, sino el intento de evitar demandas “no documentadas” sobre las reservas del Banco Central.

no es el caso, la suspensión de pagos de un país -al igual que la suspensión de los de una entidad financiera- genera problemas de reputación y, posiblemente, provoque una corrida de los acreedores cuando la suspensión sea levantada. Por lo tanto, creemos que ésa no es una solución adecuada para resolver los problemas de liquidez. Ahora bien, la existencia de un mecanismo que facilite la reestructuración de la deuda puede aumentar el sesgo en contra de los paquetes de asistencia de los organismos internacionales de crédito. En ese caso, la utilización excesiva de la cesación de pagos para solucionar problemas de liquidez generaría un aumento del costo del crédito y, por ende, produciría más problemas de solvencia que en la actualidad.

ii) Se puede producir un efecto perverso en el corto plazo, ya que es probable que cuando un país pida asistencia al FMI se especule con que esa ayuda vaya a estar acompañada de la sanción de un período de espera, lo que tendría efectos negativos en la oferta de crédito. Esto es lo que ocurrió en octubre del año 2000 en la Argentina cuando el pedido de asistencia al FMI estuvo rodeado de rumores que sostenían que una de las condiciones de la asistencia sería la participación compulsiva del sector privado. La consecuencia de ello fue un aumento considerable del riesgo país, hasta que el Fondo dejó en claro que el paquete de ayuda que se estudiaba no incluía la participación compulsiva del sector privado. Sin embargo, la ausencia de un mecanismo que facilite la reestructuración de la deuda no elimina este riesgo dado que:

- a) el país puede declarar la cesación de pagos en cualquier momento y
- b) el FMI puede negarse a acordar un programa con el país en dificultades mientras no se reestructure la deuda.<sup>55</sup>

iii) Al igual que con las cláusulas de acción colectiva, cabe preguntarse cuál sería el impacto sobre el costo de la deuda si el Fondo Monetario Internacional pudiese sancionar un “período de espera” en el pago de las obligaciones de un país determinado. Al respecto, existen argumentos similares a los esgrimidos cuando se analizó la introducción de cláusulas de acción colectiva. Por un lado, la existencia de instituciones que posibiliten una renegociación más ordenada de la deuda debiera contar con el beneplácito de los acreedores; por el otro, al disminuir los costos asociados con una reestructuración de la deuda, se puede incentivar este comportamiento. Teniendo en cuenta que el sector privado se ha opuesto a esta alternativa y ha enfatizado que, en caso de ser necesario, el período de espera debiera ser acordado con los acreedores, pareciera que la creación de una institución de este tipo debiera, al menos inicialmente,

---

<sup>55</sup> Este parecería ser el caso de Uruguay a fines del año 2002.

tender a aumentar los costos de la deuda para los países emergentes.<sup>56</sup> Sin embargo, el funcionamiento del sistema es el que finalmente determinará si este aumento de costos se mantiene en el largo plazo. Si la sanción de los “períodos de espera” se da en situaciones muy especiales y una vez agotadas todas las instancias, es posible que se reconozcan las bondades del instrumento. Si, en cambio, la sanción del “período de espera” se maneja con cierta laxitud y ello tiende a incrementar sustancialmente los procesos de reestructuración de deuda, es evidente que habrá un costo significativamente más alto de la deuda de los países emergentes y, en particular, de la de aquellos que atraviesan por períodos de dificultades.

iv) Se daría un poder “exagerado” al FMI, tanto para acordar el momento de la cesación de pagos, como para aprobar o rechazar el acuerdo logrado entre los acreedores y el deudor. Respecto de estas objeciones, en primer lugar, se debe decir que una suspensión temporaria no puede implementarse, como pretende el sector privado, en forma consensuada. Ésa sería una opción si los acreedores fueran pocos y fácilmente identificables, pero éste no es caso del conjunto de países emergentes. En el contexto actual, el inicio de negociaciones sobre esta materia seguramente acelerará la salida de capitales, de la misma manera que una amenaza de suspensión de pagos de los depósitos generará una corrida sobre los mismos. Por lo tanto, la cesación de pagos no puede ser sino declarada unilateralmente o con acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. El que la decisión tenga que ser consensuada con el FMI debería ser motivo de tranquilidad y no de preocupación de los acreedores privados. En segundo lugar, el FMI tiene el poder de prestar a los países que han incurrido en atrasos en sus obligaciones de deuda, potestad que ha utilizado en varias oportunidades. Debido a que los préstamos del organismo son necesarios en casi cualquier reestructuración de deuda, el hecho de otorgar o no préstamos al país que ha reestructurado su deuda le da, de hecho, poder de veto sobre las características de esa negociación.

v) Que se facilite la negociación aumenta el incentivo para que el país deudor busque una reestructuración de la deuda aún en situaciones en las que no es necesaria. La respuesta a esta objeción es que los costos de la reestructuración son, en cualquier circunstancia, demasiado grandes en términos de caída del producto y del salario real, para que los países adopten este camino simplemente porque el proceso es menos complicado. Sin embargo, no puede desconocerse que la existencia de instituciones que favorezcan la reestructuración seguramente aumentará la presión de la oposición en países en dificultades para que se adopte una

---

<sup>56</sup> En Machinea, J.L. (2002) se discuten ciertos principios elaborados por el sector privado para la resolución de crisis, incluyendo la necesidad de llegar a un consenso acerca del momento de la cesación de pagos.

solución de este tipo. Este costo eventual debe contrastarse con el sesgo que el actual sistema tiene para demorar procesos de reestructuración necesarios.

Más allá de estas dificultades, desde el punto de vista político el principal problema de la propuesta es la cantidad de voluntades que se requieren para modificar las cláusulas constitutivas del Fondo Monetario Internacional. Si bien los países industrializados han insistido en la necesidad de encontrar mecanismos que permitan la participación del sector privado en situaciones de crisis de la deuda, es difícil pensar que vayan a estar dispuestos a otorgar los poderes necesarios al Fondo, entre otras razones porque esa decisión deberá enfrentar la oposición del sector privado de cada uno de los países desarrollados. Por otra parte, la medida no tiene apoyo en la mayoría de los países emergentes, ya que éstos creen que una decisión de este tipo dificultaría el acceso a los mercados internacionales y aumentaría el costo de la deuda.

La propuesta ha sido objetada por el sector privado, principalmente utilizando las objeciones mencionadas previamente en los apartados iv) y v). Si bien estas objeciones son, como se pudo apreciar, de dudosa validez, de hecho han determinado cambios importantes en la propuesta inicial.

Una mayor participación del sector privado en el proceso decisorio claramente reduciría el papel del FMI o del organismo supranacional que se constituya. En el extremo, el FMI podría solamente “tomar nota” de lo decidido entre las partes. Sin llegar a ello, la última propuesta del FMI (2002b)<sup>57</sup> se ha movido en ese sentido. Se propone la creación de un “mecanismo de reestructuración de deuda soberana” cuyo principal objetivo sería crear incentivos para facilitar la reestructuración, incluyendo cuestiones operativas, tales como la verificación de los créditos y la puesta en marcha de un mecanismo de resolución de conflictos. Asimismo, el FMI sólo sancionaría el resultado de la reestructuración acordado entre las partes, de manera de evitar acciones legales de quienes hayan retenido las obligaciones originales. De esta manera, el FMI no se pronunciaría sobre la razonabilidad del acuerdo. Respecto de la cesación de pagos, no habría suspensión de las obligaciones contractuales durante el proceso de negociación, de manera que quedaría abierta la posibilidad de iniciar acciones legales durante ese período. Con el objeto de lograr equidad en el tratamiento de los acreedores, el monto recuperado mediante acciones legales sería deducido del monto remanente a cobrar por el mismo acreedor.<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> Véase FMI (2002b).

<sup>58</sup> Este mecanismo sería operativo sólo si el acreedor hubiera cobrado mediante una acción legal menos de lo que le correspondería en el acuerdo de reestructuración.

De la propuesta inicial en la que el FMI u otro organismo tenía poder legal para sancionar la cesación de pagos, evitando de este modo las acciones legales y podía determinar si el acuerdo era razonable en términos de la sostenibilidad fiscal del país que hubiese reestructurado su deuda, sólo les ha quedado a estos organismos un papel ordenador de la negociación, la sanción legal del acuerdo entre las partes, y la creación de incentivos para evitar las demandas judiciales durante el proceso de negociación. Es decir, la última propuesta del Fondo es similar a la que resultaría si se incluyesen cláusulas de acción colectiva en todos los bonos, incluida la posibilidad de la representación de las mayorías entre distintos tipos de bonos. Sin embargo, a diferencia de lo que podría lograrse con esas cláusulas, lo que propone el Fondo no permitiría evitar las acciones legales una vez que una mayoría calificada de acreedores decidiese comenzar la negociación. Además, el deudor debería ser el encargado de sancionar la cesación de pagos sin que medie la aprobación de la comunidad internacional a través del FMI.

Se puede argumentar que si bien el FMI no tiene capacidad de rechazar el acuerdo aún cuando crea que éste no es razonable, puede negarse al igual que en la actualidad, a financiar los problemas de liquidez que pueda encontrar el deudor durante y después de la reestructuración. Sin embargo, es difícil imaginar que el FMI no participe en el financiamiento del país que ha finalizado un acuerdo con los acreedores.

La relevancia de un papel menos activo del FMI debe ser evaluada teniendo en cuenta que, por lo general, el deudor está dispuesto a concluir la negociación lo más rápidamente posible para evitar mayores efectos negativos sobre el nivel de actividad económica, lo que puede llevar al país deudor a acordar términos incompatibles con su crecimiento en el mediano plazo. Por lo tanto, la posición del sector privado, el factor relevante en la modificación de la propuesta inicialmente planteada por Anne Krueger, pareciera estar motivada por el intento de reducir los grados de libertad del deudor a la hora de poner en marcha la negociación.

De cualquier modo, la última propuesta es, sin dudas, un avance respecto de la situación actual ya que reduce sensiblemente los problemas de coordinación. A tal efecto, incorpora “de hecho” el equivalente a las cláusulas de acción colectiva en todas las obligaciones con el sector privado, incluida la posibilidad de que las mayorías especiales negocien por el conjunto de acreedores, independientemente de las características de la deuda que estos mantengan. Lo acordado por estas mayorías afecta a todas las obligaciones, de manera que ello elimina la posibilidad de juicios posteriores de quienes no se presenten al canje de deuda. Además, si bien no elimina la posibilidad de iniciar acciones legales durante el proceso de negociación, si se llegara a un acuerdo antes de que el

demandante hubiese obtenido una sanción legal a su reclamo, la acción judicial perdería validez. Teniendo en cuenta los elevados costos de litigar, se reduce sensiblemente el beneficio esperado de la acción legal.

El principal problema radica en que no hay ninguna autoridad internacional que sea capaz de opinar y resolver en caso de una negociación excesivamente larga o de un acuerdo que imponga una carga insostenible para el deudor. Esta no es una limitación menor, aunque su relevancia deberá ser evaluada a la luz del funcionamiento del sistema en el caso en que la propuesta sea llevada a la práctica.

## **V. Obligaciones involucradas en una reestructuración de la deuda**

La interdependencia de los mercados de capitales hace difícil pensar en la posibilidad de reestructuraciones parciales de la deuda. El ejemplo más obvio es el intento fallido de Ecuador de reestructurar sólo algunos de los bonos existentes. La dificultad proviene de las cláusulas de los bonos vigentes, tales como la “cesación de pagos cruzada” y la “aceleración en los pagos”. Es decir, el hecho de no pagar ciertos bonos llevaría a que los otros bonos o préstamos se consideren impagos y una cantidad mínima de acreedores podría solicitar el pago inmediato de la totalidad del capital en todos los bonos (y préstamos). Esto se refiere a los bonos no locales, ya que usualmente los bonos colocados solamente en el mercado interno no tienen cláusulas de cesación de pagos cruzada o de aceleración.<sup>59</sup>

De cualquier manera, es interesante analizar la posibilidad de establecer ciertas distinciones en el tratamiento de los bonos ya que, si los argumentos son relevantes, será posible convencer de la conveniencia de la decisión a los acreedores que deben enfrentar la mayor quita. En ese sentido, a continuación se discute la posible distinción entre tenedores de bonos en moneda nacional y extranjera, y entre tenedores de bonos residentes y no residentes.

Asimismo, se analiza la posición que se debe adoptar respecto de la deuda del sector privado del país que anuncia la reestructuración de la deuda pública.

---

<sup>59</sup> En el caso de la Argentina, en el año 2001 existían bonos colocados en el mercado local sin esas cláusulas (“bocones”, “bonos pagarés”, “letes”), y otros, como los “bontes” que, si se dejan de pagar, permiten que los tenedores de bonos internacionales aceleren los pagos. Sin embargo, lo inverso no es posible, es decir, si se deja de pagar un bono internacional los tenedores de “bontes” no pueden acelerar su pago.

**Moneda nacional y extranjera.** La modificación cambiaria que probablemente acompañe la renegociación de la deuda reducirá el valor en dólares de los bonos en moneda nacional. Como consecuencia de ello, se ha argumentado que sería aconsejable que la quita asociada a una reestructuración sea inferior para los tenedores en moneda nacional.<sup>60</sup> Sin embargo, debe tenerse en cuenta que las pérdidas asociadas a una modificación cambiaria están, al menos parcialmente, cubiertas, ya que los bonos en moneda nacional pagan una tasa de interés más alta que los bonos en moneda extranjera, diferencial que supuestamente toma en cuenta el riesgo de devaluación. Por lo tanto, en principio, no hay razones para adoptar una política que diferencie entre bonos dependiendo de la moneda en la que sean emitidos. Sin embargo, teniendo en cuenta que los países en desarrollo tienen serias dificultades para colocar deuda en moneda nacional, se podría intentar, en circunstancias excepcionales -es decir, cuando la devaluación exceda valores “razonables”- que la quita resultante de la reestructuración sea menor para los tenedores en moneda nacional. El argumento a utilizar debiera ser que la reconstrucción de este mercado disminuiría la vulnerabilidad del país deudor en el futuro.

**Residentes y no residentes.** La distinción entre tenedores de bonos residentes y no residentes se explica porque los primeros tendrían un “doble ajuste” como consecuencia de que a la quita sobre sus tenencias de bonos se le agregarían los costos asociados al ajuste interno.<sup>61</sup> Si bien éste es un argumento fuerte, es necesario tener en cuenta que:

- i) los costos de los residentes son difíciles de cuantificar,
- ii) se dificultaría la reestructuración con los acreedores externos porque éstos deberían aceptar una quita mayor, y
- iii) la negociación podría ser inmanejable en la práctica por la dificultad de distinguir entre residentes y no residentes, lo cual puede dar lugar a todo tipo de operaciones fraudulentas.

Estas dificultades deben ser ponderadas considerando el impacto que la reestructuración puede tener sobre el mercado de capitales internos y, por ello, sobre la recuperación del crecimiento y la capacidad de pago futuro.

Un proceso de reestructuración de deuda soberana tiene un doble efecto sobre el sistema financiero. Por un lado, el impacto sobre el

---

<sup>60</sup> Véase Roubini (2000).

<sup>61</sup> Roubini (2000).

patrimonio de la reducción en el valor de los bonos públicos que forman parte del activo de las entidades financieras;<sup>62</sup> por el otro, el aumento de la incertidumbre en general, que podría afectar la credibilidad en el sistema, en especial considerando el impacto que la reestructuración seguramente tendrá sobre el nivel de actividad económica y, por lo tanto, sobre la calidad de la cartera de los bancos. La incertidumbre puede potenciarse por la imprevisibilidad de la actitud que adoptará el gobierno en una situación de emergencia, en particular la tentación de lograr financiamiento compulsivo a través del sistema financiero.

Al impacto sobre el sistema financiero de una reestructuración de la deuda del sector público, debe agregársele el efecto sobre el sistema privado de pensiones, que puede afectar la credibilidad futura del mismo y, con ello, el funcionamiento del mercado de capitales.<sup>63</sup>

Estos son seguramente los dos motivos principales que llevan a considerar un trato diferencial de los residentes respecto de los no residentes.<sup>64</sup> Dentro de ciertos límites razonables, seguramente los acreedores externos entenderán la necesidad de un trato diferencial, especialmente, teniendo en cuenta que las pérdidas del sistema financiero y de los fondos de pensiones deberán ser compensadas, al menos parcialmente, para evitar su colapso, el consecuente impacto en el crecimiento del país y la capacidad de enfrentar los compromisos de deuda en el futuro. Para evitar las objeciones asociadas a operaciones fraudulentas y falta de transparencia, así como los problemas legales, la distinción debiera hacerse considerando la jurisdicción legal aplicable (nacional o extranjera) de los distintos bonos. Si bien ello implicaría hacer una diferencia entre los residentes dependiendo del tipo de bono, constituye una razonable aproximación a la distinción entre residentes y no residentes y seguramente cubriría a gran parte de las tenencias del sistema financiero.

---

<sup>62</sup> En el caso argentino, el conjunto del sistema financiero tenía a mediados del 2001 una exposición con el sector público del orden del 18% de los activos totales. Por otra parte, estos pasivos eran equivalentes a alrededor de 2,5 veces el patrimonio de los grandes bancos locales.

<sup>63</sup> En el caso del sistema público de pensiones que mantiene bonos públicos el efecto sería similar, pero en ese caso el sector público tiene un activo y un pasivo de igual valor.

<sup>64</sup> Más allá del proceso de reestructuración de deuda, es conveniente adoptar regulaciones prudenciales que limiten la tenencia de bonos del sector público en el sistema financiero, al menos hasta que los países hayan logrado la calificación de inversión ("investment grade"). La manera de hacerlo puede ser a través de los requerimientos de capital asociados a la tenencia de estos bonos, los que debieran estar correlacionados con la calificación de la deuda del país.

De no ser posible una distinción de este tipo, ya sea por las dificultades en la negociación o por la escasa relevancia de los bonos locales, puede ser imprescindible poner en marcha un mecanismo de subsidio que compense parcialmente el impacto patrimonial y evite una crisis financiera.<sup>65</sup> Además, con el objeto de atender los problemas de liquidez que una situación de incertidumbre puede generar en el sistema financiero, sería necesario negociar una ayuda internacional dirigida a ese objetivo. Esta línea debería formar parte de la red de seguridad internacional para casos de reestructuración de la deuda.

**El sector privado.** Dada la importancia de los flujos de capitales privados hacia los países emergentes, resulta difícil pensar en una reestructuración de la deuda pública sin incluir alguna forma de protección al sector privado del país deudor. Ello se debe a que, más allá de la solvencia de una empresa en particular, en un contexto donde las expectativas serán de imposición de un control de cambios para evitar una brusca caída de las reservas internacionales, difícilmente se renueven los créditos al sector privado. La alternativa sería liberar el tipo de cambio sin ningún tipo de restricciones. En una situación de gran incertidumbre, la flotación limpia produciría una devaluación sustancialmente mayor que la de "equilibrio", lo que genera una quiebra bastante generalizada del sector privado endeudado en dólares y una brusca aceleración de la inflación.

Por lo tanto, una estrategia tendiente a lograr la participación compulsiva del sector privado en la reestructuración - plazo o tasas - de la deuda pública, posiblemente deba ser extendida, en forma parcial, al sector privado. Ello no es lo mismo que decir que las condiciones de ambas reestructuraciones deben ser equivalentes, ya que un estado de insolvencia del sector público no implica necesariamente una situación similar en el sector privado. Por lo tanto, lo único que debería proponer el sector público - en negociaciones con el sector privado local - es un tiempo de espera en los pagos; en otras palabras, considerar el eventual problema de liquidez, pero sin involucrarse en discusiones relativas a la reestructuración de la deuda, tema que claramente corresponde a la órbita de negociación del sector privado. Obviamente, la reestructuración debe evitar demandas excesivas de divisas por un cierto tiempo.

---

<sup>65</sup> La manera de conseguir los recursos para esta operación sería a través de una quita mayor que la necesaria, de manera de contar con recursos que permitan instrumentar el necesario auxilio al sistema financiero.

## VI. Conclusiones

1) Es un error conceptual analizar los mecanismos de financiamiento de un país con dificultades en el pago de su deuda solamente a través de los problemas de riesgo moral que pueden generarse como resultado de la ayuda oficial. De la misma manera que cuando se evalúa la resolución de la crisis en los sistemas financieros nacionales, la discusión de las crisis de pagos de los países requiere tomar en cuenta no sólo el riesgo moral sino también los problemas de riesgo sistémico. Más aún, a diferencia de los sistemas financieros donde las entidades pueden desaparecer, los países subsisten como tales, por lo que la evaluación en el nivel internacional debe tomar en cuenta cuál es la forma más adecuada de restablecer el proceso de crecimiento en el país afectado. Por lo tanto, las decisiones respecto de la participación del sector privado, sus características y su magnitud deben considerar otras variables, además del riesgo moral.

2) La importancia del riesgo moral en la conducta de los ahorristas y del riesgo sistémico parece ser menor en el nivel internacional que en el nacional. En el primer caso, y muy especialmente después de la cesación de pagos de Rusia y de la moratoria Argentina, la diferencia en el rendimiento de los bonos en los distintos países muestra que no hay certeza de que los países -independientemente de su tamaño- vayan a recibir ayuda internacional para pagar sus deudas. En lo que respecta al riesgo sistémico, hay elementos para pensar que la transparencia y la divulgación de la información son mayores en el nivel internacional que las que enfrentan los ahorristas en las entidades financieras locales. Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que en el nivel internacional el contagio puede producirse por canales distintos de los derivados de la falta de información. Ejemplo de ello son los impactos comerciales de fuertes devaluaciones y contracciones del producto o los impactos de una crisis en determinadas operaciones financieras, en sistemas cada vez más complejos e interdependientes. Por lo tanto, la afirmación de que existe un menor riesgo sistémico en el nivel internacional que en el nacional debe ser evaluada en cada caso en particular, considerando las interacciones comerciales y financieras.

3) La recomendación de que las autoridades monetarias deben mantener una "ambigüedad constructiva" respecto de su asistencia a entidades en dificultades es extensible al escenario internacional, reconociéndose en la argumentación las mismas causas y otras adicionales. Los motivos adicionales se relacionan con el hecho de que, por lo general, es más difícil determinar en el nivel nacional si el problema es de liquidez o de solvencia. Aún más importante, en algunos casos, los problemas de solvencia de un país pueden ser resueltos en un período

relativamente breve si se aplican políticas adecuadas. A la luz de los comentarios previos, la participación del sector privado no es necesariamente la solución correcta en todos los casos y esta participación no puede ser sostenida solamente por consideraciones de riesgo moral.

4) Por su parte, la magnitud de los recursos involucrados y la oposición de los países desarrollados a aumentar las cuotas del Fondo Monetario Internacional y de los organismos internacionales de crédito en general es una realidad que puede obligar, en ciertas circunstancias, a adoptar políticas erróneas por falta de recursos, como, por ejemplo, no realizar una operación de rescate a pesar de que sea aconsejable. El argumento que sostiene que la ausencia de participación del sector privado aumenta la carga del ajuste sobre los contribuyentes de los países desarrollados y de los países en desarrollo es, cuanto menos, discutible. En el primer caso porque, como consecuencia del carácter privilegiado de los préstamos, el índice de recuperación es muy elevado, lo que a su vez explica tasas de interés inferiores a las de mercado. En el segundo caso, porque para afirmar que una operación de "rescate" sin renegociación de la deuda privada recae sobre los contribuyentes del país en dificultades, debe evaluarse cuál es el impacto de una reestructuración sobre la tasa de crecimiento y sobre los contribuyentes del resto de los países endeudados en los mercados internacionales de crédito. Ello dependerá de cuál sea la característica del problema que se enfrenta. En casos puros de liquidez, la reestructuración de la deuda es, desde la óptica del crecimiento futuro del país en dificultades y del conjunto de los países emergentes, una política equivocada. Asimismo, la reestructuración es la política correcta cuando está comprometida la solvencia, en cuyo caso es conveniente que se lleve a cabo lo más rápido posible. Desafortunadamente, como ya fuera mencionado en este estudio, el mundo real es algo más complejo, ya que los problemas de liquidez y solvencia se presentan en forma conjunta y, la mayoría de las veces, es difícil discernir cuál es el más relevante.

5) Para que los países se puedan reinsertar más rápidamente en los mercados internacionales de crédito es conveniente que la participación del sector privado se haga a través de mecanismos voluntarios. Sin embargo, mientras que contribuir a la resolución de las crisis es de interés de los acreedores desde un punto de vista colectivo, cada acreedor individual tiene un incentivo para bloquear un acuerdo si no consigue una ganancia especial. Esta es la esencia del problema de coordinación cuando es necesario tratar con muchos acreedores en lugar de hacerlo con uno o unos pocos. Por lo tanto, los acuerdos voluntarios parecen muy difíciles de lograr. La experiencia hasta este momento es clara: los acuerdos voluntarios son factibles si los acreedores son pocos y si es posible, de la misma manera que se hizo durante la década de los ochenta, ejercer presión moral sobre ellos. La misma persuasión que la comunidad

internacional puede ejercer sobre los bancos internacionales es la que las autoridades pueden ejercer sobre los tenedores institucionales locales en ciertas circunstancias. Complementariamente, es posible generar incentivos para ciertos acreedores, como se hizo en el caso argentino en diciembre del año 2000, aunque, a no ser que estos incentivos sean muy importantes, los mismos tienden a diluirse en casos de crisis. De lo anterior se desprende que no existe participación voluntaria sin persuasión moral; a su vez, la persuasión es imposible cuando los tenedores de bonos son muchos y no son entidades financieras. Este, sin duda, es el problema mayor asociado con la formación de los mercados de valores (“securitization”) durante la última década.

6) Si un país enfrenta problemas de solvencia o no consigue apoyo internacional y sus principales acreedores no son entidades financieras, la única alternativa es lograr la coordinación necesaria a través de una cesación de pagos - o una amenaza de dejar de pagar. Sólo aquí intervienen los mecanismos y las instituciones que pueden colaborar en el proceso.

7) La cesación de pagos seguramente incluirá a todas las obligaciones del país. En primer lugar, si el problema se relaciona con la deuda soberana, la cesación de pagos debe alcanzar a todos los instrumentos, excepto a aquellos que impliquen obligaciones con los organismos internacionales de crédito. La única excepción que merece evaluarse es la deuda pública que tienen los bancos locales y otros actores institucionales en los mercados de capitales. Esta distinción puede evitar una crisis financiera y del mercado de capitales, con efectos de largo plazo sobre el crecimiento de la economía y, por ende, sobre la capacidad de pago de las obligaciones. En este sentido, la alternativa más transparente y que reduce los problemas legales es el establecimiento de una diferenciación considerando la jurisdicción legal de los instrumentos de deuda, ya que las instituciones financieras locales habitualmente mantienen obligaciones del sector público sujetas a la jurisdicción del país deudor.

8) La reestructuración posiblemente afecte las expectativas de los ahorristas y, por ende, la estabilidad del sistema financiero. El tema es especialmente grave si los bancos locales mantienen una importante deuda pública. Si no puede darse un tratamiento especial a los bonos mantenidos por los bancos locales, debe pensarse en un paquete de ayuda que evite una crisis generalizada del sistema financiero. Sin ayuda internacional, que debe incluir un préstamo para atender situaciones de iliquidez del sistema financiero, será muy difícil evitar una corrida de los depósitos y, por ende, puede ser necesario establecer un período de espera sobre los pasivos del sistema financiero. Teniendo en cuenta sus efectos

negativos sobre la credibilidad futura, ésta es una decisión que sólo debe tomarse en situaciones extremas.

9) Una vez declarada la cesación de pagos del sector público, es improbable que se vaya a mantener el financiamiento al sector privado, lo cual, unido a la ineludible incertidumbre, ocasionará una importante salida de capitales. La alternativa a la flotación del tipo de cambio para evitar la pérdida de reservas consiste en aplicar un mecanismo de control de cambios y un período de espera a la deuda privada. La flotación “limpia” en un momento de tanta incertidumbre aparece como desaconsejable, por lo que el control de cambios puede ser imprescindible.

10) Como en cualquier proceso de reestructuración de deuda, es conveniente que el deudor tenga suficientes reservas internacionales al comienzo de la negociación. Para ello, habría que declarar la cesación de pagos antes de que las reservas disminuyan por debajo de cierto nivel crítico. Sin embargo, esta recomendación es de difícil aplicación ya que, conociendo los efectos traumáticos, al menos de corto plazo, de una reestructuración, las autoridades seguramente intentarán hasta último momento cambiar el humor de los mercados. El sesgo del deudor a demorar la negociación más allá de lo razonable, se explica, al menos parcialmente, por la ausencia de instituciones que disminuyan la incertidumbre asociada con el proceso de reestructuración. Si a los costos que implican dejar de pagar las obligaciones es necesario agregarle un tiempo de negociación indeterminado y un resultado poco predecible, no es sorprendente la renuencia de los deudores a iniciar un proceso de reestructuración.

11) Si bien la cantidad de acreedores que participan en el proceso, la dificultad para localizarlos y los problemas legales existentes hacen que la reestructuración de la deuda aparezca como más complicada que en la década de los ochenta, hay un factor que debiera favorecer un menor plazo de negociación: a diferencia de ese entonces, los actuales tenedores de bonos seguramente ya han realizado la pérdida al momento de iniciar la negociación. Ello, junto con una mayor cantidad de acreedores, significa que una reestructuración no es traumática desde el punto de vista patrimonial como lo fue en ese entonces. En esta situación, los tiempos de la renegociación probablemente serían en la actualidad sustancialmente más breves que en ese entonces. La experiencia de los países que realizaron reestructuraciones compulsivas en los últimos años es ilustrativa al respecto. Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que la deuda de los países involucrados - con excepción de Rusia - era pequeña, lo que facilitó la coordinación de los acreedores. La coordinación se vio también favorecida por la posibilidad de que mayorías especiales pudieran tomar decisiones por el conjunto de acreedores. La escasa

cantidad de bonos, la existencia de cláusulas de acción colectiva en varios de ellos en los casos de Pakistán y Ucrania, la utilización de “cláusulas de salida” de manera de evitar la necesidad de contar con unanimidad de los acreedores en el caso de Ecuador, y el funcionamiento de un comité de bancos en la reestructuración de Rusia, fueron todos factores que facilitaron el funcionamiento de mayorías especiales.

12) Mientras no existan instituciones adecuadas para la resolución de una crisis, la alternativa más adecuada parece ser la de aplicar distintos criterios con distintos acreedores: cláusulas de acción colectiva para los bonos que la incluyan, “cláusulas de salida” al estilo de Ecuador para los bonos que exigen unanimidad para modificar las condiciones financieras, y legislación local en el caso de los bonos que son mantenidos básicamente por residentes. Obviamente la coordinación es menos compleja cuando mayorías especiales pueden representar a los acreedores de los distintos bonos y préstamos involucrados. Sin embargo, no es evidente que las “cláusulas de salida” utilizadas en el caso de Ecuador puedan volver a utilizarse sin problemas legales en el futuro. Es decir, no es evidente que el marco legal sea suficiente para llevar adelante negociaciones más complejas debido al monto de la deuda y la cantidad de acreedores. Además, resulta difícil saber cuál va a ser la posición de los acreedores ante una situación de crisis en un país de mayor tamaño relativo, ya que el incentivo para realizar una rápida negociación debe ser contrapuesto al objetivo de no dar una “mala señal” a los demás países deudores.

13) Cuando un país decide iniciar un proceso de reestructuración de la deuda como consecuencia de claros problemas de solvencia, se debe estar convencido de que las nuevas obligaciones resuelven definitivamente el problema. Los costos son excesivamente altos para pensar que este proceso pueda repetirse en el corto o mediano plazo. Para ello, el marco legal y las instituciones deben tener ciertas características que permitan disminuir las presiones ejercidas sobre el deudor para que concluya rápidamente la negociación sin darle suficiente importancia a las condiciones de la misma.

14) Lo más razonable sería que la comunidad internacional apruebe una alternativa que reduzca el grado de incertidumbre asociado con cualquier proceso de reestructuración. Esta alternativa debe reducir al mínimo las posibilidades de acciones legales durante la negociación y debe hacer mandatorio para todos los acreedores lo acordado por una mayoría de ellos. Más importante, debe facilitar la negociación para evitar que el deudor demore innecesariamente la reestructuración de su deuda cuando ello sea imprescindible, pero, al mismo tiempo, debe tomar en cuenta el derecho de los acreedores, porque ésa es la única manera de que haya una oferta importante de fondos dirigida a los países emergentes en el futuro.

Las propuestas que se han discutido para resolver estos problemas pueden clasificarse en dos amplias categorías:

- i) modificaciones contractuales a las obligaciones de la deuda, y
- ii) modificaciones institucionales.

15) Las modificaciones contractuales a las obligaciones de la deuda contemplan cambios en las cláusulas de los contratos, de manera de permitir que una mayoría calificada tome decisiones que comprometan a todos los acreedores. Estas modificaciones pueden incluso limitar las demandas judiciales si una mayoría así lo decide. Existen problemas prácticos para implementar cláusulas de acción colectiva en todos los contratos, incluidas aquéllas que permitirían la representación de los tenedores de distintas obligaciones por mayorías especiales. Superar estas dificultades requiere que exista una acción coordinada de los acreedores que haga obligatoria la inclusión de estas cláusulas en las nuevas emisiones de bonos. De no ser así, es imposible que un país en desarrollo tome la iniciativa en este campo porque automáticamente sería señalado como alguien que está buscando condiciones más favorables para una reestructuración de la deuda. Aún si se superaran estas dificultades, difícilmente el avance en este campo sea muy significativo en el corto plazo, ya que para que este instrumento sea eficaz debe incluir una parte significativa de la deuda sujeta a reestructuración. Teniendo en cuenta la cantidad de bonos existentes sin estas cláusulas, el tiempo requerido para canjear estos bonos debe medirse en varios años.

16) Las modificaciones institucionales tienen dos variantes. La primera de ellas intenta establecer, a través de una modificación del Convenio Constitutivo del FMI, un mecanismo similar a la imposición de cláusulas de acción colectiva en las distintas obligaciones; la segunda, le da un mayor poder al FMI, o a un organismo especial, similar a una Corte Internacional de Solución de Controversias. En el primer caso, el Fondo "autoriza" desde el punto de vista legal a que ciertas mayorías de acreedores puedan resolver sobre la suerte de la negociación e imponer sus resoluciones a los restantes acreedores. Lo relevante de esta propuesta es que resuelve el problema de coordinación entre los distintos tipos de obligaciones. Sin embargo, en esta alternativa el país debe decidir por sí mismo el momento de la cesación de pagos, no se elimina la posibilidad de juicios durante la negociación, aunque los incentivos se reducen considerablemente, y, lo que es más relevante, no hay nadie en el ámbito internacional que pueda opinar y resolver sobre el resultado de esta negociación. En la segunda alternativa, el Fondo tiene la facultad de sancionar la cesación de pagos y las condiciones del acuerdo, eliminando la posibilidad de acciones legales y, al mismo tiempo, determinando si el acuerdo es razonable en función de la sostenibilidad fiscal del deudor.

La presión del sector privado ha determinado que la propuesta inicial de Anne Krueger, que planteaba la creación de un organismo similar a una Corte Internacional, se haya transformado en la primera opción antes mencionada.

17) La última propuesta del FMI no constituye una solución integral al problema de la reestructuración de la deuda, pero, sin duda, es un avance importante respecto de la situación actual. Si bien pareciera que en esta alternativa no existe posibilidad de que alguna autoridad internacional ejerza presión para disminuir los tiempos de la negociación y pueda influir sobre los términos del acuerdo, este poder sigue implícitamente en manos del FMI. En efecto, el Fondo debe decidir si presta durante la negociación y una vez que el acuerdo entre las partes haya sido concluido. La posibilidad de prestar durante las negociaciones genera incentivos para que el deudor negocie de buena fe y, al mismo tiempo, limita la presión que los acreedores pueden ejercer sobre el deudor a través de demoras en la negociación. Conceder un préstamo o no hacerlo una vez concluido el acuerdo es un factor importante para establecer la magnitud de la quita de la deuda y el ajuste interno. Que el FMI genere o no estos incentivos a los negociadores dependerá de sus autoridades y de la posición de los países desarrollados.

18) Parece exagerado el temor del sector privado de que la creación de una instancia internacional genere un incentivo para que los países emergentes no paguen su deuda. El costo político en términos de caída de la actividad y posible crisis financiera es de tal magnitud que difícilmente alguien se pueda sentir incentivado a seguir este camino por el hecho de que la reestructuración de la deuda sea relativamente más sencilla. Por otra parte, en la actualidad se da ciertamente todo lo contrario: los costos económicos para deudores y acreedores son mayores porque la reestructuración de la deuda es muchas veces demorada más allá de lo razonable, ya que el proceso de negociación aparece como muy complejo.

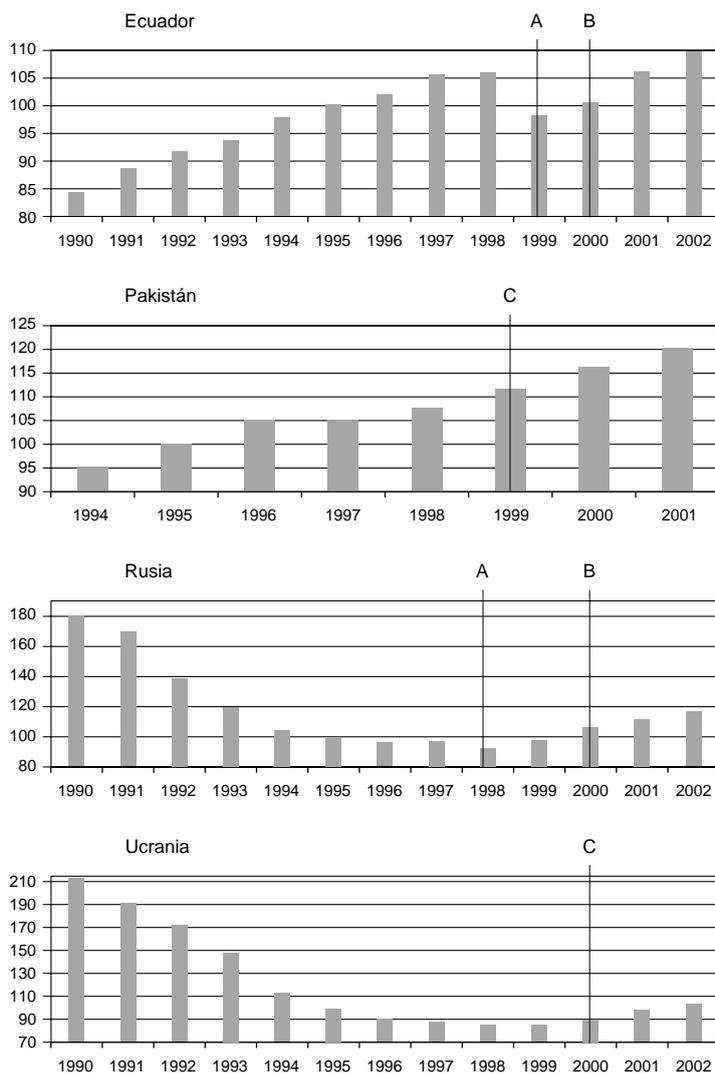
19) En todo caso, ya sea para apoyar algunas de las propuestas de cambio institucional o aún la orientada a introducir cláusulas de acción colectiva en los contratos, es evidente que los países desarrollados tienen que abandonar las afirmaciones generales y optar por alguna de las alternativas planteadas. No puede proclamarse que es necesaria la participación del sector privado en casos de crisis de la deuda y luego afirmar que sería conveniente que esa participación fuera voluntaria. No hay participación voluntaria cuando la reestructuración incluye a un número importante de acreedores no sujetos a la persuasión moral de sus gobiernos. Si los países desarrollados no toman alguna decisión al respecto, se seguirá viviendo una situación delicada: seguirá habiendo mucha discusión sobre la necesidad de participación del sector privado

pero no habrá ninguna mejora institucional o contractual que facilite el proceso. La consecuencia no podrá ser otra que un aumento del costo de la deuda para el conjunto de los países emergentes.

20) Las modificaciones de los mecanismos y las instituciones que faciliten la reestructuración de la deuda no debieran generar cambios importantes en las políticas de los organismos internacionales de crédito. Si, por el contrario, estas modificaciones son vistas como la manera de evitar en cualquier circunstancia los paquetes de ayuda de los organismos internacionales, se corre el riesgo de que ciertos problemas que podrían considerarse como de liquidez se transformen en problemas de solvencia, y que aumente el contagio como resultado de la generalización de incumplimientos. En ese caso, las modificaciones necesarias en la arquitectura financiera internacional habrán generado políticas equivocadas de los organismos internacionales de crédito. El resultado no puede ser otro que un aumento en el costo de la deuda de los países emergentes.

## VII. Gráficos

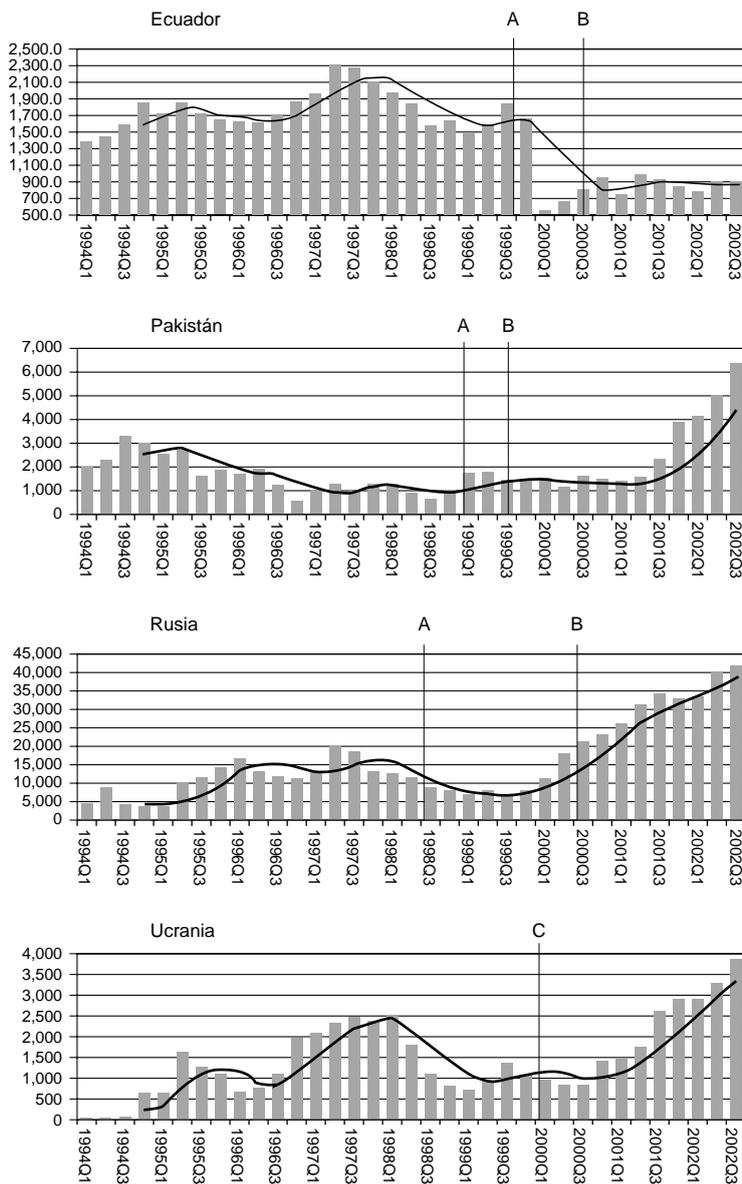
Gráfico 4.1  
 PRODUCTO INTERNO BRUTO (1995 = 100)  
 (En porcentaje)



Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

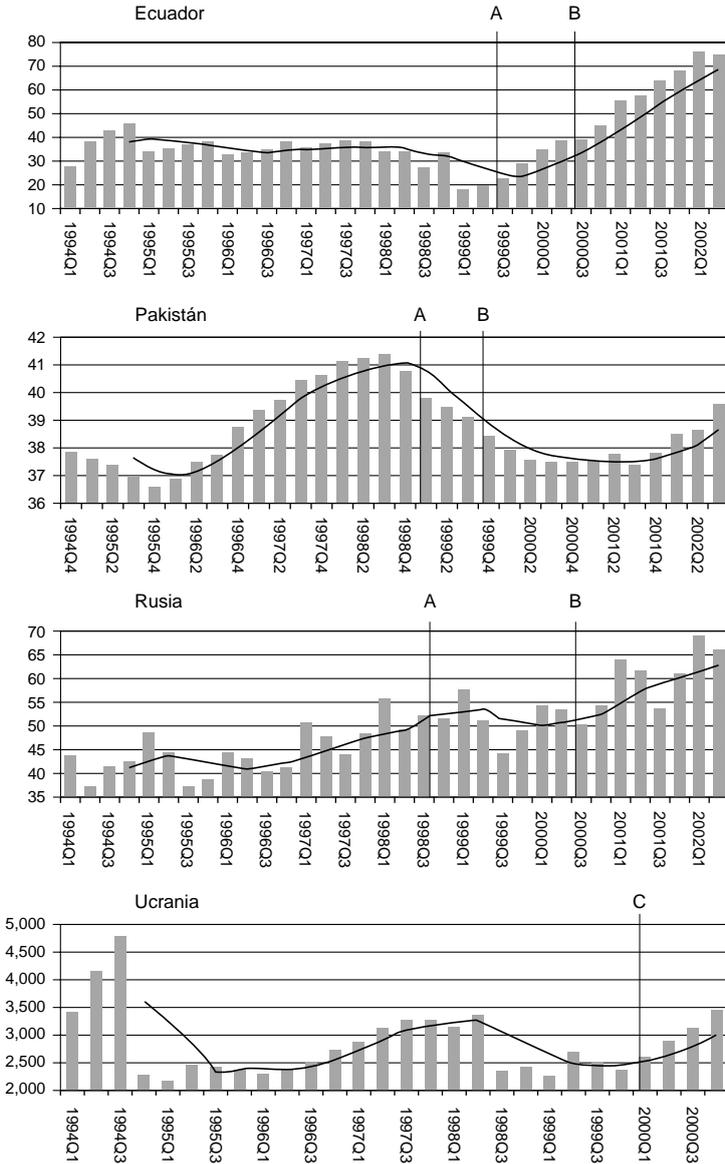
Gráfico 4.2  
RESERVAS TOTALES MENOS ORO EN MILLONES DE DÓLARES  
(Promedio móvil de cuatro trimestres)



Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

Gráfico 4.3  
DEPÓSITOS TOTALES COMO PORCENTAJE DEL PIB\*  
(En porcentaje)

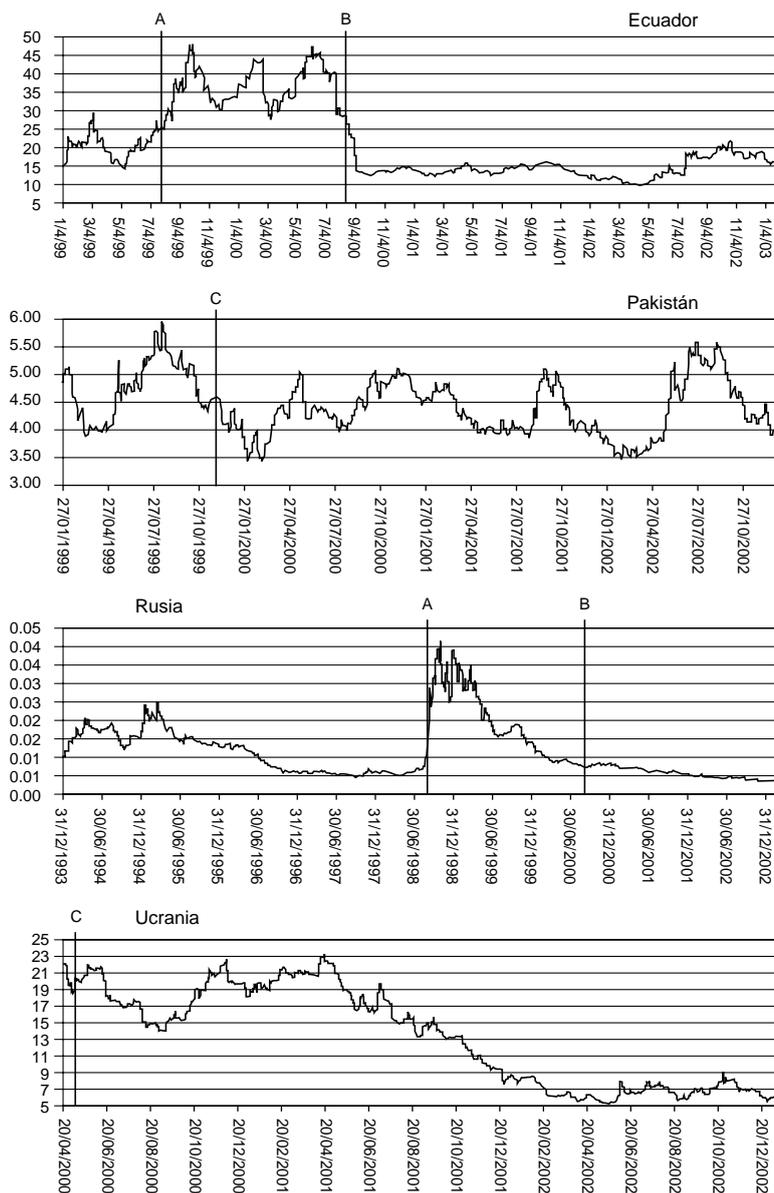


Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

\* Excepto por Ucrania que lo expresa en dólares y en un promedio móvil de cuatro trimestres.

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

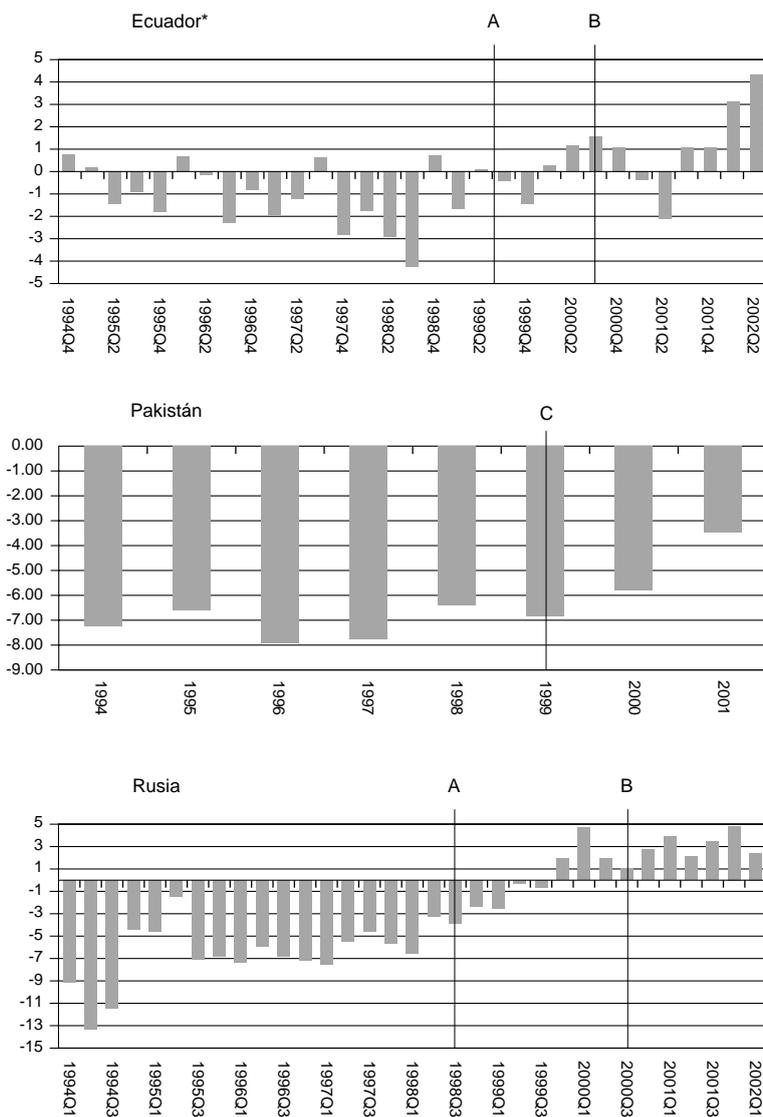
Gráfico 4.4  
RIESGO DEL PAÍS. ÍNDICE EMBI+ (JP MORGAN)  
(En porcentaje)



Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

Gráfico 4.5  
DÉFICIT FISCAL COMO PORCENTAJE DEL PIB\*  
(En porcentaje)

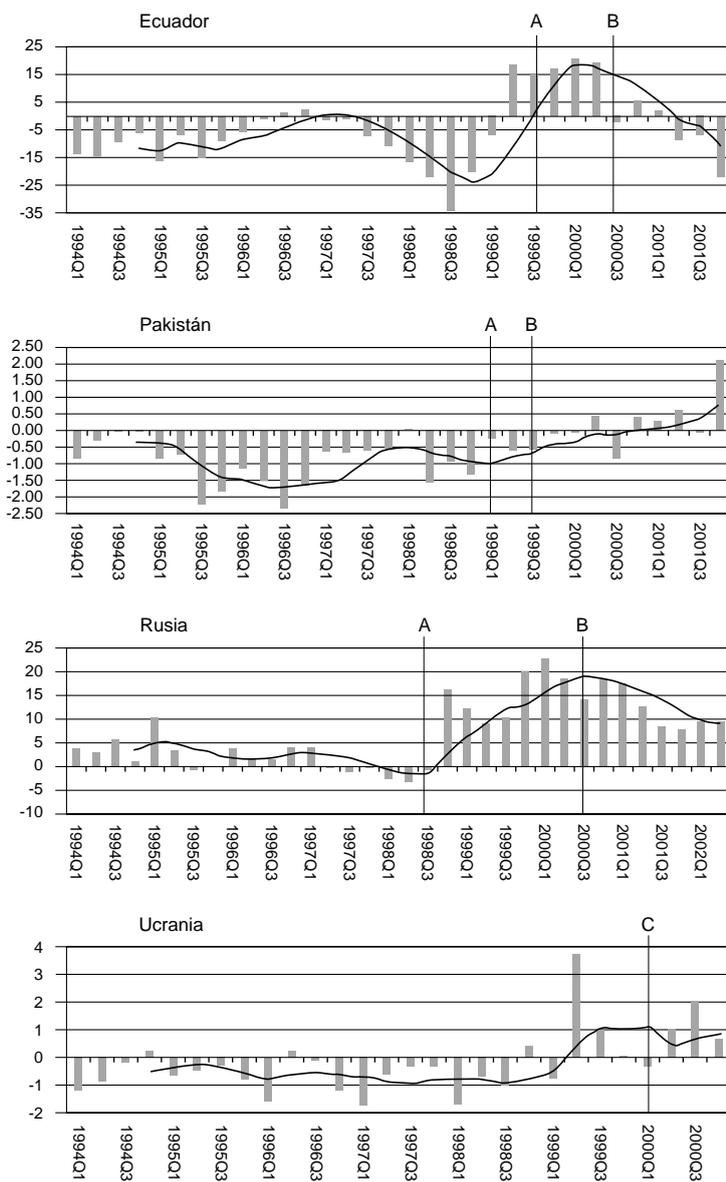


Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

\* Para Ecuador se calculó un promedio móvil de cuatro trimestres.

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

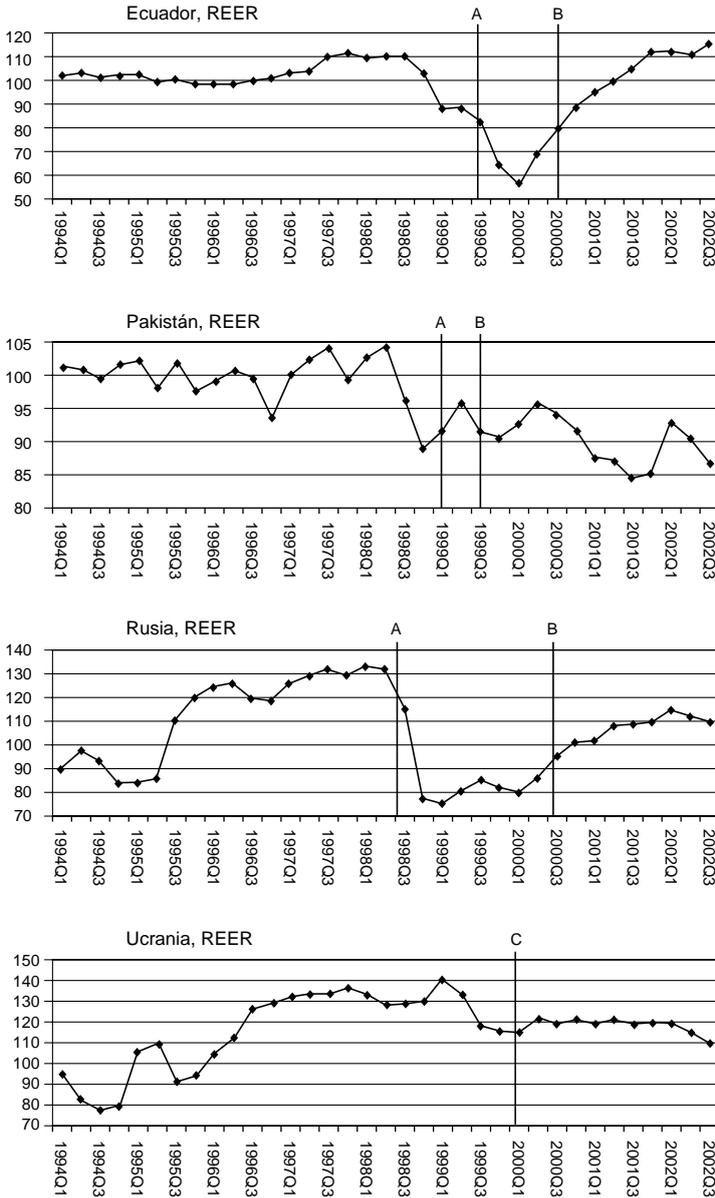
Gráfico 4.6  
CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB  
(En porcentaje)



Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo período.

Gráfico 4.7  
TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO  
(En porcentaje)



Fuente: Cálculos elaborados por el autor sobre la base de datos de IFS/IMF (2001).

Nota: La línea A señala el momento en que ocurre la cesación de pagos y la línea B, el momento en que se llegó a un acuerdo con los acreedores. Una sola línea (C) indica que ambas situaciones ocurrieron en el mismo periodo.

## Bibliografía

- Agosin, M. (1998), "Capital inflows and investment performance: Chile in the 1990s", *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, R. Ffrench-Davis y H. Reisen (comps.), París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (1996), "Managing capital flows in Latin America", *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, M. Ul Haq, I. Kaul e I. Grunberg (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1998), *Annual Report*, Basilea, Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.
- (1997), *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basle Core Principles, Basilea, Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.
- Barrera, F. y M. Cárdenas (1997), "On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, N° 1, octubre.
- Becker, T., A. Richards y Y. Taicharoen (2002), "Moral hazard and bond restructuring: are collective action clauses costly?", *Journal of International Economics*, por aparecer.
- Calvo, G. (1998), *Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus*, College Park, University of Maryland.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1998), *La crisis financiera internacional: una visión desde la CEPAL (LC/G.2040)*, Santiago de Chile, octubre.
- (1965), *External Financing in Latin America*, Nueva York.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- Devlin, R. y O. Altimir (comps.) (1994), *Moratoria de la deuda de América Latina*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

- Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New York Press.
- Eichengreen, B. (2002), *Crisis Resolution: Why We Need a Krueger-Like Process to Obtain a Taylor-Like Result*, Berkeley, Universidad de California, abril.
- (1999), *Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced?*, Ginebra, Centro Internacional para los Estudios Monetarios y Bancarios.
- Eichengreen, B. y A. Mody (2000), *Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results*, Documento de trabajo, N° 2363, Washington, D.C., Banco Mundial.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2002a), *Sovereign Debt Restructuring Mechanism: Further Considerations*, Washington, D.C., agosto.
- (2002b), *The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism: Further Considerations*, Washington, D.C., 27 de noviembre.
- (2001), *Solución y prevención de las crisis financieras: el papel del sector privado*, Washington, D.C., marzo.
- (2000), *Statement by the Managing Director of the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, D.C.
- (1999), *Statement by the Managing Director of the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, D.C.
- Folkerts-Landau, D. y C. Lindgren (1998), *Toward a Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capitals Flows, Should They Be Regulated*, Londres, Macmillan.
- Griffith-Jones, S. y S. Spratt (2001), *Will the Proposed New Basel Capital Accord Have a Net Negative Effect on Developing Countries?*, Sussex, Instituto de Estudios para el Desarrollo, Universidad de Sussex.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1999), *On Crises, Contagion, and Confusion*, Washington, D.C., George Washington University.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, Nueva York, Basic Books.
- Krueger, A. (2002a), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, abril.
- (2002b), *Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later*, discurso pronunciado en la Comisión Europea, Bruselas, diciembre.
- (2001), *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, noviembre.
- Lane, T. y S. Phillips (2000), *Does IMF Financing Result in Moral Hazard?*, Documento de trabajo, N° 168, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Lerrick, A. y A. Meltzer (2001), *Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption*, Carnegie Mellon, Gailliot Center for Public Policy, mayo.
- Machinea, J.L. (2002), *La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 117 (LC/L.1713-P), Santiago de Chile, CEPAL, marzo. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.02.II.G.23.

- Meltzer Commission (2000), Report of the International Financial Institution Advisory Commission (Meltzer Commission), Washington, D.C., marzo.
- Miller, M. y L. Zhang (1997), *A Bankruptcy Procedure for Sovereign States*, Global Economic Institutions Working Paper, N° 34, Londres, Economic and Social Research Council, agosto.
- Ocampo, J.A. (2001), "Recasting the international financial agenda", *External Liberalization, Economic Performance and Social Policy*, J. Eatwell y L. Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- (2000), "Reforming the international financial architecture: consensus and divergence", *Governing Globalization: Issues and Institutions*, D. Nayyar (comp.), Nueva York, Oxford University Press.
- Ocampo, J.A. y C. Tovar (1998), "Capital flows, savings and investment in Colombia, 1990-1996", *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, R. French-Davis y H. Reisen (comps.), París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Roubini, N. (2002a), Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Orderly Sovereign Debt Restructurings: The G-7/IMF Framework and the Open Unresolved Issues, Nueva York, Stern School of Business, Universidad de Nueva York, marzo.
- (2002b), Do We Need a New International Bankruptcy Regime? Alternative Regimes for Orderly Sovereign Debt Restructurings, Nueva York, Universidad de Nueva York, abril.
- (2000), Bail-in, Burden-Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector, Nueva York, Universidad de Nueva York.
- Rubin, R. (1999): Remarks on the Reform of the International Financial Architecture to the School of Advance International Studies, Washington, D.C., Departamento del Tesoro.
- Raffer, K. (1990), "Applying chapter 9 insolvency to international debts: an economically efficient solution with a human face", *World Development*, vol. 18, N° 2.
- Sachs, J. (1998), "The IMF and the Asian flu", *The American Prospect*, N° 37, abril-mayo.
- Suter, Ch. (1992), *Debt Cycles in the World Economy, Foreign Loans, Financial Crisis and Debt Settlements, 1820-1990*, Boulder, Colorado, Westview Press.
- Taylor, J. (2002), *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*, discurso pronunciado en la Conferencia "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards", Washington, D.C., Institute for International Economics, abril.
- Taylor, L. (1998), "Capital market crisis: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, N° 22, noviembre
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2001), *Trade and Development Report, 2001: Part Two* (UNCTAD/TDR/(2001)), Nueva York.

## **Anexos**

## Anexo 1

### Cláusulas de acción colectiva

Se estima que alrededor de la mitad de la deuda en bonos soberanos, considerando también la de los países industrializados, no incluye cláusulas de acción colectiva, y que esta proporción es mayor para los bonos de los mercados emergentes.

Las principales cláusulas de acción colectiva son las siguientes:

**Cláusulas de representación colectiva.** Establecen un comité de representación de los acreedores, lo que facilita así la coordinación entre el país deudor y el conjunto de los tenedores de bonos.

**Cláusulas de acción mayoritaria.** Son las más importantes. Hacen que los términos de una reestructuración que hayan sido aceptados por una mayoría dada (a menudo del 75%) se extiendan a la totalidad de los acreedores, aunque estos últimos estén en desacuerdo, eliminando así la posibilidad de comportamientos tipo *free-rider* entre los acreedores. Además, estas cláusulas pueden imponer límites para los tenedores individuales en los siguientes aspectos:

*Aceleración.* Luego del “default”, los tenedores de bonos generalmente tienen el derecho de declarar vencido y exigible el pago del monto total del bono.<sup>66</sup> La necesidad de contar con una mayoría calificada para exigir la aceleración de los pagos limita las posibilidades que tiene un pequeño grupo de tenedores de bonos de entorpecer la reestructuración.

*Inicio de acciones legales.* Salvo en el caso en que los bonos sean emitidos bajo un “*trust deed*”,<sup>67</sup> los tenedores individuales tienen el derecho de iniciar acciones legales contra el deudor cuando éste haya incumplido con sus obligaciones. Con la inclusión de estas cláusulas de acción mayoritaria, ningún acreedor puede iniciar, individualmente, reclamos judiciales.

---

<sup>66</sup> En algunos bonos emitidos por una agencia fiscal, cada tenedor individual tiene el derecho de acelerar sus propios bonos (no la emisión completa). En los otros acuerdos celebrados en el marco de una agencia fiscal (inclusive aquellos en el marco de los cuales se emitieron los bonos “bradys”) y en los “*trust deeds*”, el pedido de aceleración requiere el acuerdo de un mínimo de tenedores, normalmente con el 10% del valor nominal del bono.

<sup>67</sup> Cuando se utilizan los “*trust deeds*”, los derechos de los tenedores individuales de iniciar acciones legales se delegan en el fideicomisario, el cual sólo puede iniciar los reclamos cuando se lo solicita un mínimo del 25% de los bonistas.

**Cláusulas de distribución o reparto.** Establecen que la totalidad de los pagos efectuados por el país deudor deben ser divididos proporcionalmente (de acuerdo con las tenencias) entre el conjunto de los acreedores. De esta manera, se reducen considerablemente los incentivos para permanecer al margen de la reestructuración con el objeto de obtener mayores beneficios a través del litigio.

En líneas generales, la inclusión de las cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos es opcional y depende de las prácticas prevalentes en la jurisdicción de la legislación que rige esas emisiones:

*Legislación del Reino Unido.* El principio de “libertad de contratación” permite a las partes acordar libremente los términos de los contratos, ya que no existe ninguna limitación legal para la inclusión de cláusulas de acción colectiva. Prevalece la incorporación de las cláusulas de acción mayoritaria y la ausencia de cláusulas de representación colectiva.

*Legislación de los Estados Unidos.* La mayoría de las emisiones regidas por la ley de Nueva York no contiene cláusulas de acción mayoritaria. Esta exclusión no se debe a ninguna restricción legal, sino a la similitud en el tratamiento que se otorga a los bonos corporativos. En particular, la U.S. Trust Indenture Act, promulgada en 1939 y que rige los bonos no soberanos, prohíbe la modificación de los términos de pago sin el consentimiento de todos los acreedores. Por lo tanto, no se necesita ningún cambio en la legislación para que las emisiones regidas por esta ley puedan incorporar las cláusulas de acción colectiva.

*Legislación de Japón.* El Código de Comercio de Japón, que rige para la reestructuración de bonos corporativos, habilita a una mayoría calificada a modificar los términos de pago de un contrato, involucrando a la totalidad de los acreedores. Al igual que en el caso de los Estados Unidos., los bonos soberanos han seguido las mismas pautas que los bonos corporativos, incorporando así las cláusulas de acción colectiva dentro de los términos contractuales.

*Legislación de Alemania.* Los bonos internacionales soberanos emitidos en Alemania y regidos por la ley alemana no contienen cláusulas de acción colectiva. No está claro aún si la potencial incorporación de las mismas requerirá de alguna modificación legislativa. La incertidumbre radica en que la normativa vigente para los bonos emitidos por residentes alemanes prohíbe la modificación de los términos de pago del capital sin el consentimiento unánime de los acreedores, pero no lo hace explícitamente para las emisiones realizadas por los no residentes. Como aún no se ha tomado ninguna decisión judicial firme al respecto y dada la incertidumbre existente, los actores han preferido no incluir estas cláusulas.

## Anexo 2

### Cláusulas de salida (*Exit consent clauses*)

La utilización de cláusulas de salida habilita a la mayoría simple de los tenedores de bonos a modificar, con el consentimiento del emisor, los términos no financieros<sup>68</sup> de los instrumentos de deuda existentes que luego podrán ser otorgados en parte de canje, con el objeto de hacerlos menos atractivos para los inversores; con ello, se incrementan los incentivos para participar del canje.<sup>69</sup>

En el caso en que exista la percepción de que puedan obtenerse mayores ganancias (o menores pérdidas) al no participar en el canje, es probable que el mismo tenga un bajo nivel de aceptación y, por ende, no resuelva los problemas del deudor. La aplicación de las cláusulas de salida, al igual que las cláusulas de acción colectiva, resuelve los problemas asociados con las fallas de coordinación, típicas de los procesos de reestructuración, y elimina los incentivos que puedan tener ciertos acreedores para permanecer fuera de la negociación. La utilidad de esta técnica se fortalece en la medida en que, aún en el caso en que exista un conjunto minoritario de acreedores disidentes decidido a quedarse con el bono original -acreedores que se convertirán en mayoría después del canje- no podrá revertirse la modificación de las cláusulas de salida a menos que el emisor también se esté de acuerdo. La importancia de la aplicación de esta alternativa legal radica en que ha sido aceptada en las cortes de los Estados Unidos en el caso de reestructuración de bonos corporativos.

La posición del sector privado ha sido de clara oposición al uso de esta alternativa porque, con alguna razón, se argumenta que ello altera las condiciones de los bonos existentes y, por lo tanto, aumenta la incertidumbre. Por ello, se prefiere la introducción de cláusulas de acción colectiva que hace más previsible a qué atenerse en caso de dificultades en el pago de la deuda. Sin embargo, después de la utilización exitosa de esta alternativa en el caso de Ecuador, no cabe duda de que éste es un importante precedente para la reestructuración de bonos soberanos regidos por la legislación de Nueva York, los cuales no cuentan, en la mayoría de los casos, con cláusulas de acción colectiva.

---

<sup>68</sup> Por ejemplo, una modificación de un término no financiero de un bono puede ser la eliminación de la renuncia a la inmunidad soberana ("sovereign immunity waiver"), lo que invalidaría a los acreedores a embargar los activos del Estado emisor en caso de que éste incumpla con sus obligaciones; de esta manera, el papel se vuelve menos atractivo.

<sup>69</sup> Los términos de un bono son aquellos que no están relacionados directamente (en plazo, monto, tasas, etc.) con el pago del principal y de los intereses. En ausencia de cláusulas de acción colectiva, es necesario lograr el consenso unánime de los acreedores para modificar los términos financieros de los bonos.

Segunda parte

**Aspectos regionales  
de la integración financiera:  
el papel de los organismos regionales**



## Capítulo V

# **Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica**

Manuel R. Agosin

### **Resumen**

Las fuertes crisis financieras internacionales que han sacudido a las economías latinoamericanas en las últimas dos décadas sugieren que el sistema financiero internacional adolece de serios defectos. En este artículo se examina una de las reformas que se han puesto sobre el tapete en años recientes: el fortalecimiento de la cooperación financiera regional. Se llega a la conclusión de que un fondo latinoamericano que contara con una porción modesta de las reservas de los países de la región, reforzadas quizás con líneas de crédito contingentes de la banca internacional, podría ser una línea de defensa eficaz contra las crisis financieras ocasionadas por fugas de capitales y contribuir a evitar la propagación por contagio de las crisis dentro de la región. Un fondo de esta naturaleza podría también tener otras funciones, como la de proveer financiamiento para enfrentar problemas de balanza de pagos asociados a deterioros temporarios en los términos del intercambio. Asimismo, un fondo regional contribuiría a la

armonización de las políticas macroeconómicas entre sus miembros, condición indispensable para lograr una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales y una efectiva integración regional. Un fondo regional no sería un sustituto del Fondo Monetario Internacional, sino que más bien lo complementaría.

## I. Introducción

Las recurrentes crisis financieras internacionales que han azotado a las economías “emergentes” han dado lugar a un vigoroso debate sobre posibles reformas a la arquitectura financiera internacional. Existen numerosas propuestas de reforma y algunas de ellas incluyen la creación de entidades monetarias regionales (Ocampo, 1999, pp. 68-70; Mistry, 1999; FLAR, 2000). En este artículo se analiza el papel que puede tener el fortalecimiento de la capacidad de los organismos regionales para hacer frente al contagio financiero y para promover el comercio y las inversiones intrarregionales.

Los países latinoamericanos, en particular, han realizado algunos esfuerzos por construir instituciones financieras subregionales que vayan en ayuda de países con problemas de balanza de pagos. También existen en América Latina mecanismos regionales y subregionales de pagos recíprocos, cuyo objetivo es reducir la necesidad de recurrir a divisas para financiar pagos entre los países que participan en ellos. Aunque estas instituciones han desempeñado un importante papel en las últimas dos a tres décadas, deben ser fortalecidas para encarar los desafíos de la globalización y para constituirse en el eslabón regional del que carece la arquitectura financiera internacional.

Con el refuerzo de la institucionalidad financiera regional se perseguirían los siguientes objetivos:

i) ayudar a los países miembros a enfrentar crisis de balanza de pagos que ocurren por motivos ajenos a la calidad de sus políticas macroeconómicas;

ii) contribuir a la integración regional, promoviendo una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales entre los países de la región;

iii) proteger el comercio y las inversiones intrarregionales en momentos de crisis financiera global;

iv) proveer un foro que propenda a la coordinación de las políticas macroeconómicas, lo que redundaría en menos vulnerabilidad frente a crisis externas y una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales; y

v) promover el intercambio de información sobre temas vitales para la estabilidad financiera internacional, como son las regulaciones prudenciales en el sector financiero y para los flujos de capital.

Se postula en este artículo que la naturaleza de las crisis financieras en el contexto de la globalización de las finanzas aconseja contar con instituciones regionales más fuertes en este campo. La sección II trata de las crisis financieras de última generación y sus efectos sobre las economías receptoras. La sección III presenta argumentos en favor del fortalecimiento de los mecanismos financieros regionales. En la sección IV se aborda el papel que dichos mecanismos pueden tener en la promoción de la integración regional. En la sección V se describen dos de las instituciones de cooperación financiera internacional existentes en la región: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). La sección VI presenta algunas alternativas para reforzar la institucionalidad financiera regional con miras a enfrentar los desafíos de la globalización financiera y de la integración latinoamericana. En la sección VII se analiza la factibilidad de un fondo regional reforzado y cuál debiera ser el tamaño de dicho fondo para que se le considere capaz de hacer frente a los avatares de la globalización. La sección VIII presenta algunas reflexiones a modo de conclusión.

## **II. Las crisis financieras de última generación**

La crisis financiera internacional que se desató a partir de la depreciación del baht tailandés en julio de 1997 tuvo alcances mundiales y afectó profundamente a los países en desarrollo que habían logrado insertarse en los mercados internacionales de capital. En este contexto, los países de América Latina no pudieron aislar sus economías de los vaivenes de los capitales internacionales. A partir de 1998, la tasa de crecimiento de la región se deterioró sensiblemente y 1999 fue el año de peor desempeño económico desde la crisis de la deuda.

Más adelante definiremos con más precisión el término contagio. Baste decir aquí que consideramos contagio a una perturbación (*shock*) externa pura que no se relaciona en forma alguna con las bondades o los yerros de la política económica interna de los países que la sufren. Por lo general, la expresión contagio se ha aplicado al ámbito financiero: una crisis financiera actúa como señal y esta señal desencadena conductas de manada en los mercados de capitales. Si bien esta es una de las formas más importantes de contagio en una economía mundial financieramente globalizada, por cierto no es la única. Hay países de América Latina que participan en forma muy parcial en los mercados financieros

internacionales, pero se ven profundamente afectados por los efectos indirectos que los acontecimientos en dichos mercados tienen sobre sus términos del intercambio o el volumen de sus exportaciones. Por estos motivos, usamos el término contagio en un sentido más amplio, que por supuesto también abarca las fugas de capitales causadas por problemas financieros internacionales en otros países o por alzas de las tasas de interés en los países industriales.

Los mecanismos del contagio que experimentó la región durante la crisis financiera mundial más reciente fueron de varios tipos:

i) hubo contagio comercial a través del impacto que tuvo, sobre los términos del intercambio, la recesión en las economías asiáticas (las más fuertemente castigadas por la crisis financiera) sobre los términos del intercambio: los precios de varias materias primas que los países latinoamericanos exportan a los mercados internacionales disminuyeron apreciablemente. Si bien es cierto que la caída de los precios de los productos de exportación fue, en algunos casos, compensada por menores precios de algunos productos importados (en particular, petróleo y manufacturas), los términos del intercambio de la mayoría de los países se deterioraron;<sup>1</sup>

ii) el contagio comercial también se manifestó a través de la contracción de los volúmenes exportados a Asia, que afectó con particular intensidad a los países para los cuales los países asiáticos son un mercado importante. Pero el contagio comercial también tomó la forma de una contracción más que proporcional en las exportaciones intrarregionales, las que se concentran en bienes manufacturados;

iii) el contagio financiero fue importante para la mayoría de los países de la región y sus efectos fueron particularmente adversos. Como consecuencia de una corrida de capitales de todos los países emergentes, los bancos y las empresas de muchos países de la región tuvieron dificultades para renovar sus líneas de crédito. Los márgenes (*spreads*) con que pudieron colocarse nuevos bonos corporativos aumentaron dramáticamente. En algunos casos, las empresas de primera línea de la región simplemente no pudieron realizar colocaciones de bonos a ningún precio. Los inversionistas extranjeros de cartera liquidaron sus posiciones;

iv) el contagio financiero tuvo también un aspecto puramente nacional. El aumento repentino del riesgo cambiario motivó a los propios agentes nacionales a trasladar sus inversiones desde papeles en moneda nacional a otros denominados en dólares, lo que agravó la tendencia a la

---

<sup>1</sup> Este trabajo se terminó de redactar antes de las alzas del precio del petróleo en la segunda mitad del año 2000.

depreciación del tipo de cambio. Las empresas con pasivos en divisas, acumulados durante la larga bonanza de capitales externos, se apresuraron a cubrirse y con ello agudizaron la crisis provocada por la fuga de capitales extranjeros y la no renovación de créditos por parte de la banca internacional;

v) todos los países (a excepción de aquellos que mantienen tipos de cambio fijo) acusaron depreciaciones cambiarias (nominales e incluso reales) excesivas, algunas de las cuales ya se han revertido.

La mayoría de los países de la región sufrió contagio comercial y también financiero, lo que hizo que la crisis tuviera efectos tan adversos. Las consecuencias de ambos tipos de contagio pueden ser aminoradas por la vía del financiamiento. En el ámbito comercial, si se espera que el deterioro de los términos del intercambio y/o la caída de los volúmenes exportados sean temporarios y reversibles, la mejor política es obtener financiamiento compensatorio mientras dure el problema. Esta es la razón de ser del Servicio de Financiamiento Compensatorio y para Contingencias (SFCC) del Fondo Monetario Internacional (FMI).

El contagio financiero también es temporario por naturaleza. Como nos enseñan las crisis de los años noventa (tanto la mexicana como la asiática), las entradas y salidas de capitales se suceden en forma cíclica, tema que abordaremos más adelante con mayor detención. Si el origen del problema de balanza de pagos es el contagio financiero, se justifica contar de antemano con líneas de crédito que complementen las reservas internacionales del país que sufre el problema, evitando así que sus autoridades tengan que aplicar políticas excesivamente restrictivas para reducir el déficit externo.

Dados la globalización de las finanzas, la participación creciente de los países de la región en los mercados internacionales de capital y el comportamiento de los agentes financieros (tanto nacionales como internacionales), es muy probable que las crisis financieras sean cada vez más frecuentes y cada vez más se deban al contagio. Las reformas que se han propuesto a la arquitectura financiera internacional tienen apuntan a reducir la probabilidad de que dichas crisis ocurran y proteger a los países en desarrollo de los peores efectos de las que se produzcan.<sup>2</sup>

Esto implica que las crisis de balanza de pagos que ya están experimentando muchos países pueden tener poco que ver con políticas

---

<sup>2</sup> Existe una extensa literatura sobre el tema y numerosas propuestas de reforma han sido puestas sobre la mesa. Al respecto, véase Ocampo (1999), Eichengreen (1999), Agosin (1999) y Ahluwalia (2000).

macroeconómicas desacertadas. Las típicas crisis de balanza de pagos a las que estábamos acostumbrados en la región se originaban en déficit en cuenta corriente que se tornaban no financiables. Las políticas macroeconómicas asociadas a estas crisis incluían elevados déficit fiscales (aun en períodos de auge cíclico) que debían ser monetizados en alguna medida, así como políticas monetarias demasiado expansivas o la insistencia en mantener un tipo de cambio sobrevaluado (quizás porque la inflación interna había sido superior a la internacional por un período suficientemente largo). Políticas macroeconómicas imprudentes llevaban a déficit eventualmente insostenibles en la cuenta corriente y a pérdidas de reservas por parte del Banco Central. Este es el tipo de situaciones con las que el FMI está preparado a lidiar otorgando sus préstamos condicionados.

Por supuesto que la región no está enteramente liberada de estas “crisis de primera generación” (cuya expresión formal como modelo puede encontrarse en Krugman, 1979). Lo que distingue a las crisis actuales es que ellas ocurran en varios países en forma secuencial y muchas veces sin que existan causas evidentes en el manejo macroeconómico de los países afectados. A esto es lo que llamamos “contagio financiero”. Como se verá más adelante, esta característica secuencial fue muy evidente en la crisis financiera asiática.

Es una constante empírica que los países que caen presa de esta nueva generación de crisis asociadas con la globalización experimentan primero una poderosa oleada de afluencia de capitales. Es lo que sucedió en México en el período previo a 1994 y ha sucedido en todos los países más vapuleados por la reciente crisis financiera: Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, la República de Corea, Rusia, Brasil y Argentina. De manera, pues, que en cierto sentido, la crisis financiera se gesta durante períodos de excesivas entradas de capital, particularmente de corto plazo (Rodrik y Velasco, 1999). La masiva afluencia de recursos a determinados países obedece a una constelación de factores, entre los cuales figuran la favorable percepción de los inversionistas financieros extranjeros o simplemente las expectativas de que la respectiva moneda se apreciará.<sup>3</sup> Dado que normalmente las tasas de interés son más altas en mercados emergentes que en los países desarrollados, las expectativas de una apreciación cambiaria pueden desencadenar cuantiosas entradas de capitales.

---

<sup>3</sup> Esta es una versión internacional bastante sui generis de “los concursos de belleza” de Keynes (Eatwell, 1997, p. 243). Así, algunos agentes son más sensibles a lo que otros agentes se proponen hacer que al valor subyacente de los activos. Cuando estos agentes predominan sobre los “fundamentalistas”, los mercados financieros pueden tornarse muy volátiles.

Esas mismas entradas a menudo no son en absoluto marginales para un receptor individual. En economías emergentes, pueden llegar a representar más del 10% del producto interno bruto (PIB). Por otra parte, como los mercados financieros de dichos países son muy poco profundos, los movimientos de capital con frecuencia constituyen una proporción muy elevada de las finanzas nacionales. Como puede apreciarse en el cuadro 5.1, mientras en los países desarrollados los movimientos internacionales de capital casi nunca sobrepasan el 5% de la cantidad de dinero (medida por M2), en las economías emergentes ellos pueden llegar al 25%.

Cuadro 5.1  
ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y EMERGENTES (14 PAÍSES): FLUJOS NETOS DE CAPITAL A M2B,  
(En porcentaje)

| País           | 1990-1998 | 1990-1994 | 1995-1998 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| Japón          | 1.7       | 1.8       | 1.7       |
| Canadá         | 3.1       | 4.2       | 1.7       |
| Estados Unidos | 3.1       | 2.1       | 4.2       |
| Suiza          | 5.7       | 5.3       | 6.0       |
| Corea          | 5.7       | 4.7       | 7.0       |
| Brasil         | 7.2       | 3.3       | 10.4      |
| Indonesia      | 9.1       | 8.9       | 8.4       |
| Malasia        | 11.2      | 13.2      | 6.3       |
| Venezuela      | 14.5      | 18.5      | 11.4      |
| Chile          | 18.6      | 18.9      | 19.2      |
| Colombia       | 18.5      | 11.8      | 26.0      |
| México         | 18.9      | 23.8      | 12.9      |
| Ecuador        | 19.6      | 16.4      | 19.3      |
| Argentina      | 22.0      | 25.5      | 18.2      |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales, Washington, D.C., febrero de 2000.

<sup>a</sup> Entradas o salidas netas (salidas en Suiza y Japón, entradas en otros países).

<sup>b</sup> Monedas y billetes en circulación, depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos de ahorro.

Por lo tanto, las oleadas de capital pueden provocar importantes externalidades negativas en los países en desarrollo. En efecto, ellas generan déficit en cuenta corriente, aprecian el tipo de cambio, desencadenan burbujas en los precios de los activos y aumentan la vulnerabilidad del sistema financiero nacional a una corrida o no renovación de créditos de corto plazo. Además, a menudo hacen elevarse el coeficiente deuda de corto plazo a reservas internacionales. A la vez, la naturaleza cortoplacista de los flujos de capital hace que los inversionistas puedan fácilmente irse en manada del país y los acreedores negarse a renovar sus préstamos tan pronto perciban algún problema.

Al cambiar las variables económicas fundamentales, en algún momento las percepciones de vulnerabilidad comienzan a crecer y la entrada de capitales a disminuir, pudiendo incluso transformarse en salidas netas, con fugas masivas de recursos. Cuando el país ha perdido un cierto volumen de reservas, los inversionistas financieros extranjeros y nacionales descubren la existencia de riesgo cambiario, y cuando los temores a la depreciación cobran ímpetu, todos buscan liquidar posiciones en moneda nacional o cubrir sus posiciones pasivas en divisas, acelerando la pérdida de reservas y precipitando una aguda crisis.

Como los bancos fueron grandes receptores de créditos externos durante la época de bonanza, las salidas de capital están asociadas a la no renovación de créditos y causan profundas crisis bancarias. Por ello, las crisis de última generación suelen ser crisis gemelas”: de balanza de pagos y bancarias al mismo tiempo (Kaminsky y Reinhart, 1996; Kaminsky, Lizondo y Reinhart, 1998).

Cabe recalcar en el contexto actual que, tanto las entradas como las salidas de capital están sujetas a contagio. Con respecto a las entradas, los inversionistas de cartera y los acreedores bancarios tienden a subestimar el riesgo de invertir o de prestar a agentes de la economía receptora. Las entradas a una economía emergente suelen estar acompañadas de entradas a otros países con características similares. Y en momentos de salidas abruptas, se tiende a sobrestimar el riesgo de quedarse en ella (Ocampo, 1999, p. 21). Una gran mayoría de las economías latinoamericanas recibieron ingentes capitales de cartera y préstamos de la banca internacional durante los años noventa. Entre esas economías había algunas que ya habían realizado profundas reformas económicas y otras que estaban iniciando tal proceso (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995; Ocampo y Steiner, 1994). Por lo tanto, aunque muchos países habían realizado enormes progresos en su manejo macroeconómico, muchos estaban muy vulnerables al contagio de una estampida financiera como la que ocurrió a partir de la crisis de Asia, la crisis rusa (julio de 1998) y las dos crisis brasileñas (la primera en agosto septiembre de 1998 y la segunda en enero de 1999).

Ante entradas de capital de gran magnitud en relación con el tamaño de los mercados financieros de las economías receptoras, el manejo macroeconómico en éstas se hace muy complejo. Si bien es posible contrarrestar en algún grado el efecto expansivo de las entradas de capital con políticas fiscales y monetarias restrictivas, ningún país latinoamericano ha sido totalmente exitoso en esta tarea, ni siquiera aquellos que, como Chile y Colombia, se lo propusieron como objetivo explícito de política económica. La experiencia muestra que lo más aconsejable para las economías emergentes son las regulaciones prudenciales sobre las corrientes de capitales.

Aunque hay evidencia de que algunas formas de contagio financiero son simultáneas (la ampliación simultánea de los márgenes (*spreads*) que deben pagar los deudores de economías emergentes, por ejemplo), la experiencia de los últimos años indica que las crisis financieras internacionales ocurren en forma secuencial. Luego que una economía comienza a experimentar salidas de capital, los inversionistas y acreedores internacionales comienzan a dudar de la solvencia de deudores en otros países que podrían presentar síntomas parecidos. En algunos casos, el contagio es fruto de los efectos de la crisis inicial: la depreciación cambiaría que resulta de la primera crisis torna menos competitivas las exportaciones de otras economías con perfiles de exportación parecidos.

### **III. El papel de los fondos regionales ante las crisis financieras**

Como ya afirmáramos al principio de este artículo, los fenómenos que describimos han hecho cundir la percepción de que la arquitectura financiera internacional necesita importantes modificaciones y ha suscitado un debate internacional muy interesante acerca de cuáles debieran ser los elementos constitutivos de esa nueva estructura. Uno de ellos es el de asignar una importancia mucho mayor a las instituciones monetarias regionales como línea adicional de contención de las crisis financieras y del contagio.

El objetivo de fortalecer la institucionalidad financiera regional no significa sustituir al FMI, institución clave en el sistema monetario internacional. Ningún fondo regional contaría ni con el volumen de recursos del FMI ni con la capacidad política para movilizar rescates financieros de gran envergadura cuando ellos fueran necesarios. Por lo demás, muchos problemas financieros internacionales rebasan el ámbito regional y requieren de soluciones globales.

Los fondos regionales pueden constituirse en un vínculo importante entre países individuales y un FMI reforzado y reformado, dotando así al sistema de una mayor capacidad para promover la estabilidad financiera internacional. Y si la reforma a nivel internacional no se diera, con más razón aún se justificaría que los países latinoamericanos reforzaran sus líneas de defensa frente a las crisis financieras mediante el fortalecimiento de la cooperación regional.

Las razones para reforzar los fondos regionales son varias. Todos los países latinoamericanos están continuamente expuestos a perturbaciones externas temporarias, ya sea por fluctuaciones en la relación de precio de su intercambio, elevaciones en las tasas de interés en los mercados

financieros internacionales o perturbaciones financieras como las descritos más arriba. Estas perturbaciones pueden enfrentarse de diversas maneras. Una de ellas es el autoaseguro, que consiste en mantener niveles de reservas internacionales más elevadas que las actuales o contratar líneas de crédito contingentes con la banca internacional. Esta solución entraña dos problemas: el costo de oportunidad de las reservas es elevado y los créditos contingentes de la banca privada internacional con que puede contar cada país son costosos y modestos. Una segunda opción es recurrir directamente al FMI. Los países latinoamericanos, sin duda, seguirán haciéndolo cuando enfrenten severas dificultades financieras. No obstante, el Fondo suele imponer condiciones que no siempre son adecuadas para enfrentar el problema y sus decisiones suelen ser demasiado lentas para lidiar con situaciones que requieren una capacidad de respuesta rápida. Por último, los países latinoamericanos tienen escasísima influencia sobre las decisiones y los criterios del FMI.

Por todas estas razones, recurrir a un organismo regional puede ser una opción atractiva. Una entidad monetaria regional puede responder de manera eficaz a problemas netamente regionales. La conveniencia de contar con reservas adecuadas para hacer frente a problemas comunes es, entonces, un argumento sólido en favor de establecer lo que sería en efecto una cooperativa de crédito internacional en la región. Si, además, las crisis financieras tienen un componente de contagio regional, el argumento a favor de la constitución de fondos regionales para hacerles frente se torna aun más fuerte, particularmente si al evitar una crisis de balanza de pagos en un país de una región determinada, se estuvieran evitando crisis similares en otros países de la misma región. En otras palabras, un organismo financiero regional tendría externalidades importantes.

El contagio regional fue claramente visible durante la crisis financiera más reciente, que tuvo dos fases, ambas con un fuerte contenido regional. La primera fue netamente asiática; comenzó en julio de 1997 en Tailandia y, en la segunda mitad del año, se extendió gradualmente y, en forma secuencial, a casi todos los mercados emergentes de Asia: Indonesia, Filipinas, Malasia, Hong Kong, la provincia china de Taiwán, Singapur y, finalmente, a la República de Corea en noviembre del mismo año. Cayeron justos y pecadores: países con deudas de corto plazo elevadas en relación con sus reservas (Tailandia, Indonesia, Malasia y la República de Corea) y economías con una situación de reservas muy sólida (Hong Kong y Singapur); países con elevados déficit en cuenta corriente en relación con el PIB (Tailandia y Malasia); países con déficit moderados (República de Corea e Indonesia); incluso economías con superávit significativos (Singapur y Hong Kong).

En 1998, después de la crisis rusa, el real brasileño debió soportar el primer ataque especulativo en agosto y septiembre. Esto exacerbó la crisis en América Latina, región que ya estaba experimentando dificultades comerciales y financieros importantes pero aún manejables. Ya a mediados de 1998, con la estampida de los inversionistas de cartera desde los países emergentes y la reevaluación negativa de los deudores latinoamericanos por los acreedores internacionales, los países de la región habían comenzado a tener graves problemas de balanza de pagos que requirieron severas políticas de ajuste. Pero fue el segundo, y exitoso, ataque especulativo en contra del real, en enero de 1999, lo que desató la crisis en su fase más aguda en los demás países de la región.

Si las crisis financieras no fueran secuenciales, es poco probable que un fondo regional pudiera contar con recursos suficientes para enfrentar fugas de capital desde varios países al mismo tiempo. Como estas crisis sí pueden ocurrir (la crisis de la deuda durante los años ochenta fue un claro ejemplo), el papel de una institución como el FMI en la resolución de tales crisis no puede ser desempeñado por fondos regionales.

Si las crisis se van extendiendo gradualmente de una economía a otra, un fondo regional capaz de detener la fuga de capitales desde el primer país de la región que se viese afectado, reduciría significativamente los riesgos para los demás países de la región. Por supuesto, suponiendo que la causa de la crisis inicial no es el mal manejo macroeconómico. Para corregir esto último, un mecanismo regional diseñado con miras a controlar fenómenos de contagio no es la solución adecuada. Sólo lo es la provisión internacional de liquidez bajo una condicionalidad apropiada.

Los fondos regionales se justifican también por otros motivos. Los países de una región tendrán mucho más que decir sobre las políticas de un fondo regional que sobre las políticas de un organismo como el FMI. Por lo tanto, un fondo regional respondería a las necesidades de los países que lo constituyen de manera mucho más cabal. Esto puede ser muy importante a la hora de coordinar políticas monetarias y económicas para alcanzar un estadio de integración regional más avanzado, tema que abordaremos en la próxima sección.

#### **IV. El papel de los fondos regionales en favor de la integración**

La necesidad de fortalecer la cooperación financiera regional va más allá de la defensa común frente a fenómenos de contagio. La integración regional es un objetivo privilegiado de la política de desarrollo de todos los países latinoamericanos. En años recientes ha habido importantes avances en los aspectos comerciales de la integración, tanto en el marco de

los acuerdos plurilaterales de integración existentes en América Latina -el Mercosur, la Comunidad Andina, el Mercado Común Centroamericano (MCCA), la Comunidad del Caribe (Caricom)- como entre países individuales. Asimismo, desde el comienzo de los años noventa, se han celebrado numerosos acuerdos comerciales bilaterales bastante completos. Tanto los acuerdos plurilaterales como los bilaterales han contribuido a elevar significativamente el comercio intrarregional, que ha aumentado a tasas más aceleradas que el interregional.

Sin embargo, la falta de armonización en las políticas macroeconómicas y las agudas fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales están conspirando contra un avance más decisivo hacia la integración comercial y las inversiones recíprocas entre los países de la región. En la Comunidad Andina, a raíz de la crisis financiera, el fuerte crecimiento del comercio recíproco de los últimos años se detuvo bruscamente en 1998.

Quizás sea hora de invertir el proceso. Hasta el momento, los gobiernos han actuado bajo el supuesto implícito de que es posible avanzar hacia la integración comercial, ocupándose principalmente de rebajar aranceles y dismantelar barreras no arancelarias al comercio, y dejando para una etapa posterior los temas cambiarios y financieros. Sin embargo, la experiencia ha demostrado una y otra vez que la volatilidad del tipo de cambio y las crisis financieras desarticulan las corrientes de comercio y terminan desarmando, en la práctica, el andamiaje formal de los acuerdos comerciales. Una crisis financiera internacional puede hacer variar repentinamente el tipo de cambio de un país con respecto a los de sus socios regionales en un porcentaje mucho mayor que su arancel de nación más favorecida. Esto nos indica que la estabilidad cambiaria bilateral puede ser más importante que la reducción arancelaria para incentivar los flujos comerciales regionales y subregionales.

El propio Mercosur, el proceso de integración subregional más ambicioso de los últimos tiempos, ha sido sometido a considerables presiones precisamente por la inestabilidad del tipo de cambio entre sus dos socios más grandes, debido al impacto sobre las economías nacionales de los cambios de dirección de los movimientos de capital y a la falta de coordinación macroeconómica y cambiaria entre los países.

Las razones por las cuales las crisis financieras son tan dañinas para el comercio recíproco son varias. Ante todo, cuando un país empieza a experimentar problemas de balanza de pagos, ocurren dos fenómenos: se deprecia su tipo de cambio frente a las monedas de sus vecinos y cae la demanda agregada. Este último efecto puede ser amplificado por la adopción de políticas restrictivas orientadas a enfrentar la crisis de balanza de pagos. Los efectos comerciales recaen en forma particularmente aguda

sobre los países vecinos, los cuales encuentran mayores dificultades para vender sus productos en el mercado del país en crisis y, a la vez, deben enfrentar una mayor competencia proveniente de las exportaciones de este último.

El comercio intrarregional en América Latina está fuertemente concentrado en manufacturas, cuya demanda es muy sensible a las fluctuaciones de los tipos de cambio y de la demanda agregada de los socios. No sucede lo mismo en el comercio de productos básicos, los que se exportan fundamentalmente a los países industriales.

La inestabilidad de los flujos financieros que se dirigen a los países de América Latina produce una gran volatilidad en los tipos de cambio bilaterales en su interior y deprime la actividad económica en todos ellos. Estos dos factores son muy perjudiciales para el logro de una integración económica más estrecha.

Las crisis financieras generalizadas son particularmente dañinas para la integración. Cuando un país comienza a contagiarse de otras crisis dentro de la región, se deprecia su moneda y sus productores recuperan la competitividad perdida durante el auge de capitales que precedió a la crisis. Sin embargo, los efectos positivos de la depreciación cambiaria se logran a expensas de sus socios regionales. Además, no puede cosechar todos sus frutos porque, como resultado de la crisis, los socios regionales están sufriendo una recesión. Los cambios abruptos en la competitividad de los productores brasileños comparada con la de los argentinos durante la reciente crisis financiera son un ejemplo paradigmático.

Es indudable, entonces, que para alcanzar una mayor integración comercial y de las inversiones se requiere una mayor estabilidad cambiaria entre los países que buscan integrarse. Sin ella, es poco probable que en la región se logre seguir avanzando hacia una integración mucho mayor. Ello no significa que se deba ir rápidamente a la adopción de una moneda común. Los procesos de integración se desarrollan gradualmente y en América Latina están aún en sus comienzos. Pero es indispensable dar los primeros pasos hacia la integración financiera, para lo cual los tipos de cambio bilaterales deben tener mucho más estabilidad que la que han exhibido hasta ahora.

Baste recordar la experiencia europea. Toda la primera etapa de la integración europea se dio en el marco de la estabilidad cambiaria que le otorgaba el régimen de tipos de cambio fijos (pero ajustables) surgido de Bretton Woods. Cuando dicho régimen se desintegró en 1971-1973, buena parte del trabajo para establecer una unión aduanera ya se había hecho. No obstante, los miembros de la Comunidad Económica Europea rápidamente lograron dotar a sus tipos de cambios bilaterales de un grado

de estabilidad que no se habría dado si se hubieran decidido a emplear el régimen que comenzó a imperar a partir de 1973 para las monedas convertibles: tipo de cambio flexible con flotación sucia. Los países europeos decidieron primero que sus monedas flotaran juntas en lo que se denominó "la serpiente, que limitaba las fluctuaciones de los tipos de cambios bilaterales. Luego, adoptar el Sistema Monetario Europeo (SME), con su Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC), que fijaba un tipo de cambio central para cada moneda con respecto a la Unidad Monetaria Europea (el ECU) y bandas de flotación estrechas alrededor del tipo de cambio central. La etapa final fue alcanzada a comienzos de 1999 con el establecimiento del euro.

Los embates que recibió el MTC durante las crisis financieras de 1992-1993 no impidieron el avance definitivo hacia la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la adopción del euro por 11 países europeos. No cabe duda de que la estabilidad cambiaria entre países europeos, con la que ellos se comprometieron políticamente, dio un fuerte impulso a la integración comercial y a los flujos de inversión real en Europa.

La existencia de instituciones monetarias comunitarias y la intervención concertada en los mercados cambiarios ayudaron a los países europeos a alcanzar el alto grado de estabilidad cambiaria que han experimentado desde el colapso del sistema de Bretton Woods.

Una de las diferencias cruciales entre los países que componen la Unión Europea y los países latinoamericanos es que los primeros poseen monedas convertibles y pueden realizar intervenciones en los mercados cambiarios en sus propias monedas. Además, sus bancos centrales (y ahora el Banco Central Europeo) cuentan con líneas de crédito de la Reserva Federal de los Estados Unidos y del Banco de Japón, con el fin de intervenir en los mercados cambiarios.

Los países latinoamericanos están en fuerte desventaja en estos aspectos, ya que, al ser la moneda de intervención el dólar estadounidense, deben recurrir a sus reservas; la intervención coordinada entre bancos centrales es mucho menos poderosa para impedir fuertes fluctuaciones y desalineamientos en los tipos de cambio bilaterales. Tampoco cuentan con líneas de crédito de la Reserva Federal. Sólo en tiempos de crisis, y únicamente los países más grandes, pueden tener algún éxito en conseguir recursos financieros de emergencia de esa fuente. Por lo demás, esto ocurre sólo una vez que se ha desatado una crisis y en el marco de un programa de ajuste acordado con el FMI.

Todo esto sugiere que el apoyo monetario y cambiario a la integración sólo vendrá de una institucionalidad financiera regional más completa que la que existe hoy en día. Para que América Latina pueda

alcanzar una mayor integración comercial, es importante que se logre una mayor estabilidad de los tipos de cambio entre los países de la región, la que incentivaría el crecimiento de las inversiones recíprocas, en un proceso que ya ha comenzado y que resulta indispensable para llegar a una integración económica más completa.

Desde luego, los objetivos de contar con recursos financieros para limitar los fenómenos de contagio a nivel regional o subregional y de dar mayor estabilidad a los tipos de cambio bilaterales están relacionados. Las crisis financieras tienen un efecto casi inmediato sobre el tipo de cambio. Por lo tanto, si una institución financiera regional cumple con el objetivo de evitar las crisis financieras en los países miembros contribuirá asimismo a una mayor estabilidad cambiaria entre ellos.

Los tipos de cambio también responden a desalineamientos en las políticas económicas. Por lo tanto, al promover una mayor convergencia de las políticas macroeconómicas, la existencia de una institución financiera regional acortaría la volatilidad cambiaria entre los países miembros.

Como ya se ha anotado más atrás, las crisis financieras se gestan durante las bonanzas de capitales externos. Para evitar tales crisis es indispensable que los países tomen medidas para moderar las entradas de capitales cuando ellas amenazan con ser excesivas y deteriorar sus equilibrios macroeconómicos. Una de las misiones de una institución financiera regional sería la de facilitar el intercambio de información y así propiciar estándares comunes para la regulación bancaria y para la regulación prudencial de las corrientes de capitales.<sup>4</sup> Porque las entradas de capital desestabilizadoras incluyen flujos no intermediados por la banca (préstamos directos a empresas nacionales y entradas de cartera), estas regulaciones prudenciales tienen relación no sólo con una adecuada supervisión bancaria, aunque por supuesto es esencial.

## **V. Breve examen de algunas instituciones regionales de apoyo a los pagos externos**

América Latina ya cuenta con instituciones financieras y monetarias que cumplen parcialmente algunas de las funciones que le estamos asignando a un fondo regional. Ellas son el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de

---

<sup>4</sup> La experiencia reciente de Chile y Colombia, en este campo, ha sido analizada en Agosin y Ffrench-Davis (1997), Le Fort y Lehmann (2000), Barrera y Cárdenas (1997) y Ocampo y Tovar (1999).

la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), la Cámara de Compensación Centroamericana del MCCA, el Fondo Latinoamericano de Estabilización Monetaria del MCCA y la Cámara de Compensación Multilateral del Caribe de la CARICOM.<sup>5</sup> Por lo tanto, un buen punto de partida es el análisis de sus actividades y de los montos de financiamiento que estos organismos otorgan. Aquí concentramos nuestra atención en dos de estas instituciones: el FLAR y el CPR.

## A. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

El FLAR fue creado en 1978 por la Comunidad Andina como Fondo Andino de Reservas. En 1991 sus miembros (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) decidieron abrirlo a la participación de otros países latinoamericanos, convirtiéndolo de *jure* en una institución financiera regional. A fines de junio de 1998, el FLAR tenía un patrimonio de unos 1032 millones de dólares, constituido por las cuotas de los países miembros y por sus ganancias netas capitalizadas (FLAR, 1998). Con la incorporación de Costa Rica a mediados del año 2000, el FLAR inició un proceso de ampliación hacia países latinoamericanos que no son miembros de la Comunidad Andina, con miras a darle mayor alcance (FLAR, 2000).

Los objetivos explícitos del FLAR son:

- Apoyar a los países miembros cuando enfrenten problemas de balanza de pagos;
- Contribuir a armonizar políticas macroeconómicas y cambiarias, con el fin de apoyar a los países en el cumplimiento de los compromisos asumidos en el Acuerdo de Cartagena, que creó la Comunidad Andina, y el Tratado de Montevideo, que estableció la ALADI; y
- Mejorar las condiciones de inversión para las reservas internacionales de los países miembros.

El FLAR se financia fundamentalmente con cuotas de los bancos centrales de los países miembros. Otra modalidad para captar fondos es la aceptación de depósitos a plazo de los bancos centrales y de otras entidades autorizadas. Durante el año financiero 1997-1998 (1 de julio de 1997 a 30 de junio de 1998), los bancos centrales y el Parlamento Andino

---

<sup>5</sup> Véase en CEPAL (1990) una descripción de otros mecanismos de cooperación financiera en la región.

constituyeron depósitos por 1 837 millones de dólares, con un saldo al 30 de junio de 1998 de 237 millones (FLAR, 1998).

La principal actividad del FLAR es la de prestar servicios de apoyo a las balanzas de pagos de los países miembros. De hecho, el FLAR ya es una cooperativa de crédito al estilo del FMI. Los bancos centrales de dichos países pueden girar préstamos que son hasta dos veces y media el valor del aporte de capital pagado, en el caso de Colombia, Perú y Venezuela, y hasta tres veces y media en el caso de Bolivia y Ecuador.

El FLAR provee los siguientes servicios a los bancos centrales de los países miembros:

Créditos de apoyo a las balanzas de pagos: se conceden hasta por cuatro años, incluyendo un año de gracia, con compromisos de desempeño macroeconómico.

Créditos a la reestructuración de la deuda pública externa: se otorgan en condiciones de cofinanciamiento con otros organismos multilaterales, con un plazo de hasta cuatro años, incluyendo un año de gracia.

Créditos de liquidez: tienen por objeto ayudar a los países a cubrir necesidades transitorias de liquidez con créditos de hasta un año de duración.

Servicio de financiamiento contingente: creado en 1998, este servicio ayuda a los países miembros a financiar desequilibrios de balanza de pagos temporales y de origen externo no relacionados con una inconsistencia fundamental de las condiciones de equilibrio de la balanza de pagos. El plazo de este financiamiento es de seis meses no renovables. Los préstamos otorgados por este servicio deben estar garantizados por los deudores con títulos aceptables para el FLAR.

El peso andino: fue creado para facilitar pagos entre bancos centrales y otros tenedores autorizados. No obstante, ha sido poco utilizado hasta ahora.

Ciertamente, el FLAR cubre casi toda la gama de actividades que deseáramos para un fondo regional fortalecido. ¿Cuán importante es desde un punto de vista cuantitativo el financiamiento que entrega a los bancos centrales de los países miembros para evitar o paliar crisis de balanza de pagos, particularmente las que se producen por motivos exógenos, y su contribución a la estabilidad de los tipos de cambio bilaterales?

La relevancia del FLAR como proveedor de financiamiento depende de sus cuotas, que son su única fuente de financiamiento estable.

Como puede apreciarse en el cuadro 5.2, las cuotas en el FLAR de los países miembros, salvo Venezuela, son significativas con respecto al monto de sus cuotas en el FMI. Además, el acceso a los recursos del FLAR multiplica el valor de las cuotas hasta en 3.5 veces para los países menos desarrollados (Bolivia y Ecuador) y en 2.5 veces para los otros tres. Vale decir, Bolivia y Ecuador tienen acceso a préstamos del FLAR por 437.5 millones de dólares, cifra considerablemente superior a la que podrían obtener del FMI, el que rara vez otorga créditos superiores al tamaño de la cuota y, cuando lo hace, ellos son fraccionados (en tramos), de lento desembolso y contra prueba de que el deudor está cumpliendo con las condiciones establecidas en la carta de intención. Los préstamos del FLAR no están exentos de condicionalidad, pero ella tiende a ser menos estricta. Los desembolsos pueden ser bastante rápidos, mediando sólo una reunión de directorio entre una solicitud para girar montos superiores a la cuota y el otorgamiento del crédito.

Cuadro 5.2  
FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS (FLAR): INDICADORES DE TAMAÑO  
RELATIVO DE LAS CUOTAS, FINES DE 1997  
(En millones de dólares; razones en porcentajes)

|  | Bolivia | Colombia | Ecuador | Perú   | Venezuela |
|--|---------|----------|---------|--------|-----------|
| Cuotas FLAR  | 125     | 250      | 125     | 250    | 250       |
| Cuotas FMI   | 170     | 757      | 296     | 628    | 2.633     |
| Reservas internacionales                           | 1 359   | 9 611    | 2 213   | 11 306 | 17 704    |
| Deuda corto plazo                                  | 374     | 5 759    | 2 069   | 6 832  | 4 395     |
| Deuda/reservas <sup>a</sup>                        | 27.5    | 59.9     | 93.5    | 60.4   | 24.8      |
| Deuda/reservas<br>aumentadas por FLAR <sup>b</sup> | 20.8    | 56.3     | 78.1    | 57.3   | 24.0      |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales. Anuario 1998, Washington, D.C., 1998; Banco Mundial, Indicadores financieros globales, 1999, Washington, D.C., 1999; Fondo Latinoamericano de Reservas, Memoria anual, 1997-98, Santafé de Bogotá, 1998.

<sup>a</sup> Razón deuda de corto plazo/reservas.

<sup>b</sup> Razón deuda de corto plazo/reservas más el máximo de endeudamiento con el FLAR.

Para los países miembros más pequeños, los créditos disponibles del FLAR representan una adición importante a sus reservas y a su capacidad para hacer frente a una crisis financiera internacional. Para los tres de mayor tamaño, esto no es así: sus reservas internacionales son un múltiplo elevado de sus cuotas en el FLAR.

La relación entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales suele ser considerada un indicador certero de la vulnerabilidad a una corrida en contra de la moneda de un país. En el cuadro 5.2 hemos realizado dos cálculos: la razón entre la deuda de corto

plazo y las reservas imperante a fines de 1997 y la razón deuda/reservas incluyendo el máximo de crédito disponible del FLAR. Como puede verse en el cuadro, el acceso a los recursos del FLAR disminuye significativamente la vulnerabilidad externa de Bolivia y Ecuador, aunque no la de los países más grandes.

Con todo, y a pesar de sus modestos recursos, el FLAR ya está desempeñando un papel importante en las finanzas internacionales de los países de la Comunidad Andina. Sin embargo, para que el FLAR o un sucesor con capacidades ampliadas se transforme en una institución capaz de proveer el financiamiento que necesitan los países miembros, tendrá que disponer de recursos bastante más cuantiosos. En la sección VI, proponemos diversas maneras de lograrlo.

## **B. El Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de la ALADI**

El CPCR comenzó a operar en 1969 y tiene la finalidad de minimizar el uso de las reservas internacionales en la liquidación de pagos por operaciones de comercio exterior entre los miembros de la ALADI. El sistema tiene dos componentes: una cámara de compensación, con el Banco Central de la Reserva del Perú como banco agente, y líneas de crédito recíproco con vencimientos cuatrimestrales. El banco agente efectúa las compensaciones entre acreedores y deudores en forma cuatrimestral. Los bancos centrales se han otorgado líneas de crédito bilaterales en dólares que también deben ser liquidadas cada cuatro meses. El sistema ha sido exitoso, por cuanto un porcentaje elevado y creciente del comercio intrarregional ha sido cubierto por sus operaciones (CEPAL, 1990). En 1990, la cobertura de las operaciones cursadas por el convenio en relación con el valor del comercio intrarregional fue casi del 100%. Por otra parte, las divisas transferidas por el banco agente constituyeron menos del 20% del valor de las transacciones. Por lo tanto, la existencia del CPCR ha significado un importante ahorro de divisas para los bancos centrales de los países miembros de la ALADI.

El sistema fue puesto a prueba durante la crisis de los años ochenta. A causa de dicha crisis, algunos bancos centrales experimentaron dificultades para cubrir sus saldos deudores y debieron salir del sistema, negociando bilateralmente condiciones de pago con los bancos centrales acreedores. A medida que la crisis financiera fue amainando, los bancos centrales volvieron al sistema, el cual ya había recuperado a todos sus miembros en 1988.

El Acuerdo de Santo Domingo de 1981 estableció un mecanismo para extender crédito a bancos centrales que se viesen impedidos de liquidar sus saldos deudores en el período de cuatro meses. El plazo de este financiamiento es de cuatro meses adicionales, renovables hasta por un año. El Acuerdo estableció un programa de crédito especial para países que experimenten déficit generales de balanza de pagos y para países que estén enfrentando catástrofes naturales. Para los primeros, el plazo es de dos años, renovable por un año adicional. Para los segundos, el plazo es de dos años, renovable bilateralmente con los bancos centrales acreedores por cinco años.

A diferencia del FLAR, el CPR no posee recursos propios, sino que debe hacer efectivas las líneas de crédito a las que se han comprometido los bancos centrales. Al generalizarse la crisis regional, éstos no estuvieron en condiciones de enterar los aportes a los que se habían comprometido. Es por ello que se hace indispensable que se maneje un sistema de pagos en conjunción con una institución regional de mayor volumen y peso financiero.

## **VI. Opciones para fortalecer los organismos regionales de pagos**

El FLAR es ciertamente un buen punto de partida para una institucionalidad financiera regional fortalecida: sus operaciones son ya de una dimensión significativa y las funciones que los países miembros le han asignado son precisamente las que debe tener un mecanismo financiero regional. En esta sección abordamos varios aspectos que deberían tenerse en cuenta en un escenario en que los países de la región acuerden la creación de una institución financiera latinoamericana.<sup>6</sup>

### **A. Miembros**

La participación en un fondo regional de las características del FLAR puede resultar muy atractiva para varios países de la región. Las reservas depositadas en él se multiplican en caso de crisis. Además, el fondo podría acceder a recursos a los que no tendrían acceso los países por sí solos.

---

<sup>6</sup> No estamos sugiriendo que el FLAR deba, necesariamente, convertirse en el organismo monetario regional fortalecido por el que se aboga en este artículo. Las modalidades para pasar de la institucionalidad existente a una con mayores recursos y capacidad de acción es un tema político que rebasa el marco de este trabajo. El objetivo de esta sección es esbozar las características que debería tener un futuro organismo financiero de alcance continental.

## B. Recursos

Los recursos con que cuente un fondo regional deben ser de una magnitud que se condiga con su misión. Para ello existen varias opciones:

### 1. Aumentos en el capital pagado del fondo

Al ingresar nuevos miembros, aumentarían los recursos del fondo. También se puede pensar en elevar las cuotas, que hoy representan entre el 9 y el 1.5% de las reservas de los miembros del FLAR. Ello debiera ser atractivo para los bancos centrales, pues las cuotas son, de hecho, reservas que se multiplican en tiempos de crisis.

### 2. Compromisos contingentes de crédito

Los bancos centrales miembros podrían otorgar líneas de crédito al fondo que se activaran sólo en casos de emergencias financieras de características preestablecidas. Esta solución sería similar a los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) y los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP) entre el Fondo Monetario Internacional y los bancos centrales del Grupo de los 10 y de Suiza. Además, el FMI tiene un acuerdo paralelo con Arabia Saudita. Bajo el AGP, 11 países industriales o sus bancos centrales han acordado prestar al Fondo ciertos volúmenes de recursos a tasas de interés de mercado, en situaciones de crisis financieras que no puedan ser abordadas con los recursos normales del FMI. Aprobado en noviembre de 1994 a raíz de la crisis mexicana, el NAP es similar, excepto que en él participan 25 países. Los recursos a los que tiene acceso el FMI bajo ambos acuerdos pueden ser prestados, tanto a países participantes como a no participantes. Un mecanismo de este tipo dotaría al fondo latinoamericano de recursos muy superiores a su capital, para enfrentar emergencias financieras en los países miembros.

### 3. Endeudamiento en los mercados internacionales de capital

El FMI no está autorizado a endeudarse para financiar sus operaciones de asistencia a países que sufren crisis financieras. Pero no hay impedimentos para que un organismo latinoamericano lo haga. El fondo latinoamericano podría emular al Banco Mundial y tener dos clases de capital: uno estaría constituido por las cuotas de los bancos centrales y el otro serviría de garantía para que el fondo se endeudara directamente en los mercados. Esta opción es aún conservadora, ya que la razón de apalancamiento (*gearing ratio*) del fondo, incluso bajo esta modalidad, sería inferior a 1.

¿Estarían dispuestos los mercados financieros internacionales a aceptar bonos de largo plazo de un fondo latinoamericano y sería menor el margen (*spread*) otorgado a los papeles del Fondo que el que deben cancelar sus países miembros? La respuesta a ambas preguntas es probablemente sí: la garantía de todos los miembros del fondo en forma conjunta debe ser superior a la de cada uno por separado, ya que la capacidad financiera de un grupo de países actuando concertadamente es superior a la que tienen en forma independiente.<sup>7</sup>

Al aumentar la disponibilidad de recursos financieros, esta opción le daría al fondo una gran capacidad para ayudar a los países miembros que enfrentarían problemas financieros.

#### 4. Créditos contingentes con la banca privada

El fondo podría negociar líneas de crédito con la banca privada internacional que se activarían en situaciones de crisis financieras que amenazaran a países miembros. Los bancos centrales de Argentina y México ya lo han hecho en forma individual. Sin duda, la intervención de un organismo regional podría ayudar a conseguir mayores volúmenes de recursos y mejores condiciones, ya que estaría respaldada por todos los bancos centrales o gobiernos de los países miembros. Esta opción, junto con la discutida en el acápite anterior, podría hacer que el fondo fuese atractivo aun para países grandes con necesidades financieras en períodos de crisis, que podrían rebasar la capacidad del fondo.

#### 5. Creación de un “derecho especial de giro latinoamericano”

El FLAR ya cuenta con una figura de esta naturaleza: el peso andino. Pero ciertamente tendría más usos un peso latinoamericano, que podría utilizarse en pagos entre bancos centrales de la región, ciertamente tendría mayores usos que el peso andino. Una unidad contable de esta naturaleza podría reforzar el CPR y ayudar a economizar en el uso de las reservas internacionales.

Tal como en el FMI, los países miembros y el CPR recibirían asignaciones de pesos latinoamericanos que podrían ser utilizados en los pagos entre bancos centrales para liquidar posiciones deudoras en el CPR. Los países que hicieran uso neto de pesos latinoamericanos se comprometerían a redimir los saldos deudores netos cuando su situación

---

<sup>7</sup> Se podría argumentar que el margen (*spread*) que debería pagar el fondo sería un promedio ponderado de los márgenes sobre la deuda soberana de sus integrantes. Estamos asumiendo que el fondo tendría una sinergia importante por tratarse de una institución con garantías simultáneas de un grupo de países. En este sentido, la existencia del fondo podría entenderse como la solución a un problema de acción colectiva.

de balanza de pagos mejorara o en plazos máximos que determinaría el directorio del FLAR. Está claro que esta opción involucra una estrecha relación entre el CPR y el fondo. Sería posible que el CPR pasara directamente a constituir un servicio del fondo.

#### 6. Acceso a los recursos del FMI

Si el fortalecimiento de la institucionalidad regional ocurriera en el contexto de una reforma a la arquitectura financiera internacional que contemplara la creación de una red de fondos regionales para complementar al FMI en caso de crisis que afectaran a varios países de la región, el fondo latinoamericano, así como otros, podría intermediar recursos entre el FMI y los países afectados (Ocampo, 1999, p. 70). Asimismo, el fondo latinoamericano podría ser designado como receptor de derechos especiales de giro (DEG), a los que podría echar mano en tiempos de crisis.<sup>8</sup>

### C. Los posibles servicios del fondo y su condicionalidad

Es necesario establecer en forma clara las ocasiones en que un país que experimentara problemas de balanza de pagos podría acudir al fondo. Así, cabría distinguir cuatro tipos de problemas de balanza de pagos: 1) escasez temporaria de liquidez internacional; 2) crisis de balanza de pagos debidas a desequilibrios fundamentales en la política económica del país miembro; 3) crisis de balanza de pagos por contagio; y 4) problemas de balanza de pagos por deterioro transitorio en los términos del intercambio.

#### 1. Servicio de créditos de liquidez

El FLAR ya cuenta con un servicio para enfrentar problemas transitorios de liquidez. Los países pueden hacer uso de una proporción de sus cuotas (75% en el caso de los dos países miembros de menor desarrollo relativo, 50% en el caso de los otros tres) por períodos de un año. Una institución monetaria latinoamericana podría incorporar este mismo servicio sin mayores alteraciones.

#### 2. Servicio de créditos de apoyo a la balanza de pagos

Este servicio estaría disponible para países que experimentaran problemas de balanza de pagos por razones de desequilibrio fundamental en sus políticas económicas (cambiarías, monetarias y fiscales). Estos

---

<sup>8</sup> En otro trabajo (Agosin 1999), hemos argumentado que el FMI, para enfrentar crisis agudas en el sistema financiero internacional, el FMI podría recurrir a emisiones extraordinarias de DEG, los que se extinguirían al volver el sistema a la normalidad. La mera existencia de dicha posibilidad haría menos probable las crisis sistémicas.

créditos debieran ser concedidos con fuerte condicionalidad, a la usanza del FMI. Incluso sería concebible que el fondo actuara en forma concertada con el FMI en estos casos.

### 3. Servicio de crédito contingente

La existencia de este servicio tendría dos objetivos: disuadir a potenciales especuladores y persuadir a los países miembros de que coordinen sus políticas económicas en forma más efectiva. Si se lo diseña bien, el uso de este servicio sería poco frecuente.

Un servicio de esta naturaleza se activaría cuando un país experimentara una crisis de balanza de pagos asociada a una fuga de capitales que no dijera relación con un desequilibrio macroeconómico fundamental. El FLAR tiene en la actualidad un servicio de crédito contingente, recientemente aprobado. Pero el plazo que da para reintegrar los préstamos (seis meses) es demasiado corto y los recursos de que dispone son demasiado exigüos.

Para evitar problemas de riesgo moral, los países miembros tendrían que cumplir con condiciones *ex ante* mínimas para acceder a este servicio. Ellas podrían incluir avances hacia la regulación bancaria, particularmente en lo que se refiere a los potenciales descalces de monedas entre activos y pasivos; indicadores de fragilidad financiera (razones de deuda de corto plazo a reservas y de reservas a M2); y metas para el déficit en cuenta corriente.

Es importante que no se le agreguen demasiadas dimensiones a estos requisitos previos. El mero hecho de que un país pierda acceso al servicio podría desencadenar una fuga de capitales. Por lo tanto, si bien es imposible evitar algún grado de condicionalidad *ex ante*, el fondo debiera tener la libertad para manejarla con flexibilidad y ambigüedad constructiva.

Para que el servicio pueda ser útil en detener los efectos de manada en los mercados internacionales, los desembolsos debieran ser expeditos. Con tasas de interés más elevadas que para otras operaciones del fondo se incentivaría a los países usuarios a reintegrar los recursos en el período más corto posible.

### 4. Servicio de financiamiento compensatorio

Este servicio se activaría cuando un país esté enfrentando problemas de balanza de pagos debidos a un deterioro transitorio y reversible de sus términos del intercambio. Por lo tanto, cuando éstos mejorasen, los países tendrían la obligación de pagar los créditos insolutos y/o de prestar recursos al Fondo. El Fondo podría manejar una cuenta especial para este servicio. Los países deudores pagarían interés y los

acreedores lo recibirían. Una opción sería incorporar a este servicio, tal como lo hace el FMI, el financiamiento de necesidades asociadas a las alzas de las tasas de interés internacionales.

Casi todos los países latinoamericanos sufren fluctuaciones pronunciadas en los términos de su intercambio, ya sea porque los precios de los productos que exportan son volátiles o porque lo son los precios de algunos productos específicos de importación (especialmente el petróleo y los cereales). Los ciclos de los términos del intercambio no están sincronizados entre países. Más aún, los movimientos de algunos precios clave (del petróleo, por ejemplo) simultáneamente mejoran los términos del intercambio de algunos países y deterioran los de otros.<sup>9</sup>

Por lo tanto, es posible y deseable que exista un fondo regional para ayudar a los distintos países a enfrentar los problemas de balanza de pagos derivados de esta condición estructural de sus economías. Al existir compensaciones entre países cuyos términos del intercambio se deterioran y otros que experimentan mejorías en los suyos, un fondo regional podría hacer un uso mucho más económico de las divisas que los fondos de estabilización que manejan algunos países para estos propósitos. Los países que ya cuentan con dichos fondos podrían aportar parte de los depósitos acumulados en ellos al fondo regional. Como ya se dijo, estos aportes serían adecuadamente remunerados.

Los movimientos en los términos del intercambio no están, en general, correlacionados entre los países de la región, haciendo financieramente viable que una entidad regional opere un esquema como el sugerido aquí. Para el período 1981-1999, se calcularon 55 coeficientes de correlación entre las variaciones anuales en los términos del intercambio de pares de países considerados a la vez. De ellos, sólo 18 resultaron ser significativamente distintos de cero.<sup>10</sup> Cuatro de los 18 coeficientes fueron negativos; todos ellos involucraban a un país exportador y a un país importador de hidrocarburos (Bolivia-Brasil, Brasil-Ecuador, Brasil-Venezuela y Costa Rica-Venezuela). Tres de los coeficientes de correlación positivos y significativamente distintos de cero se dieron entre países exportadores de hidrocarburos (Bolivia-Venezuela, Ecuador-

<sup>9</sup> Ello ocurre no sólo porque algunos países son exportadores y otros importadores netos de petróleo. Existe también un efecto indirecto sobre los precios de otros insumos industriales. Cuando aumenta el precio del petróleo, las exportaciones de otras materias primas (cobre, hierro, madera) pueden experimentar caídas en los precios de sus exportaciones, si el aumento en el precio del petróleo da lugar a expectativas de que la actividad económica en los países industriales se resentirá.

<sup>10</sup> Al 10 por ciento de significación. Se utilizó el estadígrafo  $z = \frac{\hat{\rho} \sqrt{n-2}}{\sqrt{1-\hat{\rho}^2}}$ , que tiene una distribución t, con n-2 grados de libertad.  $\hat{\rho}$  es el valor estimado del coeficiente de correlación.

Venezuela y Bolivia-Ecuador) y uno de ellos entre exportadores de cobre (Chile-Perú). Los resultados se muestran en el cuadro 5.3, con los coeficientes significativamente distintos de cero resaltados en negrita.

Un servicio regional de financiamiento compensatorio podría coordinar sus actividades con el servicio homólogo del FMI. De ser esto posible, el fondo regional podría movilizar mayores recursos y contribuir a que los países de la región hicieran más uso del servicio del FMI.

Cuadro 5.3  
AMÉRICA LATINA (10 PAÍSES): COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE  
VARIACIONES EN LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO, 1981-1999

|            | Argentina  | Bolivia | Brasil   | Chile | Colombia |
|------------|------------|---------|----------|-------|----------|
| Bolivia    | 0.62       |         |          |       |          |
| Brasil     | -0.14      | -0.55   |          |       |          |
| Chile      | 0.01       | -0.21   | 0.46     |       |          |
| Colombia   | 0.44       | 0.40    | 0.05     | -0.01 |          |
| Costa Rica | -0.22      | -0.39   | 0.51     | 0.17  | 0.46     |
| Ecuador    | 0.70       | 0.89    | -0.67    | -0.21 | 0.31     |
| Paraguay   | 0.22       | 0.05    | 0.72     | 0.26  | 0.17     |
| Perú       | 0.15       | -0.22   | 0.47     | 0.82  | -0.21    |
| Uruguay    | 0.10       | -0.10   | 0.16     | 0.70  | -0.25    |
| Venezuela  | 0.61       | 0.84    | -0.60    | -0.10 | 0.08     |
|            | Costa Rica | Ecuador | Paraguay | Perú  | Uruguay  |
| Ecuador    | -0.44      |         |          |       |          |
| Paraguay   | 0.10       | -0.28   |          |       |          |
| Perú       | -0.02      | -0.15   | 0.25     |       |          |
| Uruguay    | -0.13      | 0.17    | 0.16     | 0.53  |          |
| Venezuela  | -0.67      | 0.91    | -0.20    | 0.02  | 0.04     |

Fuente: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 1999 (LC/G.2088-P), Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.G.58.

#### D. Coordinación de política económica y de supervisión bancaria

Una institución monetaria regional podría convertirse en un foro adecuado y probablemente muy eficaz para coordinar las políticas económicas de los países de la región con miras a propiciar que los países miembros mantengan los equilibrios macroeconómicos fundamentales para así minimizar la probabilidad de crisis financieras. La coordinación de políticas, que incluiría a aquellas relativas a los flujos de capital, es más

fácil y aceptable entre pares que cuando es impuesta desde una institución lejana y percibida como hostil. Por lo tanto, un mecanismo financiero latinoamericano fortalecido mejoraría los equilibrios macroeconómicos de los miembros y, por esta vía, los haría menos susceptibles al contagio.

Una mayor convergencia de las políticas económicas, conjuntamente con la existencia de un fondo financiero regional que tuviera acceso a importantes recursos, favorecería la estabilidad cambiaria regional y permitiría avanzar hacia una integración mayor de las economías latinoamericanas.

La debilidad de la supervisión bancaria nacional ha sido una de las causas -aunque ciertamente no la única- de las crisis financieras nacionales. Entre otras falencias, los organismos reguladores no han sabido -o no han podido- impedir que los bancos nacionales se endeuden de manera excesiva en moneda extranjera para luego prestar a entidades que no tienen ingresos en divisas. Un organismo financiero regional puede contribuir a elevar sustancialmente los estándares de supervisión prudencial de sus miembros. Como ya se mencionó, contar con estándares apropiados (y asegurar que se cumplan) puede ser una de las condiciones *ex ante* para acceder a recursos del servicio de crédito contingente. Asimismo, el organismo podría instituir evaluaciones periódicas de la supervisión bancaria nacional y establecer estándares que pudiesen ser adoptados por todos sus miembros.

La existencia de un fondo regional también permitiría el intercambio fluido de información sobre las experiencias de los distintos países en lo que se refiere a políticas para la regulación prudencial de los movimientos de capital. Se facilitaría así el avance hacia políticas consensuadas regionalmente en este importante y delicado tema, lo que contribuiría a aliviar las crisis financieras que, como ya hemos señalado, tienden a ser la consecuencia de entradas excesivas de capital extranjero.

## **E. La experiencia reciente**

A pesar de la aguda crisis financiera que ha sacudido a la región de América Latina desde que comenzaron las turbulencias financieras internacionales en la segunda mitad de los años noventa, todavía no se ha logrado avanzar hacia un mayor fortalecimiento de la cooperación financiera regional. Otro grupo de economías emergentes fuertemente afectadas por las crisis financieras internacionales y, en particular, por el contagio financiero, ha tenido un comportamiento mucho más activo en

este campo. Los diez países que conforman la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN)<sup>11</sup>, conjuntamente con Japón, China y la República de Corea firmaron en mayo de 2000 en Chiang Mai, Tailandia, un acuerdo de intercambio de reservas (*swap and repurchase agreement*) en caso de que cualquiera de ellos se viera afectado por una crisis financiera internacional. Los países firmantes de la Iniciativa de Chiang Mai (el llamado grupo de ASEAN+ 3) declararon explícitamente que los objetivos de este nuevo esfuerzo de cooperación financiera regional eran los siguientes: complementar y no reemplazar al Fondo Monetario Internacional; suplementar las reservas internacionales mantenidas por sus miembros en forma individual; coordinar sus políticas macroeconómicas en forma más estrecha, en particular, en vista del creciente grado de integración comercial de sus economías; y avanzar gradualmente hacia la constitución de un Fondo Monetario Asiático (Henning, 2002).

Como se ha señalado en el presente artículo, todos estos objetivos debiesen orientar las políticas financieras de los países latinoamericanos. A diferencia de los países asiáticos, que ya tienen un alto grado de integración comercial, en América Latina se espera que la cooperación financiera *preceda y estimule* la integración comercial, lo que constituye un objetivo de largo plazo de los países de la región.

## VII. Factibilidad y tamaño de un fondo regional ampliado

¿Es factible ampliar la cooperación financiera regional de la manera que estamos sugiriendo en este trabajo? Que lo sea o no, va a depender de la magnitud de las crisis nacionales y del grado de covarianza que exista entre ellas. Si todos los países de la región sufren crisis de balanza de pagos simultáneas por contagio financiero (o por deterioro de los términos del intercambio), un fondo regional podría ser inviable desde el punto de vista financiero.

Para dilucidar las interrogantes sobre la covarianza de las crisis nacionales, se hizo un análisis de correlación, considerando dos países a la vez, entre cambios en los flujos de capitales (descontándoles la inversión extranjera directa y los flujos oficiales) en el período 1978-1998 (cuadro 5.4). El período se dividió en dos subperíodos, 1978-1987 y 1988-1998, para ver hasta qué punto ha aumentado la covarianza entre los flujos de capital a distintos países. En el cuadro 5.4, los coeficientes de correlación

---

<sup>11</sup> Indonesia, Vietnam, Malasia, Singapur, Filipinas, Tailandia, Brunei, Camboya, República Democrática Popular Lao y Myanmar.

bilaterales que son significativamente distintos de cero al 10% de significación aparecen en **negrita** y en *cursiva*.

Este análisis reveló que, efectivamente, hay bastante covarianza entre los flujos de capital a distintos países latinoamericanos, pero ella no es tan elevada como para hacer financieramente inviable un fondo regional. En 1988-1998, sólo 22 de 55 coeficientes de correlación fueron significativamente distintos de cero y positivos. Otra conclusión que puede avalar la necesidad de contar con un fondo regional es el aumento que ha experimentado en el tiempo el número de correlaciones bilaterales elevadas: las correlaciones positivas y significativamente distintas de cero aumentaron de 11 a 22 entre 1978-1987 y 1988-1998, mientras que las negativas (y significativas) se mantuvieron constantes en dos.

Cuadro 5.4  
AMÉRICA LATINA (10 PAÍSES): COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE LAS  
ENTRADAS NETAS DE CAPITAL 1978-1998<sup>a</sup>

| 1978-1998  |            |         |          |       |          |
|------------|------------|---------|----------|-------|----------|
|            | Argentina  | Bolivia | Brasil   | Chile | Colombia |
| Bolivia    | 0.02       |         |          |       |          |
| Brasil     | 0.30       | -0.20   |          |       |          |
| Chile      | 0.22       | -0.49   | 0.41     |       |          |
| Colombia   | 0.50       | -0.07   | 0.61     | 0.29  |          |
| Costa Rica | 0.54       | -0.07   | 0.38     | 0.17  | 0.13     |
| Ecuador    | 0.27       | -0.19   | 0.66     | 0.38  | 0.09     |
| Paraguay   | 0.58       | -0.01   | 0.51     | 0.34  | 0.37     |
| Perú       | 0.58       | -0.43   | 0.62     | 0.61  | 0.40     |
| Uruguay    | 0.29       | 0.05    | 0.26     | 0.45  | 0.03     |
| Venezuela  | 0.04       | 0.13    | -0.09    | 0.16  | -0.39    |
|            | Costa Rica | Ecuador | Paraguay | Perú  | Uruguay  |
| Ecuador    | 0.66       |         |          |       |          |
| Paraguay   | 0.47       | 0.45    |          |       |          |
| Perú       | 0.52       | 0.42    | 0.76     |       |          |
| Uruguay    | 0.27       | 0.32    | 0.38     | 0.30  |          |
| Venezuela  | 0.15       | 0.37    | 0.25     | 0.00  | 0.08     |

(Continuación)

Cuadro 5.4 (conclusión)

| 1978-1987  |            |         |          |       |          |
|------------|------------|---------|----------|-------|----------|
|            | Argentina  | Bolivia | Brasil   | Chile | Colombia |
| Bolivia    | -0.20      |         |          |       |          |
| Brasil     | 0.27       | -0.23   |          |       |          |
| Chile      | 0.41       | -0.57   | 0.39     |       |          |
| Colombia   | -0.19      | -0.29   | 0.42     | 0.46  |          |
| Costa Rica | 0.67       | 0.26    | 0.42     | 0.11  | -0.11    |
| Ecuador    | 0.65       | -0.05   | 0.75     | 0.35  | 0.07     |
| Paraguay   | 0.36       | 0.00    | 0.42     | 0.58  | 0.19     |
| Perú       | 0.32       | -0.76   | 0.55     | 0.75  | 0.43     |
| Uruguay    | 0.38       | 0.06    | 0.11     | 0.45  | -0.37    |
| Venezuela  | 0.71       | 0.29    | 0.13     | 0.17  | -0.38    |
|            | Costa Rica | Ecuador | Paraguay | Perú  | Uruguay  |
| Ecuador    | 0.83       |         |          |       |          |
| Paraguay   | 0.30       | 0.44    |          |       |          |
| Perú       | 0.05       | 0.33    | 0.56     |       |          |
| Uruguay    | 0.13       | 0.30    | 0.36     | 0.04  |          |
| Venezuela  | 0.88       | 0.62    | 0.22     | -0.08 | 0.43     |
| 1988-1998  |            |         |          |       |          |
|            | Argentina  | Bolivia | Brasil   | Chile | Colombia |
| Bolivia    | 0.51       |         |          |       |          |
| Brasil     | 0.36       | 0.33    |          |       |          |
| Chile      | 0.33       | 0.47    | 0.44     |       |          |
| Colombia   | 0.60       | 0.18    | 0.88     | 0.33  |          |
| Costa Rica | 0.65       | 0.06    | 0.13     | -0.01 | 0.33     |
| Ecuador    | 0.36       | 0.07    | 0.33     | 0.27  | 0.39     |
| Paraguay   | 0.62       | 0.82    | 0.57     | 0.15  | 0.51     |
| Perú       | 0.71       | 0.80    | 0.63     | 0.52  | 0.52     |
| Uruguay    | 0.60       | 0.55    | 0.73     | 0.33  | 0.60     |
| Venezuela  | -0.10      | 0.38    | -0.43    | 0.14  | -0.41    |
|            | Costa Rica | Ecuador | Paraguay | Perú  | Uruguay  |
| Ecuador    | -0.24      |         |          |       |          |
| Paraguay   | 0.13       | 0.30    |          |       |          |
| Perú       | 0.51       | 0.12    | 0.76     |       |          |
| Uruguay    | 0.57       | 0.17    | 0.67     | 0.92  |          |
| Venezuela  | -0.56      | -0.06   | 0.10     | -0.22 | -0.56    |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales, Anuario 1999, Washington, D.C., 1999.

<sup>a</sup> Excluidos los flujos de inversión extranjera directa y los flujos oficiales.

Con el objeto de establecer el orden de magnitud que debiera tener un fondo regional, también se examinaron los cambios anuales en los flujos de capital privados -excluyendo la inversión extranjera directa- a los seis países más grandes de la región, salvo México, en el período 1991-1998. Si las salidas anuales se producen simultáneamente de todos los países, es poco probable que un fondo regional pueda hacerles frente. En el cuadro 5.5, se puede advertir una tendencia a que, tanto los aumentos como las disminuciones de los capitales extranjeros privados estén correlacionados entre los países. Sin embargo, hay suficiente divergencia en las situaciones individuales como para que un fondo regional sea viable. Por ejemplo, mientras en Argentina había grandes necesidades de financiamiento en 1994 debido a la "crisis del tequila", Brasil exhibía cuantiosas entradas de capital. Exactamente lo contrario ocurrió en 1997-1998. Las mayores necesidades de financiamiento se registraron en 1994-1995 y 1997-1998. El monto máximo de dichas necesidades puede estimarse como la suma de las cifras negativas en el cuadro 5.5. En estos años de crisis, dichas cifras se ubicaron entre los 25 y 30 mil millones de dólares, ciertamente abordables por un fondo regional.

Es importante considerar que la existencia de un fondo regional con capacidad para enfrentar crisis podría resultar en un cambio de régimen: al detener una crisis en un país, la probabilidad de que ella se extienda a otros países podría disminuir considerablemente. En otras palabras, la existencia del fondo reduciría la covarianza de los flujos de capital a los países de la región.

Cuadro 5.5  
AMÉRICA LATINA: CAMBIOS EN LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADOS<sup>a</sup>  
SEIS PAÍSES DE LA REGIÓN, 1991-1998  
(En miles de millones de dólares)

|      | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Perú | Venezuela | Suma <sup>b</sup> |
|------|-----------|--------|-------|----------|------|-----------|-------------------|
| 1991 | 5.6       | 0.7    | -2.3  | -0.6     | -0.2 | -12.8     | -15.8             |
| 1992 | 3.9       | 9.0    | 1.6   | 0.6      | 1.1  | 1.4       | 0.0               |
| 1993 | 26.2      | 2.7    | 0.2   | 2.9      | -0.5 | -0.9      | -1.4              |
| 1994 | -21.6     | 31.5   | 0.1   | 0.2      | 0.5  | -5.3      | -26.9             |
| 1995 | -11.6     | -15.3  | -1.6  | 1.1      | 0.1  | 1.3       | -28.5             |
| 1996 | 8.7       | 1.7    | 1.2   | 0.0      | -0.5 | 0.4       | -0.5              |
| 1997 | 1.4       | -18.4  | -1.0  | -3.2     | 2.3  | -1.0      | -23.6             |
| 1998 | 4.0       | -20.9  | -4.6  | 0.6      | -2.7 | 0.8       | 28.2              |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales, 1999, Washington, D.C., 1999.

<sup>a</sup> Excluida la inversión extranjera directa.

<sup>b</sup> De las disminuciones de financiamiento privado.

Si es efectivo que las crisis son secuenciales, y que la existencia de un fondo de dimensión adecuada disminuiría la probabilidad de contagio a otros países de la región, el fondo debiera tener suficientes recursos como para que un país miembro vulnerable y con capacidad para generar contagio pudiera enfrentar la no renovación de su deuda de corto plazo. Un fondo que contara, digamos, con un 15% de las reservas (en 1997, el último año "normal" para la región en su conjunto) de los 11 países incluidos en el cuadro 5.6 (unos 20 mil millones de dólares), podría cubrir cómodamente fugas de capitales equivalentes a toda la deuda de corto plazo de cada país del grupo, excepto la de Brasil. Para enfrentar posibilidades de fugas de capital simultáneas desde más de un país, líneas de crédito contingentes como las sugeridas más arriba dotarían al fondo de una capacidad financiera aun mayor.

La primera línea de defensa en contra de las fugas de capital son las reservas propias. Como también se observa en el cuadro 5.6, los países latinoamericanos son bastante prudentes en este sentido, ya que en casi todos ellos, las reservas en 1997 superaban con holgura el total de su deuda de corto plazo, lo que no sucedió en los países asiáticos en la última crisis. Sin embargo, es necesario tomar en cuenta que, en una crisis, las fugas de capital tienen otros componentes, como la liquidación de inversiones extranjeras de cartera y la sustitución por parte de inversionistas nacionales de activos en moneda nacional por otros denominados en moneda extranjera.

En situaciones de crisis, la dimensión máxima de las presiones sobre la balanza de pagos está dada por la cantidad de dinero. Si los agentes pierden totalmente la confianza en una economía, buscarán convertir una alta proporción de sus activos líquidos en divisas. Esos activos líquidos están determinados por los acervos de dinero nacional, que para estos fines podemos medir como M1 (monedas y billetes en circulación más depósitos a la vista) o M2 (M1 más depósitos a plazo y depósitos de ahorro). Las cifras correspondientes también se muestran en el cuadro 5.6. El 15% de las reservas de los 11 países allí considerados asciende a 20.4 mil millones de dólares. Esto indica que todos ellos, salvo Brasil y Argentina, podrían enfrentar una fuga de capitales equivalente a la totalidad de su M2 con reservas propias (85% de la cifra indicada en el cuadro 5.6 como reservas internacionales) y las de un fondo constituido con el 15% de las reservas de los 11 países en conjunto. Argentina, por su parte, podría financiar salidas de capital equivalentes a todo su M1 y más de la mitad de su M2. Dicho de otra manera, un fondo con 15% de las reservas representa un potencial importante para disuadir ataques especulativos en contra de las monedas de los países de la región. Si se le pudieran agregar otras fuentes de financiamiento, como las sugeridas más arriba, el fondo propuesto podría desempeñar un importante papel en la promoción de la estabilidad de las economías latinoamericanas.

Cuadro 5.6  
 AMÉRICA LATINA (11 PAÍSES): RESERVAS INTERNACIONALES,  
 DEUDA DE CORTO PLAZO Y CANTIDAD DE DINERO, 1997  
 (En miles de millones de dólares)

|            | Reservas internacionales | Deuda de corto plazo | Cantidad de dinero (M1) | Cantidad de dinero (M2) |
|------------|--------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|
| Argentina  | 22.8                     | 18.0                 | 21.5                    | 77.6                    |
| Bolivia    | 1.2                      | 0.4                  | 0.7                     | 3.8                     |
| Brasil     | 52.0                     | 36.2                 | 47.3                    | 236.5                   |
| Chile      | 17.7                     | 9.9                  | 7.7                     | 33.6                    |
| Colombia   | 9.7                      | 5.7                  | 10.3                    | 24.9                    |
| Costa Rica | 1.3                      | 0.5                  | 1.5                     | 4.0                     |
| Ecuador    | 2.2                      | 2.1                  | 1.7                     | 6.7                     |
| Paraguay   | 0.7                      | 0.5                  | 0.9                     | 2.9                     |
| Perú       | 11.3                     | 6.8                  | 5.7                     | 16.8                    |
| Uruguay    | 1.7                      | 1.9                  | 1.1                     | 8.6                     |
| Venezuela  | 15.2                     | 4.4                  | 11.4                    | 19.0                    |
| Total      | 135.8                    | 86.3                 |                         |                         |

Fuente: Banco Mundial, Indicadores financieros globales, 1999, Washington, D.C., 1999; Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales, 1999, Washington, DC., 1999.

## VIII. Conclusiones

En este artículo se ha argumentado en favor de la creación de un fondo regional que contribuya a llenar un vacío en la arquitectura financiera internacional. Tal fondo sería de gran utilidad para los países de la región como línea adicional de defensa ante las crisis financieras internacionales, que se han vuelto cada vez más exógenas a las políticas nacionales y que probablemente continuarán golpeando a la región aun cuando los países continúen mejorando la calidad de sus políticas macroeconómicas.

Por supuesto, un fondo regional no puede sustituir a la prudencia macroeconómica. Más bien, su existencia contribuiría a que los países de la región fuesen mejorando la calidad de sus políticas macroeconómicas. Un fondo con recursos importantes para prestar a países que pongan en práctica buenas políticas sería un incentivo poderoso en esa dirección.

El fondo regional puede concebirse en el marco de una reforma profunda de la arquitectura financiera actual o como un organismo que se inserte en un sistema que no sufriría variaciones fundamentales. Aunque el primer escenario es el más favorable desde el punto de vista de la eficiencia del nuevo organismo para proteger a los países de la región de los efectos adversos de turbulencias financieras internacionales, en el segundo escenario dicho fondo sería aun más necesario. Por lo demás,

como hemos argumentado en la sección anterior, el fondo regional no está fuera del alcance de las capacidades financieras de los países latinoamericanos en las circunstancias actuales.

Un fondo regional como el propuesto tendría la misión adicional, de gran importancia para el desarrollo futuro de la región, de contribuir a la integración de la economía regional a través de la promoción de la estabilidad cambiaria y la coordinación de políticas macroeconómicas. En sus políticas para promover la integración regional, hasta ahora, los países han privilegiado el avance hacia la armonización de las políticas comerciales. Las barreras comerciales entre ellos han tendido a disminuir significativamente en la última década, y los retrocesos que se han observado han estado casi siempre relacionados con turbulencias financieras. En algunos casos, los gobiernos han tenido que recurrir a la protección comercial para defenderse de los efectos de entradas de capital que aprecian el tipo de cambio y amenazan a actividades nacionales transables. En otros, la fuga de capitales provoca crisis de balanza de pagos que no dejan más alternativa que restringir los flujos comerciales. Definitivamente, la mayor amenaza que se cierne sobre el progreso de la integración regional es la inestabilidad financiera internacional, que ha acrecentado significativamente la volatilidad cambiaria y la inestabilidad interna de los países de la región.

El mecanismo institucional propuesto podría amortiguar los efectos adversos de la inestabilidad financiera internacional sobre las economías nacionales y, además, contribuir a que los países puedan avanzar hacia la integración económica. Con cada crisis financiera de las que azotan periódicamente a los países de la región, los avances en materia de integración que se logran con mucho esfuerzo suelen ser sucedidos por retrocesos parciales. Una mayor estabilidad en los tipos de cambio y de las economías internas permitiría a los países de América Latina converger hacia la deseada integración comercial, sueño nacido hace cuatro décadas y aún no realizado.

## Bibliografía

- Agosin, M.R. (1999), *Towards a New Architecture for the International Financial System: Lessons from the Financial Crisis*, Documento de trabajo, N° 1, Santiago de Chile, Universidad de Chile, Departamento de Economía, Centro de Economía Internacional y Desarrollo (CENDES).
- Agosin, M.R. y R. Ffrench-Davis (1997), "Managing capital inflows in Chile", *Estudios de economía*, vol. 24, N° 2, Santiago de Chile, Universidad de Chile, Departamento de Economía.
- Ahluwalia, M.S. (2000), *Reforming the Global Financial Architecture*, Secretaría del Commonwealth, Londres, abril.
- Banco Mundial (1999), *Global Development Finance, Country Tables, 1999*, Washington, D.C.
- Barrera, R. y M. Cárdenas (1997), "On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, N° 1, Amsterdam, Países Bajos, Elsevier Science Publishers, B.V.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*, IMF Staff Papers, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1990), *La cooperación regional en los campos financiero y monetario*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 5 (LC/L.603), Santiago de Chile.
- (1999), *Balace preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 1999* (LC/G.2088-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.G.58.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995), "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, Santiago de Chile, CEPAL/Fondo de Cultura Económica (FCE).

- Eatwell, J. (1997), "International capital liberalization: The impact on world development", *Estudios de economía*, vol. 24, N° 2, Santiago de Chile, Universidad de Chile, Departamento de Economía.
- Eichengreen, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (1998), Memoria anual, 1997-1998, Santafé de Bogotá.
- (2000), Propuesta para la transformación del Fondo Latinoamericano de Reservas en un fondo monetario latinoamericano, Santafé de Bogotá, marzo.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1998), *Estadísticas financieras internacionales: Anuario 1998*, Washington, D.C.
- (1999), *Estadísticas financieras internacionales: Anuario 2000*, Washington, D.C.
- Henning, C.R. (2002), "East Asian financial cooperation", *Policy Analysis in International Economics*, N° 68, Washington, D.C., septiembre.
- Kaminsky, G. y C.M. Reinhart (1996), *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems*, International finance discussion paper, N° 544, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, marzo.
- Kaminsky, G., S.Lizondo y C.M. Reinhart (1998), *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Staff Papers, vol. 45, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Krugman, P. (1979), "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, N° 3, Columbus, Ohio, Ohio State University.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica, Documento de trabajo, N° 64, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, febrero.
- Mistry, P.S. (1999), "Coping with financial crises: Are regional arrangements the missing link?", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 10 (UNCTAD/GDS/MDPB/5), Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.D.14.
- Ocampo, J.A. (1999), La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- Ocampo, J.A. y R. Steiner (1994), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, J.A. Ocampo (comp.), Santafé de Bogotá, Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO)/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Ocampo, J.A. y C. Tovar (1999), *Price-based Capital Account Regulations: the Colombian Experience*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 87 (LC/L.1243-P), Santiago de Chile, CEPAL. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.G.41.
- Rodrik, D. y A. Velasco (1999), "Short-term capital flows", *ABCDE Conference*, Washington, D.C., Banco Mundial.

## Capítulo VI

# La banca multilateral de desarrollo en América Latina

Francisco Sagasti

(con la colaboración de Fernando Prada)

### Resumen

El espacio de acción que puede denominarse financiamiento para el desarrollo se ubica en la intersección del “sistema de organizaciones internacionales de desarrollo” y el “sistema financiero internacional”. En este espacio se encuentran diversas instituciones, como las organizaciones del sistema de las Naciones Unidas, los organismos regionales, los organismos bilaterales de cooperación, las fundaciones privadas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los bancos multilaterales de desarrollo (BMD). Este trabajo enfatiza que los BMD ocupan un lugar privilegiado en dicha intersección, pues interactúan con todas las instituciones asociadas con la promoción del desarrollo y las finanzas internacionales.

### I. Introducción

Dentro del sistema financiero internacional el modelo de los bancos multilaterales de desarrollo (gráfico 6.1) constituye una de las innovaciones institucionales más importantes de los últimos cincuenta años. Si bien no han estado libres de problemas y limitaciones, estas instituciones pueden

exhibir importantes logros en cuanto a sus relaciones con los países miembros, los inversionistas privados y la comunidad académica, entre otros. Cabe señalar que no existe otro tipo de instituciones que provean un rango comparable de productos y servicios a la comunidad internacional. Ni las fuentes privadas de financiamiento ni las agencias bilaterales de cooperación podrían haber movilizad o recursos financieros tan eficazmente en términos de costo, monto y grado de apalancamiento, poniendo al mismo tiempo a disposición de sus prestatarios una amplia gama de servicios complementarios (asistencia técnica, información estadística, diálogo sobre políticas económicas, gestión de fondos fiduciarios, estudios sobre el desarrollo, evaluación del gasto público, capacitación de funcionarios, donaciones para financiar bienes públicos internacionales, entre otros). Más aún, salvo por los mecanismos automáticos de movilización de recursos -por ejemplo, los impuestos globales como el “impuesto Tobin” que, por el momento, sólo existen en teoría-, no se cuenta con un diseño institucional comparable al de los bancos multilaterales de desarrollo en lo que se refiere a su capacidad para movilizar recursos hacia los países en desarrollo.

Gráfico 6.1  
EL SISTEMA DE ORGANIZACIONES INTERNACIONALES PARA EL DESARROLLO,  
EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL Y LA BANCA MULTILATERAL DE  
DESARROLLO



Fuente: Keith Bezanson, Francisco Sagasti y otros, *A Foresight and Policy Study of Multilateral Development Banks*, Instituto de Estudios para el Desarrollo, Universidad de Sussex/Ministerio de Relaciones Exteriores de Suecia, Estocolmo, 2000.

## II. La banca multilateral y el financiamiento del desarrollo

Entre los productos que ofrecen los bancos multilaterales de desarrollo se incluyen préstamos de largo plazo, a tasas de interés generalmente más favorables que las de mercado para la gran mayoría de países prestatarios; préstamos de largo plazo y a tasas de interés muy bajas; provisión de garantías para la inversión privada; donaciones para asistencia técnica; fortalecimiento de la capacidad de los países prestatarios (véase el anexo 2). Los recursos para préstamos regulares se obtienen de los mercados internacionales de capital mediante la emisión de bonos, en tanto que aquellos destinados a los préstamos concesionales y las donaciones provienen de contribuciones de los países donantes (mediante reposiciones periódicas y el establecimiento de fondos fiduciarios), así como de los ingresos netos de los bancos multilaterales de desarrollo.

### Recuadro 6.1 BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO

---

Los bancos multilaterales de desarrollo son intermediarios financieros internacionales, cuyos accionistas son los “prestatarios” (países en desarrollo) y los “contribuyentes” o “donantes” (países desarrollados). Estos bancos tienen una estructura de capital peculiar, en la que se hace una distinción entre “capital exigible” y “capital pagado”, lo que les permite movilizar de manera muy eficaz recursos de los mercados financieros y luego prestarlos a los países en desarrollo en condiciones más favorables que las que les ofrecen estos mercados. Asimismo, movilizan recursos de fuentes oficiales en los países donantes a fin de otorgar préstamos blandos a los países en desarrollo más pobres. Además, proveen asistencia técnica y asesoría para el desarrollo económico y social, así como una amplia gama de servicios complementarios a los países en desarrollo y a la comunidad internacional.

---

Fuente: Elaborado por el autor, 2002.

Por otra parte, los bancos multilaterales de desarrollo se distinguen por su carácter de acreedor preferencial en su relación con los prestatarios, lo que les permite estar en una condición más favorable que la de los acreedores privados, y por su bajo *ratio* de capital total a volumen de préstamos (*gearing ratio*), que les permite obtener una buena calificación para sus emisiones de bonos por parte de las agencias calificadoras de riesgo y así conseguir fondos de los mercados de capital a tasas preferenciales. Este *ratio* favorable se debe principalmente a la distinción entre “capital exigible” y “capital pagado”, que es una característica específica de los bancos multilaterales de desarrollo. El volumen total de

préstamos de un banco de este tipo no puede exceder su “capital autorizado”, que incluye el capital exigible, el capital pagado y las reservas, lo que implica mantener un coeficiente de apalancamiento de uno a uno.<sup>1</sup> La clave de la operación de la banca multilateral está en que los países miembros no hacen efectivo sus aportes de capital exigible, sino que se comprometen a aportarlo en el caso -nunca visto hasta el momento- de que un banco multilateral enfrente problemas, debido a una cesación masiva de pagos de sus prestatarios. En realidad, el capital exigible constituye una garantía de aporte de capital solventada en la capacidad financiera de los Estados miembros accionistas de un banco multilateral de desarrollo y en su compromiso político con éste.

Los bancos multilaterales de desarrollo otorgan préstamos directos a las entidades del gobierno central o a otras instituciones gubernamentales (provincias, municipios, organizaciones públicas descentralizadas) que cuentan con garantías del gobierno. No obstante, en los últimos dos decenios han aumentado significativamente sus operaciones con el sector privado, ya sea en forma directa o a través de organizaciones afiliadas. Existen más de veinte instituciones financieras de propiedad conjunta de Estados soberanos cuyas características permiten definir las como bancos multilaterales. Además de dichos bancos, esta definición abarca a varios fondos multilaterales que, en la práctica, operan como un banco multilateral de desarrollo (recuadro 6.2).

Desde la creación de estas instituciones, ha existido una tensión fundamental entre sus funciones de financiamiento y de desarrollo. Por un lado, los bancos multilaterales de desarrollo deben conseguir capital en los mercados financieros internacionales para sus préstamos regulares y obtener recursos de los países donantes para sus préstamos blandos, lo que implica tener un comportamiento ejemplar en cuanto a su desempeño como banco y sus coeficientes financieros. Por otro lado, deben proveer asistencia técnica, reforzar instituciones, crear capacidad, y otorgar donaciones y préstamos a sus países miembros en condiciones favorables, lo que se traduce en gastos operativos elevados para proveer estos servicios y algún tipo de subsidio para llevar a cabo estas operaciones.

---

<sup>1</sup> En la banca privada este coeficiente o ratio es mucho más alto. Por ejemplo, en el Acuerdo de Basilea sobre coeficientes mínimos de capital se estipula que los bancos privados deben tener un mínimo de capital equivalente a un 8% de sus activos ponderados por riesgo, que equivaldría a un coeficiente de aproximadamente 1 a 12.

Recuadro 6.2  
LA FAMILIA DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO

---

- a) El grupo del Banco Mundial
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF)
  - Asociación Internacional de Fomento (AIF)
  - Corporación Financiera Internacional (CFI)
- b) Bancos regionales de desarrollo
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID)
  - Fondo para Operaciones Especiales (FOE)
  - Corporación Interamericana de Inversiones (CII)
  - Banco Africano de Desarrollo (BAfD)
  - Fondo Africano de Desarrollo (FAD)
  - Banco Asiático de Desarrollo (BASD)
  - Fondo Asiático de Desarrollo (FAsD)
  - Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD)
- c) Bancos subregionales de desarrollo
- Banco Europeo de Inversiones (BEI)
  - Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)
  - Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)
  - Corporación Andina de Fomento (CAF)
  - Banco Nórdico de Inversiones
  - Banco Islámico de Desarrollo
  - Banco de Desarrollo del África Oriental (BDAO)
  - Banco Árabe para el Desarrollo Económico de África (BADEA)
  - Banco de Desarrollo del África Occidental (BOAD)
  - Banco de Desarrollo de América del Norte (BDAN)
- d) Otros fondos
- Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA)
  - Fondo Nórdico de Desarrollo
  - Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA)
  - Fondo Árabe para el Desarrollo Económico y Social (FADES)
  - Fondo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)
  - Banco Latinoamericano de Exportaciones (BLADEX)
- 

Fuente: Elaborado por el autor, 2002.

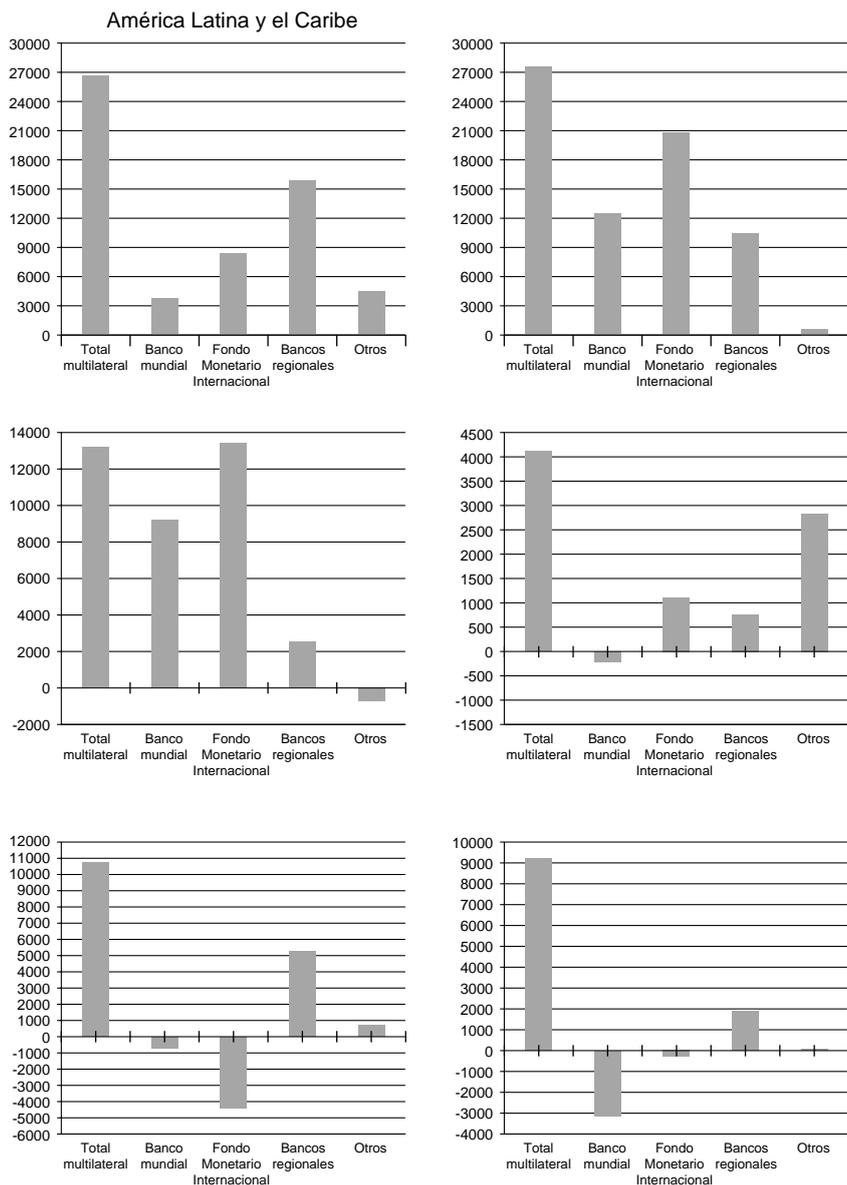
Nota: El grupo del Banco Mundial incluye también al Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI) y el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) que no otorgan préstamos. En el anexo 2 se presenta un resumen de las principales características de los bancos multilaterales de desarrollo que operan en América Latina.

Durante los últimos años, ha sido cada vez más difícil mantener un equilibrio al actuar como intermediario financiero y, al mismo tiempo, atender las necesidades de desarrollo de los países prestatarios. Esto se debe, en gran medida, a la amplia gama de nuevos ámbitos en los que han incursionado los bancos multilaterales de desarrollo luego del fin de la Guerra Fría: protección del medio ambiente, prevención de conflictos, apoyo a las economías en transición, ayuda para controlar la propagación de las epidemias, conservación de la biodiversidad, reducción de la brecha digital, participación en la ayuda humanitaria y contribución a los rescates financieros de economías en dificultades, entre otros. Este conjunto de nuevas actividades sugiere que se ha asignado una nueva función a los bancos multilaterales: la provisión de bienes públicos regionales y globales.

Esta nueva función se suma a sus funciones tradicionales de financiamiento y de desarrollo, y va mucho más allá de la divulgación de información y la elaboración de estudios, que hasta hace poco constituían la limitada participación de los bancos multilaterales en la provisión de bienes públicos internacionales (véase la sección IV).

A partir de la crisis de la deuda de América Latina a principios del decenio de 1980 y, con mayor fuerza, como consecuencia de las crisis financieras mundiales experimentadas durante los años noventa (crisis mexicana, asiática, rusa y argentina), el papel de financiamiento de la banca multilateral ha adquirido especial relevancia. Sin embargo, la importancia relativa de algunos de estos actores (FMI, Banco Mundial y la banca multilateral regional) ha variado significativamente en las distintas regiones durante los últimos años (gráfico 2). Por ejemplo, en contraste con la región del Asia oriental y el Pacífico, donde el FMI ha tenido mucho peso en los flujos netos de fuentes multilaterales en el período 1995-1999, en América Latina la banca regional ha sido la fuente principal de flujos netos positivos en este período, incluso sin considerar el papel que han desempeñado los bancos subregionales.

Gráfico 6.2  
 FLUJOS NETOS DE FUENTES MULTILATERALES POR REGIÓN, 1995-1999  
 (En millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, versión en CD-ROM, 2001.

Nota: La definición "multilateral", en la contabilidad de flujos para el Banco Mundial incluye al Fondo Monetario Internacional.

### III. Evolución y situación de la banca multilateral de desarrollo en América Latina

Los países de América Latina han mantenido una relación muy estrecha con la banca multilateral de desarrollo desde sus inicios. El Banco Mundial comenzó a operar en 1946, luego de su creación en 1944, bajo el nombre de Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), en el marco del Acuerdo de Bretton Woods que también dio origen al Fondo Monetario Internacional. El principal objetivo de estas instituciones fue evitar un colapso económico mundial como el que ocurrió en los años treinta. Durante sus primeros decenios de existencia, su funcionamiento estuvo fuertemente influenciado por la Guerra Fría. Entre los países de América Latina que suscribieron la creación del BIRF se encuentran Colombia, Costa Rica, Chile, Honduras, Haití, México, Venezuela, Paraguay, Uruguay y Perú.

El propósito inicial del BIRF fue ayudar en la reconstrucción de las economías de Europa y Japón, luego de los estragos causados por la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, en un comienzo debió enfrentar lo que podría considerarse como la competencia del “Plan Marshall”. Durante sus primeros años de operación (entre 1947 y 1950), el BIRF colocó con éxito bonos en el mercado norteamericano y dirigió sus préstamos (aproximadamente el 81% de su cartera) principalmente a Francia y otros estados europeos. En este período, el resto de los préstamos se concentró en América Latina. En 1947, Chile recibió el primer préstamo dirigido a países en desarrollo, que incluyó partidas para financiar la generación de energía, el desarrollo forestal, las instalaciones portuarias y el mejoramiento de la red ferroviaria y el transporte urbano.

Durante los años cincuenta, el BIRF tuvo como clientes a cerca de treinta países en desarrollo, muchos de ellos latinoamericanos. Entre el pequeño grupo de clientes regulares hasta 1960, cabe destacar los siguientes: Colombia, que recibió 16 préstamos; Perú, con 11 préstamos; Nicaragua y Brasil, con diez préstamos cada uno; y Chile y México, con ocho préstamos cada uno. Desde la creación del BIRF hasta fines del decenio de 1950, la distribución de la cartera por sectores estuvo muy sesgada hacia los sectores de la energía y el transporte, que representaron el 85% del total de préstamos dirigidos a los países de menor desarrollo. El resto de los préstamos se destinó principalmente a actividades extractivas y al sector financiero, y un porcentaje menor a las actividades de desarrollo agrícola. Los sectores sociales no recibieron préstamos durante este período (cuadro 6.1).

Cuadro 6.1  
PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO A PAÍSES DE  
AMÉRICA LATINA POR SECTORES ECONÓMICOS  
(En millones de dólares y en porcentajes)

| Período   | Desarrollo productivo |      | Infraestructura física |      | Desarrollo social |      | Otros    |      | Monto total |
|---|-----------------------|------|------------------------|------|-------------------|------|----------|------|-------------|
|   | Monto                 | %    | Monto                  | %    | Monto             | %    | Monto    | %    |             |
| <b>Banco Mundial</b>  |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1947-1960   | 119.3                 | 10.3 | 1 033.4                | 88.9 | 0                 | 0    | 10       | 0.9  | 1 162.7     |
| 1961-1970   | 456.0                 | 13.5 | 2 688.4                | 79.7 | 123.1             | 3.6  | 106.5    | 3.2  | 3 374.0     |
| 1971-1980   | 4 861.0               | 33.3 | 6 051.1                | 41.4 | 2 026.4           | 13.9 | 1 679.5  | 11.5 | 14 618.0    |
| 1981-1990   | 13 723.3              | 31.7 | 11 996.7               | 27.7 | 6 576.9           | 15.2 | 11 020.2 | 25.4 | 43 317.1    |
| 1991-2000   | 6 359.0               | 10.6 | 11 616.3               | 19.4 | 21 933.7          | 36.6 | 20 060.4 | 33.5 | 59 969.4    |
| <b>Banco Interamericano de Desarrollo</b>                         |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1961-1969   | 1 297.0               | 36.0 | 1 556.0                | 43.2 | 753.0             | 20.9 | 0        | 0    | 3 606.0     |
| 1970-1980   | 5 783.0               | 40.6 | 5 502.0                | 38.7 | 2 305.0           | 16.2 | 644.0    | 4.5  | 14 234.0    |
| 1981-1990   | 9 637.0               | 33.1 | 11 878.0               | 40.7 | 5 635.0           | 19.3 | 2 005.0  | 6.9  | 29 155.0    |
| 1991-2000   | 6 219.1               | 10.4 | 10 306.5               | 17.3 | 24 178.6          | 40.6 | 18 908.0 | 31.7 | 59 612.2    |
| <b>Banco Centroamericano de Integración Económica</b>             |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1961-197  | 77.6                  | 28.0 | 172.4                  | 62.2 | 15.2              | 5.5  | 12.0     | 4.3  | 277.2       |
| 1971-1980   | 216.3                 | 19.4 | 670.8                  | 60.2 | 190.2             | 17.1 | 36.6     | 3.3  | 1 113.9     |
| 1981-1990   | 23.7                  | 2.8  | 538.5                  | 63.5 | 105.8             | 12.5 | 179.6    | 21.2 | 847.6       |
| 1991-2000   | 185.2                 | 6.1  | 1 148.6                | 37.7 | 447.9             | 14.7 | 1 266.1  | 41.5 | 3 047.9     |
| <b>Corporación Andina de Fomento</b>                              |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1971-1990   | 1 379.1               | 68.3 | 627.8                  | 31.1 | 0.4               | 0    | 11.5     | 0.6  | 2 018.8     |
| 1991-2000   | 2 996.4               | 13.3 | 9 728.9                | 43.1 | 313.5             | 1.4  | 9 529.0  | 42.2 | 22 567.7    |
| <b>Banco de Desarrollo del Caribe</b>                             |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1970-1981   | 110.5                 | 30.7 | 130                    | 36.1 | 29.6              | 8.2  | 90       | 25.0 | 360.1       |
| 1982-1989   | 114.4                 | 26.7 | 136.0                  | 31.8 | 30.5              | 7.1  | 147.4    | 34.4 | 428.3       |
| 1990-2000   | 119.6                 | 10.5 | 338.5                  | 29.7 | 168.3             | 14.8 | 511.4    | 45.0 | 1 137.8     |
| <b>Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata</b> |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1977-1990   | 30.2                  | 21.7 | 99.8                   | 71.7 | 3.5               | 2.5  | 5.6      | 4.0  | 139.1       |
| 1990-1999   | 26.9                  | 11.0 | 180.1                  | 73.8 | 21.7              | 8.9  | 15.3     | 6.3  | 244.0       |
| <b>Banco de Desarrollo de América del Norte</b>                   |                       |      |                        |      |                   |      |          |      |             |
| 1994-2001   | 0                     | 0    | 297.1                  | 100  | 0                 | 0    | 0        | 0    | 297.1       |

Fuente: Elaborado por el autor, sobre la base de los informes anuales de las instituciones, varios años.  
Nota: Estos agregados tratan de reflejar el destino de los préstamos de los bancos multilaterales de desarrollo, pero no constituyen en todos los casos categorías homogéneas, puesto que cada banco tiene sus propios criterios de agregación. Los préstamos para el desarrollo productivo se destinan a los sectores de industria, minería, turismo y agricultura. En el caso del sector social, los préstamos se orientan a los sectores de salud, educación, saneamiento y vivienda. La infraestructura física atañe al sector de transporte, comunicaciones y energía. En la categoría "otros", se incluyen los préstamos para el comercio exterior, el financiamiento multisectorial, la reforma del Estado, el apoyo al sector financiero, la preinversión, entre otros.

El decenio de 1960 también estuvo marcado por la tendencia del Banco Mundial a financiar proyectos de infraestructura, para lo cual destinó el 75% del total de su cartera. La creación del BID en 1959, el

primer banco multilateral regional del mundo, se debió en parte a la reacción de América Latina frente a la política de préstamos del Banco Mundial, que no otorgaba la importancia suficiente al financiamiento de los sectores agrícola y social. En los años cincuenta, estos sectores recibieron sólo el 3% del financiamiento total del Banco Mundial. En contraste, durante sus primeros diez años de operación, el BID destinó cerca de la mitad de su cartera de operaciones a estos sectores.

Además, la creación del BID permitió un mayor flujo de recursos financieros hacia América Latina. Durante el período 1961-1970, el BID otorgó préstamos para infraestructura social en la región por un monto que llegó a casi 1 000 millones de dólares, es decir, más del doble del monto otorgado por el Banco Mundial para este rubro a todas las regiones. Cabe señalar que, si bien América Latina obtuvo el 28% de los préstamos concedidos por el Banco Mundial en este período (lo que significó un aumento considerable con relación a los años cincuenta, cuando representó el 19% de la cartera total), los préstamos de esta institución dirigidos a Asia ascendieron al 40% del total, lo que reflejó la prioridad dada a esta región durante los años sesenta.

El decenio de 1960 también estuvo marcado por dos episodios favorables para la ampliación del sistema de bancos multilaterales de desarrollo en América Latina. El establecimiento de la Alianza para el Progreso en 1963, pocos años después de la fundación del BID, permitió a este banco administrar 394 millones de dólares adicionales (luego aumentados a 525 millones) que se destinaron al Fondo Fiduciario de Progreso Social (Tussie, 1995). Por otro lado, el tema de la integración de América Latina adquirió mucha importancia en los años sesenta, por lo que se crearon diversos organismos como la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC), el Mercado Común Centroamericano (MCCA) y el Mercado Común del Caribe, que fueron respaldados financieramente por instituciones multilaterales. El Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) fue fundado en 1961 por Guatemala, El Salvador, Honduras y Nicaragua (Costa Rica se adhirió al convenio en 1963) con el mandato de promover la integración económica centroamericana y el desarrollo equilibrado de sus países miembros. Por esta razón, el BCIE se dedicó, al inicio de sus operaciones, a financiar proyectos de infraestructura (62% de la cartera total durante el decenio de 1960), además de dar apoyo a los sectores manufacturero y de construcción de viviendas (35% de la cartera total durante el mismo período). El Banco de Desarrollo del Caribe (BDC) fue fundado en 1969 y comenzó a operar al año siguiente con mandatos similares al del BCIE, concentrando su cartera en los sectores productivos y en el apoyo a la creación de infraestructura para la integración de los países del Caribe (recuadro 6.3).

Recuadro 6.3  
AÑO DE FUNDACIÓN DE LOS BANCOS  
MULTILATERALES QUE OPERAN EN AMÉRICA LATINA

|  |      |
|--|------|
| • Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento - BIRF) | 1947 |
| • Banco Interamericano de Desarrollo (BID)                               | 1959 |
| • Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)                  | 1961 |
| • Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)                                   | 1969 |
| • Corporación Andina de Fomento (CAF)                                    | 1971 |
| • Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA)  | 1976 |
| • Banco Latinoamericano de Exportaciones (BLADDEX)                       | 1978 |
| • Banco de Desarrollo de América del Norte (BDAN)                        | 1994 |

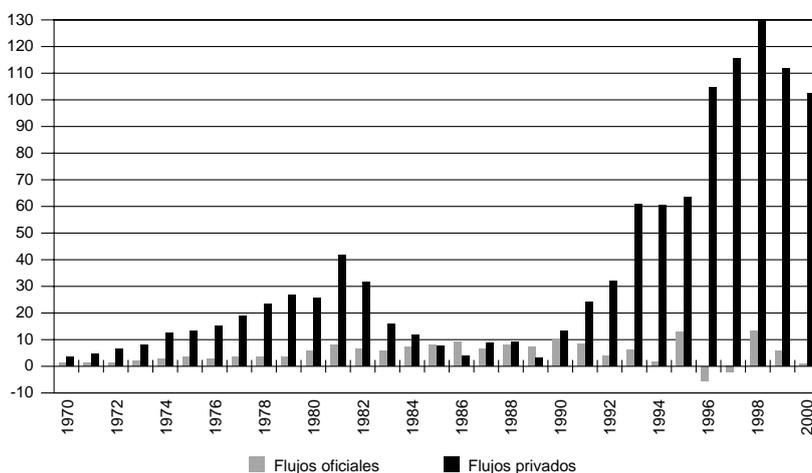
Fuente: Elaborado por el autor, sobre la base de informes anuales de las instituciones, varios años.

A comienzos del decenio de 1970, existía una gran confianza en el “experimento de cooperación para el desarrollo”, pues se había registrado un aumento en el nivel de crecimiento de los países menos desarrollados en relación con los decenios anteriores. Durante los años cincuenta y sesenta, América Latina creció en promedio un 4.8% anual, y algunos países como México alcanzaron un 6% de crecimiento promedio anual. El *shock* petrolero de 1973 y el posterior crecimiento de la disponibilidad de líneas de crédito privado aumentaron el flujo de recursos disponibles en la región, no solamente por las tasas de interés reales negativas, sino por las favorables perspectivas de crecimiento económico. El papel de la banca comercial privada en los países desarrollados fue decisivo en el reciclaje del superávit en la balanza de pagos de los países productores de petróleo. Los activos de los bancos comerciales que operaban en la región se duplicaron entre diciembre de 1978 y diciembre de 1981, de 79.1 mil millones de dólares a 158 mil millones, lo que reflejó el crecimiento de los préstamos. Sólo en México los préstamos de la banca comercial crecieron 138% durante este período, de 23.3 mil millones de dólares a 55 mil millones. Otro indicador del crecimiento de la deuda privada, los flujos netos de capital del sector privado -que incluye los flujos netos de cartera, la deuda comercial y la inversión extranjera directa-, crecieron a un ritmo de 27% anual entre 1970 y 1979, de 3.2 mil millones de dólares a 26.3 mil millones.

La bonanza financiera permitió a los bancos multilaterales de desarrollo conseguir fondos en condiciones más favorables, a la vez que los países de la región tuvieron un fácil acceso al financiamiento en los mercados privados. Por esta razón, los bancos multilaterales reaccionaron y se concentraron en el financiamiento de grandes proyectos de inversión de largo plazo. La importancia relativa de los flujos oficiales (que incluye

las fuentes multilaterales y bilaterales) fue menor en relación con los flujos privados durante el decenio de 1970 (gráfico 6.3). Sin embargo, el crecimiento de los préstamos de todos los bancos multilaterales que operaban en la región fue acelerado durante este período, pues el Banco Mundial, el BID y el BCIE multiplicaron aproximadamente por cuatro el nivel de préstamos en relación con el decenio anterior (cuadro 6.1).

Gráfico 6.3  
FLUJOS NETOS DE RECURSOS OFICIALES Y  
PRIVADOS HACIA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

Nota: Los flujos netos de recursos oficiales y privados no incluyen el pago de intereses.

Asimismo, el decenio de 1970 estuvo marcado por el apogeo de las políticas de sustitución de importaciones, de manera que el financiamiento de los sectores productivos fue muy importante en la cartera de los bancos multilaterales de desarrollo. El Banco Mundial destinó el 33% de su cartera hacia estos sectores en relación con el 15% del decenio anterior, y tanto el BID como el BCIE destinaron cada vez más fondos para estos sectores. La creación de la Corporación Andina de Fomento (CAF) en 1971 permitió dar un apoyo financiero adicional a la industria manufacturera, para lo cual esta institución destinó cerca del 70% de su cartera. Durante este período, el Banco de Desarrollo del Caribe destinó el 30% de su cartera a sectores productivos y el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA) -creado en 1977 con el objetivo principal de apoyar en la creación de infraestructura- destinó el 22% a los proyectos agrícolas e industriales.

Sin embargo, la facilidad para conseguir fondos privados derivó en el sobreendeudamiento de los países de la región, y la bonanza aparente terminó cuando las tasas de interés aumentaron. Entre 1977 y 1981, la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) real pasó de negativo cercano a cero a 14%, y se mantuvo en un 10% promedio durante los siguientes cinco años. En 1982, la deuda comercial de los seis países más endeudados de la región representaba el 60% de la deuda comercial total de la región; sólo la deuda de México y Brasil representaban el 35% del total. Entre 1983 y 1989, las transferencias netas de las fuentes privadas de financiamiento se tornaron negativas y alcanzaron un promedio de 12 000 millones de dólares anuales. En este contexto, creció la importancia de los flujos provenientes de las fuentes oficiales de financiamiento externo (gráfico 6.3). Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial pasaron a tener transferencias netas positivas a la región por 1 000 millones de dólares y 500 millones respectivamente, en tanto que las otras fuentes oficiales alcanzaron los 800 millones de dólares durante el mismo período. Sin embargo, estas cifras resultaron claramente insuficientes para evitar la crisis del decenio de 1980. Por esta razón, debieron hacerse posteriores ajustes en los años noventa, primero con la puesta en marcha del "Plan Baker", cuyo objetivo principal era afianzar a la banca privada, y luego con el "Plan Brady", que introdujo mecanismos para reducir la deuda comercial de América Latina.

La experiencia de los años ochenta muestra que los flujos financieros hacia la región han sido sumamente volátiles, situación que se repitió en el decenio siguiente. Los flujos financieros netos hacia América Latina durante los últimos treinta años se han caracterizado por un aumento moderado y sostenido durante los años setenta, por una abrupta reducción durante el decenio de los ochenta y por un fuerte aumento en los flujos privados durante el decenio de 1990. Paralelamente, en los años setenta, el crecimiento del PIB regional fue de 5.8% promedio anual. Tras la crisis de los años ochenta, esta cifra se redujo a 1.4% y el renovado flujo de capitales externos durante los años noventa estuvo asociado a un crecimiento económico promedio anual del 3.3%. En la siguiente sección se analiza detalladamente la situación de los flujos financieros durante los años noventa.

#### IV. Los flujos financieros hacia América Latina y el papel de los bancos multilaterales de desarrollo<sup>2</sup>

A fines de los años ochenta y principios de los noventa, los países latinoamericanos transitaron hacia un esquema económico conocido como el Consenso de Washington. Este conjunto de políticas favorecía la liberalización del comercio y del sector financiero, y le dio prioridad a la estabilidad macroeconómica, la actividad económica del sector privado y la transformación del papel del Estado en la economía (Williamson, 1990). El consenso favoreció el flujo de capitales hacia las economías de la región, que se habían retraído luego de la crisis de la deuda. De acuerdo con un estudio de la CEPAL (2000), las tendencias de los flujos de capital hacia la región durante el decenio de 1990 muestran las siguientes características:

a) Las exportaciones de bienes y servicios cubrieron un 92% de las importaciones en los años noventa y el requerimiento de financiamiento externo neto -representado por el saldo en cuenta corriente- ascendió a un 13% de las importaciones. Sin embargo, se aprecian diferencias importantes entre los países según su nivel de desarrollo. Así, los países de mayor ingreso relativo (ingreso *per cápita* mayor a 4 000 dólares) generaron, mediante sus exportaciones de bienes y servicios, una proporción de las divisas requeridas para cubrir las importaciones que en promedio superó el 100% durante los años noventa. En cambio, en los países de menor ingreso relativo (ingreso *per cápita* menor a 2 000 dólares) esa proporción alcanzó sólo el 76%.

b) En relación con los países de menor ingreso relativo, las remesas del exterior (medidas como las transferencias netas corrientes) contribuyeron a equilibrar las cuentas de capital y cerrar la brecha de requerimiento de financiamiento. Durante 1999, los emigrantes de Centroamérica, la República Dominicana y México enviaron más de 9 500 millones de dólares en remesas, monto que supera en un 50% sus exportaciones agropecuarias y equivale a las dos terceras partes de los ingresos aportados por el turismo. Por su parte, los países caribeños, que son receptores netos de remesas -con la excepción de Haití y República Dominicana- recibieron 1 000 millones de dólares en 1998, equivalentes al 7.4% de su PIB.

c) En 1993, el financiamiento de largo plazo efectivamente recibido en los países de menor desarrollo relativo se estabilizó entre el 10% y 11% del PIB, es decir, un nivel inferior al observado a inicios del

---

<sup>2</sup> Estas apreciaciones se basan, en gran medida, en el trabajo de Kapur, Lewis y Webb. (1997).

decenio de 1990. En el caso de los países de desarrollo relativo intermedio, esta participación representó en promedio un 8.6% del PIB, mientras que en los países de mayor ingreso relativo se observó un incremento notorio de estos flujos, de poco menos del 2% del PIB en 1990 a 6% y 7% del PIB a partir de 1996.

d) El tipo de flujo de capitales privados más característico del decenio de 1990, en comparación con los decenios anteriores, fue la inversión extranjera directa. En 1990 la inversión total en la región ascendió a 6 750 millones de dólares; en 1999, pese a las crisis financieras (mexicana, rusa y argentina), alcanzó rápidamente los 77 050 millones de dólares. Cabe señalar que el 60% de la IED corresponde a creación de capital, en tanto que el 40% restante responde a adquisición de capital existente. Entre 1996 y 1999, representó, en promedio, tres cuartas partes del flujo neto de capital, por lo que se convirtió en el elemento fundamental del financiamiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, la inversión se concentró en determinados sectores (servicios financieros, telecomunicaciones, extracción de minerales y energía), y la gran mayoría se dirigió hacia los países más grandes. Argentina, Brasil y México representaron el 65% del destino de la IED durante el mismo período.

e) La volatilidad de los flujos de capital caracterizó al decenio de 1990. En este período, se sucedieron varias crisis financieras importantes en la región, como la crisis mexicana de 1995 y la crisis argentina que empezó a comienzos del año 2000. Los instrumentos más volátiles fueron las emisiones de bonos, el crédito neto de bancos comerciales y las inversiones en acciones.

El decenio de 1990 dejó importantes lecciones con respecto al manejo de los flujos externos de capital. La dependencia de los flujos externos -el déficit estructural de ahorro interno de las economías latinoamericanas- constituye uno de los principales factores que explican la vulnerabilidad de la región. En promedio, los países desarrollados reciben en flujos netos de capital un porcentaje menor al 5% de la cantidad de dinero (medida como M2). Sin embargo, en los años noventa, países como Argentina, Chile, México y Venezuela registraron coeficientes superiores al 15% los que, en épocas de auge, alcanzaron casi al 25% (cuadro 6.2). La entrada masiva de capitales actúa como una política monetaria expansiva, puesto que aumenta la cantidad disponible de dinero y eleva la disponibilidad del crédito, entre otros efectos. Este comportamiento de los inversionistas es procíclico, pues los capitales fluyen mientras más “emergente” se percibe al país y se retiran cuando se percibe que éste enfrenta dificultades financieras. Todo ello crea situaciones de riesgo y aumenta la vulnerabilidad de los países en la región.

Cuadro 6.2  
ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y EMERGENTES SELECCIONADAS: FLUJOS NETOS  
DE CAPITAL A M2<sup>a</sup>  
(En porcentajes)

| País               | 1990-1998 | 1990-1994 | 1995-1998 |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|
| Japón              | 1.7       | 1.8       | 1.7       |
| Canadá             | 3.1       | 4.2       | 1.7       |
| Estados Unidos     | 3.1       | 2.1       | 4.2       |
| Suiza              | 5.7       | 5.3       | 6.0       |
| República de Corea | 5.7       | 4.7       | 7.0       |
| Brasil             | 7.2       | 3.3       | 10.4      |
| Indonesia          | 9.1       | 8.9       | 8.4       |
| Malasia            | 11.2      | 13.2      | 6.3       |
| Venezuela          | 14.5      | 18.5      | 11.4      |
| Chile              | 18.6      | 18.9      | 19.2      |
| Colombia           | 18.5      | 11.8      | 26.0      |
| México             | 18.9      | 23.8      | 12.9      |
| Ecuador            | 19.6      | 16.4      | 19.3      |
| Argentina          | 22.0      | 25.5      | 18.2      |

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Estadísticas financieras internacionales, Washington, D.C., febrero de 2000.

<sup>a</sup> Corresponde a la oferta monetaria que incluye el dinero y el cuasi dinero.

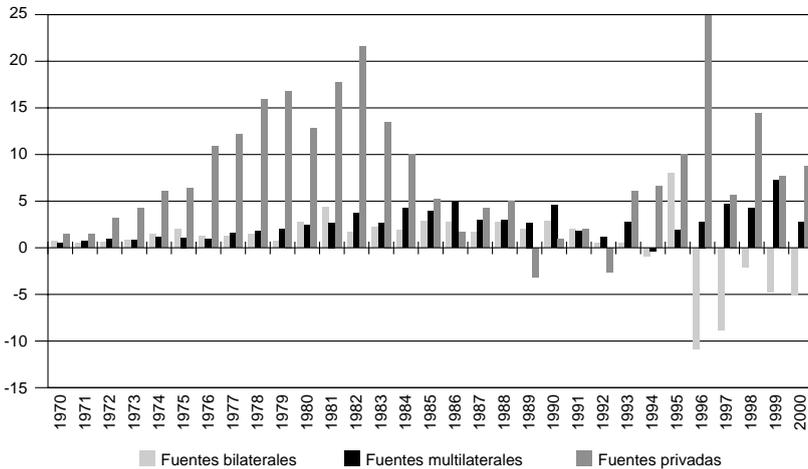
## A. El financiamiento externo oficial y los flujos netos de la banca multilateral

La explosión de los flujos privados contribuyó a la pérdida de importancia relativa de los flujos oficiales bilaterales y multilaterales en la región. En el decenio de 1990, el financiamiento externo oficial representó el 5.9% de los flujos de capital, en tanto que en los años ochenta había alcanzado el 30% (debido principalmente a la crisis de la deuda y el cese de los flujos de capital privado), y durante los años setenta, el 15%. Este comportamiento es previsible en el sentido de que, a medida que avanza el proceso de desarrollo, los países tienden a reemplazar progresivamente las fuentes oficiales de financiamiento por fuentes privadas. En cierta medida, esto puede considerarse como un proceso análogo a la etapa de "graduación" que experimentaron los países industrializados durante los decenios de 1950 y 1960, luego del período de posguerra, cuando dejaron de hacer uso de los recursos de fuentes oficiales bilaterales y multilaterales.

Sin embargo, pese al aumento de las fuentes privadas de financiamiento externo, los países de América Latina han continuado recibiendo flujos de capital de fuentes multilaterales, de manera más o menos estable, lo que ha permitido contrarrestar en parte las recurrentes

caídas de los flujos privados. Las transferencias netas de las fuentes privadas de capital han sido muy volátiles, mientras que las de los bancos multilaterales permanecieron positivas y compensaron parcialmente la salida de capitales, especialmente en los años 1997 y 1999 (gráfico 6.4). Cabe señalar que las transferencias netas negativas de los acreedores bilaterales a partir de 1996 obedecen a los pagos del rescate financiero de México (recuadro 6.4 y gráfico 6.5).

**GRÁFICO 6.4**  
**TRANSFERENCIAS NETAS DE DEUDA DE LARGO PLAZO POR FUENTE**  
*(En millones de dólares)*



Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

Nota: Se refiere a la deuda pública y públicamente garantizada. Las transferencias netas incluyen el pago de intereses

**Recuadro 6.4**  
**EL RESCATE FINANCIERO DE MÉXICO Y SU IMPACTO EN LOS**  
**FLUJOS BILATERALES REGIONALES**

El rescate del sistema bancario mexicano tras la “crisis de los tesobonos” fue financiado principalmente por préstamos bilaterales provenientes, en gran medida, de los Estados Unidos. Ello tuvo un impacto significativo en los flujos financieros de fuentes bilaterales hacia América Latina, que experimentaron un cambio súbito con relación a los años anteriores.

Entre los años 1980 y 1994, pese a las cifras negativas registradas en este último año, las transferencias netas de fuentes bilaterales hacia la región alcanzaron, en promedio, los 1 800 millones de dólares anuales. En 1995, las transferencias netas hacia México superaron el nivel de la región

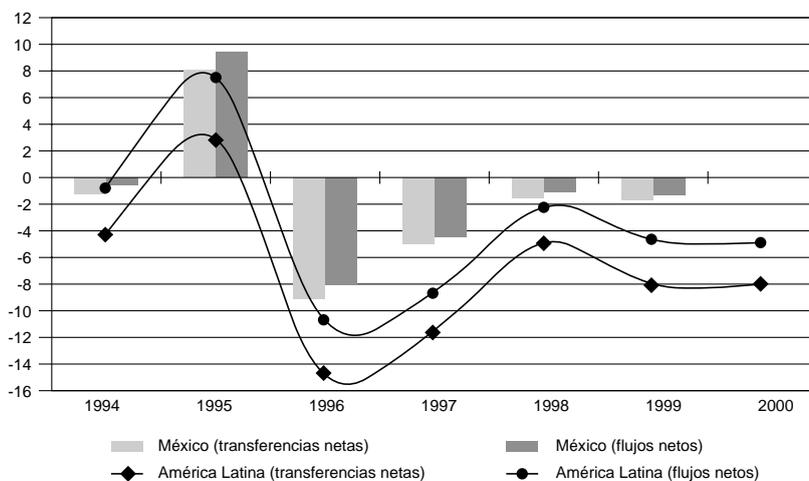
(Continúa)

## Recuadro 6.4 (conclusión)

en su conjunto, lo que refleja que -salvo por este país-América Latina se encontraba pagando obligaciones bilaterales contraídas en años anteriores. A partir de 1996, cuando empezó a cancelar los préstamos de emergencia que recibió, México se sumó a esta tendencia y pasó a representar alrededor del 60% de los pagos por obligaciones de deuda bilateral de la región. La diferencia entre las transferencias netas y los flujos netos hacia la región observada en el gráfico es el resultado de los pagos por intereses asociados a la deuda bilateral, que alcanzaron en promedio los 2 500 millones de dólares anuales entre 1995 y 2000.

Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

Gráfico 6.5  
TRANSFERENCIAS NETAS DE FUENTES BILATERALES A MÉXICO Y AMÉRICA LATINA  
(En millones de dólares)

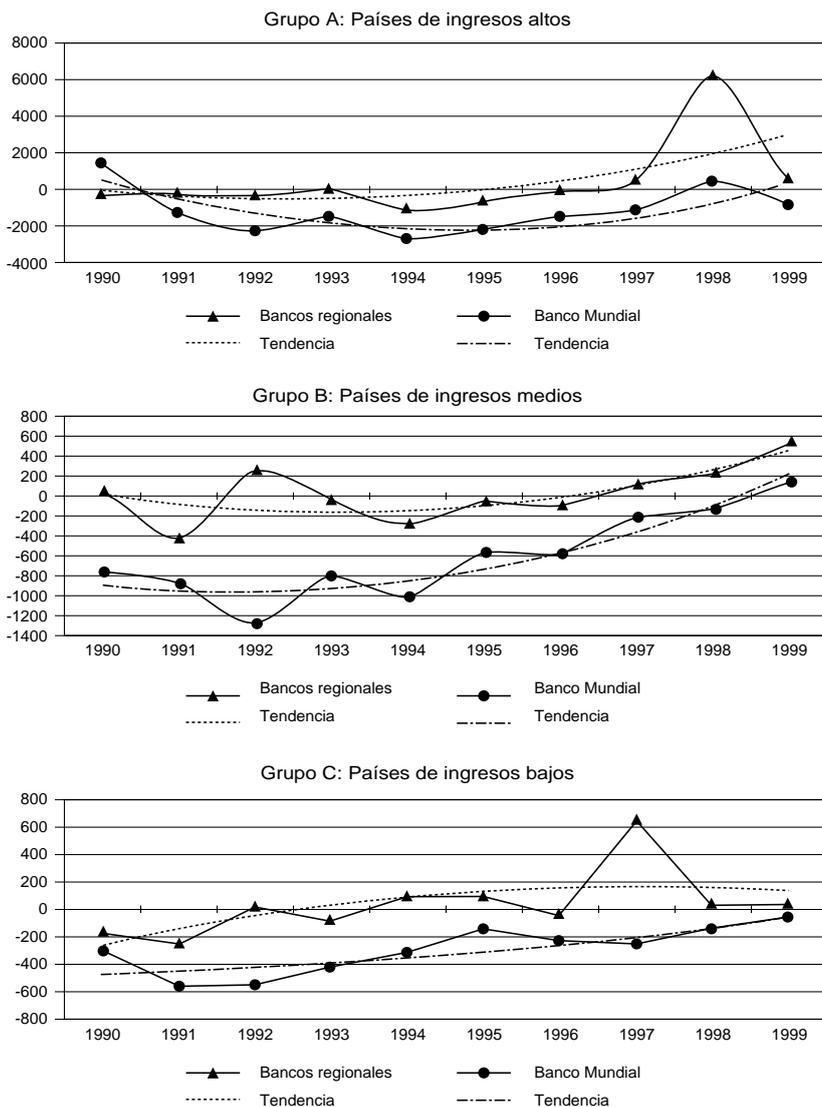


Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

En un estudio reciente sobre el sistema de los bancos multilaterales de desarrollo, se señalan algunas tendencias con respecto al comportamiento de los flujos de la banca multilateral hacia los países en desarrollo considerados en conjunto (Bezanson, Sagasti y otros, 2000). Mientras el Banco Mundial ha mantenido transferencias netas negativas hacia estos países, la banca regional y subregional ha compensado esta situación con transferencias netas positivas mayores. En consecuencia, en casi todas las regiones se ha registrado un flujo positivo de capitales provenientes de los bancos multilaterales. En parte, ello se debe a que la cartera de préstamos del Banco Mundial es más madura, razón por la cual muchos países pagan por concepto de principal e intereses más de lo que reciben como desembolsos provenientes de los préstamos. Sin embargo, los países en desarrollo continúan recibiendo transferencias netas positivas de la banca multilateral considerada en conjunto, ya que los bancos regionales y subregionales mantienen transferencias netas positivas. En cierta medida, exagerando un poco y tomando en cuenta la fungibilidad de los préstamos multilaterales al sector público, podría decirse que los préstamos de los bancos subregionales permiten pagar los préstamos de los bancos regionales y éstos, a su vez, los préstamos del Banco Mundial.

Esta situación prevalece también en América Latina y afecta al Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Centroamericano de Integración Económica, que son los bancos regionales considerados en las estadísticas registradas en el informe sobre flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo (*Global Development Finance*). Tal como se indica en el gráfico 6.6, este patrón no se ve alterado significativamente en función de los niveles de ingreso per cápita de los países prestatarios. La tendencia a compensar las transferencias netas negativas del Banco Mundial con transferencias positivas de los bancos regionales y subregionales se observa en mayor detalle en el caso de los países andinos, para los cuales se dispone de información sobre las operaciones de la Corporación Andina de Fomento (CAF) (gráfico 6.7) y el Banco de Desarrollo del Caribe (gráfico 6.8).

Gráfico 6.6  
TRANSFERENCIAS NETAS DEL BANCO MUNDIAL Y BANCOS REGIONALES <sup>a</sup>, 1990-1999  
(En millones de dólares)

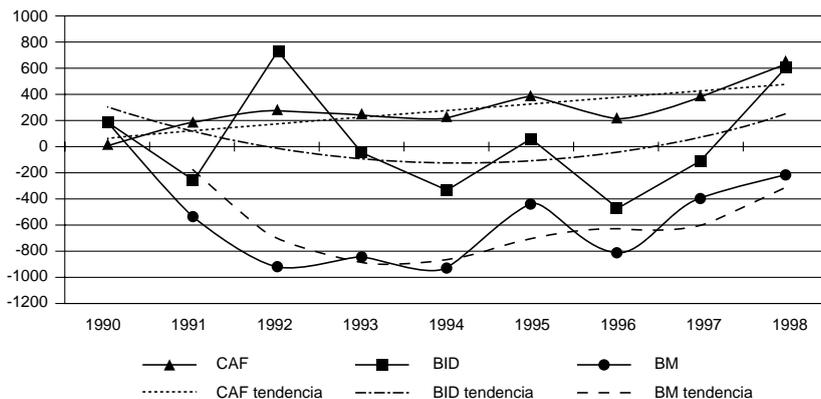


Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

<sup>a</sup> Se incluye el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

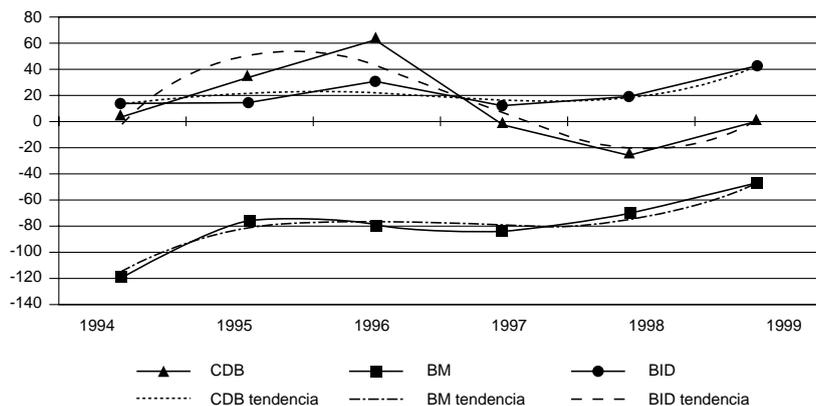
Nota: En el grupo A figuran Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela, países con un PIB per cápita superior a 4 000 dólares. En el grupo B se incluyen Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú, países con un PIB per cápita de 2 000 a 4 000 dólares en 1997. En el grupo C figuran Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y la República Dominicana, países con un PIB per cápita inferior a 2 000 dólares, estimado según el tipo de cambio de mercado en 1998.

Gráfico 6.7  
**TRANSFERENCIAS NETAS DEL BANCO MUNDIAL, EL BID Y LA CAF  
 A LOS PAÍSES ANDINOS**  
 (En millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, Global Development Finance 2001, CD-ROM; Corporación Andina de Fomento.  
 Nota: Los países andinos incluyen a Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.

Gráfico 6.8  
**TRANSFERENCIAS NETAS DEL BANCO MUNDIAL,  
 EL BID Y EL BDCA LOS PAÍSES DEL CARIBE**  
 (En millones de dólares)



Fuente: Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), Annual Report, 2000 y Banco Mundial, Global Development Finance, 2001, versión en CD-ROM.

Nota: Las transferencias netas del Banco Mundial y el BID están dirigidas a los siguientes países: Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas y Trinidad y Tabago; no están dirigidas ni a Antigua y Barbuda, Bahamas, las Islas Vírgenes Británicas, Montserrat ni a las Islas Turcas y Caicos.

Se puede apreciar el papel que ha desempeñado la banca subregional en los períodos de crisis financieras sobre la base de la experiencia de los países andinos, donde la participación de la CAF en el total de los flujos multilaterales ha sido muy significativa (cuadro 6.3). Entre 1994 y 1997, la CAF llegó a representar el 45% del financiamiento multilateral para la subregión, cifra que se elevó ligeramente al 46.7% entre 1998 y 1999. Por otra parte, el hecho de que entre 1994 y 1997 la participación de la CAF en el total de flujos netos hacia los países fuera sólo de 7.2% y que entre 1998 y 1999 alcanzara el 40%, refleja también el papel que desempeñan los bancos multilaterales de desarrollo, y la CAF en particular, como proveedores de flujos financieros anticíclicos para compensar la caída de los flujos privados. Asimismo, cabe señalar que en 1994-1997 y 1998-1999, el Banco Mundial pasó de una situación de flujos netos negativos a una de flujos netos positivos de aproximadamente 500 millones de dólares para este último período.

Cuadro 6.3  
FLUJOS FINANCIEROS NETOS DE LARGO PLAZO HACIA LOS PAÍSES ANDINOS <sup>a</sup>  
(En miles de millones de dólares)

|  | 1990-1993 | 1994-1997 | 1998-1999 |
|--|-----------|-----------|-----------|
| Total <sup>b</sup>   | 6.2       | 12.5      | 3.4       |
| Multilaterales <sup>b</sup>  | 3.5       | 2.0       | 3.0       |
| Corporación Andina de Fomento (CAF) <sup>b</sup>                       | 0.4       | 0.9       | 1.4       |
| Banco Internacional de<br>Reconstrucción y Fomento (BIRF) <sup>c</sup> | -0.1      | -0.5      | 0.5       |
| Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y otros                       | 3.2       | 1.6       | 1.1       |
| Otros <sup>a,b</sup>   | 2.7       | 10.5      | 0.4       |
| Acreedores privados <sup>c</sup>                                       | 1.0       | 4.4       | 0.5       |
| CAF/Total (%)  | 6.5       | 7.2       | 41.2      |
| CAF/Multilaterales (%)   | 11.4      | 45.0      | 46.7      |

Fuente: Elaborado sobre la base de Corporación Andina de Fomento (CAF), Informe anual, 2000, y Banco Mundial, Global Development Finance, Washington, D.C., 2001.

Nota: Se ha hecho uso de los datos provenientes de la CAF y el Banco Mundial a fin de obtener una perspectiva más completa de los flujos financieros netos. Las cifras para el BID se obtuvieron por diferencia.

<sup>a</sup> Mercados de capital, banca internacional, organismos bilaterales, proveedores, otros.

<sup>b</sup> Datos provenientes de la CAF.

<sup>c</sup> Datos provenientes del Banco Mundial.

Aun cuando las transferencias netas negativas de los países prestatarios hacia algunos bancos multilaterales responden a una consecuencia previsible de la maduración de las carteras de préstamos y no constituyen una amenaza a la salud financiera del conjunto de los países de la región, podrían transformarse en un problema para los países de menores ingresos y aquellos de ingresos medios que aún registran

porcentajes significativos de su población por debajo de la línea de pobreza. Estos países tienen mayores necesidades de financiamiento externo, de manera que podría ser conveniente que los bancos multilaterales de desarrollo mantengan transferencias netas positivas con ellos por un largo tiempo. Para lograrlo, sería necesario que la cartera agregada de préstamos de los bancos multilaterales hacia estos países creciera en forma sostenida.

Sin embargo, si el sistema de bancos multilaterales de desarrollo en conjunto espera mantener transferencias netas positivas en el largo plazo, a medida que el volumen de la cartera de préstamos se acerque a los límites que establece el capital de que dispone cada uno de los bancos multilaterales sería necesario realizar sucesivos aumentos de capital. Pese a que implican duras negociaciones entre los países accionistas, en cincuenta años de existencia de estas instituciones, los aumentos de capital no han sido un problema insoluble y tampoco se espera que lo sean en los próximos decenios. Por lo tanto, es previsible que el sistema de bancos multilaterales continúe expandiéndose, al menos hasta mediados del siglo XXI, aunque es muy probable que experimente modificaciones significativas.

## **B. Composición sectorial de la cartera de préstamos de la banca multilateral de América Latina durante el decenio de 1990**

La distribución por sectores de las carteras de préstamos de los bancos multilaterales puede considerarse como un indicador del grado de especialización de cada uno de ellos. Esta composición sectorial ha sufrido modificaciones a lo largo del tiempo (véase cuadro 6.1) y, en la actualidad, muestra una clara diferenciación entre el Banco Mundial y el BID por un lado, y los bancos subregionales por el otro (cuadro 6.4). En el decenio de 1990, el Banco Mundial concentró sus préstamos a la región en los sectores sociales y en el apoyo a las reformas de política económica (préstamos de ajuste). Por su parte, el BID hizo algo similar, pero además destinó un porcentaje importante de su cartera de préstamos para la construcción de infraestructura, el suministro de energía y el apoyo a los sectores productivos.

Cuadro 6.4  
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS DEL  
BANCO MUNDIAL EN AMÉRICA LATINA EN LOS AÑOS NOVENTA  
(En porcentajes)

|   | 1991-<br>2001 | 1991-2000        |      | 1990-1999 |          | 1990-<br>2000 | 1994-<br>2000 |
|---|---------------|------------------|------|-----------|----------|---------------|---------------|
|   | BID           | Banco<br>Mundial | CAF  | BCIE      | FONPLATA | BDC           | BDAN          |
| <b>Desarrollo productivo</b>                    |               |                  |      |           |          |               |               |
| Agricultura, pesca y desarrollo rural           | 3.5           | 10.0             | 2.1  | 2.8       | 2.7      | 3.5           | -             |
| Industria, turismo y empresas de pequeña escala | 6.9           | 0.6              | 6.7  | 1.6       | 8.3      | 4.1           | -             |
| Otros sectores                                  | -             | -                | 4.5  | 1.7       | -        | 3.0           | -             |
| <b>Infraestructura física</b>                   |               |                  |      |           |          |               |               |
| Energía   | 6.3           | 5.3              | 19.8 | 13.0      | 73.7     | 7.5           |               |
| Transporte y comunicaciones                     | 11.0          | 14.0             | 23.3 | 10.0      |          | 22.3          | 100           |
| No especificado                                 | -             | -                | -    | 14.7      | 0.2      | -             |               |
| <b>Desarrollo social</b>                        |               |                  |      |           |          |               |               |
| Saneamiento                                     | 13.3          | 4.3              |      |           | -        |               | -             |
| Salud   |               | 6.2              | 1.4  | 14.7      | 8.8      | 14.8          | -             |
| Educación                                       | 7.2           | 11.3             |      |           | 0.1      |               | -             |
| Desarrollo urbano                               | 5.6           | 3.4              |      |           | -        |               |               |
| Medio ambiente                                  | 2.0           | 3.9              | -    | -         | -        | -             | -             |
| Protección social                               | 12.5          | 7.5              | -    | -         | -        | -             | -             |
| <b>Otros</b>                                    |               |                  |      |           |          |               |               |
| Multisectorial                                  | -             | 2.3              | 0.7  | 41.5      | -        | 22.0          | -             |
| Asistencia técnica y preinversión               | 1.1           | -                | -    | -         | -        | -             | -             |
| Financiamiento                                  | 0.9           | 12.3             | 26.9 | -         | 6.3      | 23.0          | -             |
| Gestión del sector público                      | 29.7          | 5.6              | 2.0  | -         | -        | -             | -             |
| Desarrollo del sector privado                   | -             | 3.2              | -    | -         | -        | -             | -             |
| Política económica                              | -             | 10.0             | -    | -         | -        | -             | -             |
| Otros   | -             | -                | 12.7 | -         | -        | -             | -             |

Fuente: Elaborado sobre la base de los Informes anuales de los bancos, varios años.

Por su parte, los bancos subregionales han puesto énfasis en las obras de infraestructura y en los sectores productivos, y han prestado una atención relativamente menor a los temas sociales. Estas instituciones no consideran en sus carteras préstamos para apoyar las reformas de política económica y el fortalecimiento del sector público, actividades en las cuales sólo participan el Banco Mundial y el BID. Entre los bancos subregionales se encuentra el Banco de Desarrollo de América del Norte (BDAN), establecido en 1994 con el objetivo específico de financiar la provisión de infraestructura en las ciudades y pueblos en la frontera de los Estados Unidos y México (energía, transporte, comunicaciones, tratamiento de

aguas, manejo de desechos). En similar situación se encuentra el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), cuyo mandato se centra en la provisión de infraestructura física. El Banco Centroamericano de Integración Económica ha dirigido más de las tres cuartas partes de su cartera hacia la provisión de infraestructura física y operaciones multisectoriales (que incluyen componentes de infraestructura), mientras que el Banco de Desarrollo del Caribe ha dado prioridad a la infraestructura física y a los préstamos para el sector financiero.

### **C. La banca multilateral y el sector privado**

Las políticas asociadas al Consenso de Washington favorecieron el desarrollo del sector privado en la economía e influyeron también en la manera de operar de los bancos multilaterales. Durante el decenio de 1990, éstos empezaron a apoyar activamente al sector privado mediante el financiamiento de proyectos de inversión, el otorgamiento de garantías para los inversionistas, el financiamiento de actividades conjuntas del sector público y las empresas privadas, programas de ayuda para las microfinanzas, y actividades generales para el fortalecimiento del sector privado (asistencia técnica, información, capacitación, diseño de marcos legales, etc.). En particular, el Banco Mundial destinó durante este período el 3.2% de su cartera total (aproximadamente 1 100 millones de dólares) a los programas de apoyo al sector privado, principalmente a través de financiamiento para la microempresa, programas para el desarrollo de empresarios, proyectos de infraestructura para facilitar el acceso a los mercados, y garantías para promover el acceso a préstamos comerciales.

El Departamento del Sector Privado del BID inició sus operaciones en 1995 y hasta fines del año 2000 había aprobado préstamos por 5 800 millones de dólares. Además de conceder créditos de largo plazo para proyectos de infraestructura ejecutados por empresas privadas, esta institución ha otorgado garantías contra riesgos políticos, de crédito y de convertibilidad de la moneda. Por ejemplo, en el año 2000, el BID otorgó una garantía a un consorcio internacional para el desarrollo de un proyecto energético en Río de Janeiro, que implica una inversión total de aproximadamente 100 millones de dólares; además aprobó una operación de garantía financiera para la autopista de peaje Santiago-Valparaíso-Viña del Mar en el marco de un proyecto que incluye la construcción, el mejoramiento, la administración, el mantenimiento y la operación de dicha autopista. Esta última operación consiste en garantizar la emisión de un bono en moneda local con pagos de capital e intereses por un monto equivalente de hasta 75 millones de dólares, lo que contribuirá a reforzar el mercado de capitales de Chile.

En el ámbito subregional, los bancos más activos en las operaciones con el sector privado han sido la CAF y el BCIE. Durante los años noventa, la CAF destinó el 22% de su cartera (aproximadamente 5 000 millones de dólares) a operaciones realizadas con el sector privado, especialmente cuando se trató de proyectos conjuntos con el sector público. En el año 2000, la CAF estableció la Compañía Latinoamericana de Garantías de Inversiones, cuya función es proveer seguros contra riesgo político y garantías de inversión a instituciones financieras y empresas privadas. Uno de los principales instrumentos que emplea es la “garantía parcial de crédito”, que fue concebida con el objeto de mejorar el riesgo crediticio de los países miembros y como un medio de movilizar una mayor cantidad de recursos provenientes de los mercados financieros internacionales. Por su parte, hasta diciembre de 1999, el BCIE había destinado el 29% de su cartera ordinaria a préstamos que tienen al sector privado como usuario final. Los montos aprobados y los desembolsos ascendieron a 431.6 millones de dólares y 362.9 millones, respectivamente, y están asociados a un total de 532 préstamos. Asimismo, hasta esa fecha, se habían designado cien instituciones financieras intermediarias y 14 organizaciones no gubernamentales como entidades elegibles para operaciones del BCIE con el sector privado.

#### **D. Situación financiera de los bancos multilaterales**

En el cuadro 6.5 se presentan los principales indicadores financieros de los bancos multilaterales de desarrollo que operan en América Latina. Cabe destacar la gran diferencia de tamaño de estas instituciones, cuyo capital varía entre los 188 000 millones de dólares del Banco Mundial y 100 000 millones del Banco Interamericano de Desarrollo, por un lado, y los 308 millones del Fondo Financiero para la Cuenca del Plata y los 405 millones del Banco de Desarrollo de América del Norte. En el año 2000, el Banco Mundial aprobó préstamos por un monto de 4 000 millones de dólares para los países de América Latina, cifra que representa aproximadamente el 25% del total de sus operaciones regulares en ese año, en tanto que el BID aprobó préstamos por 5 200 millones. Con un capital autorizado de 3 000 millones de dólares, la CAF otorgó préstamos a sus países miembros por un total de 2 300 millones, lo que la convirtió en la principal fuente de financiamiento multilateral para la región andina (véase también el gráfico 6.7).

Cuadro 6.5  
SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS BANCOS MULTILATERALES EN AMÉRICA LATINA  
(2000)  
(En millones de dólares)

|   | BIRF    | BID     | CAF   | BCIE  | BDC  | FONPLATA <sup>a</sup> | BDAN |
|---|---------|---------|-------|-------|------|-----------------------|------|
| Activos   | 228 539 | 69 944  | 5 844 | 3 191 | 546  | 328                   | 488  |
| Préstamos<br>netos de provisiones                 | 116 244 | 40 563  | 4 455 | 2 190 | 379  | 221                   | 6    |
| Pasivo  | 199 250 | 57 500  | 4 215 | 2 028 | 203  | 6                     | 8    |
| Préstamos   | 110 279 | 42 441  | 890   | 1 171 | 182  | 2                     | 0    |
| Patrimonio  | 29 289  | 12 444  | 1 629 | 1 163 | 343  | 322                   | 480  |
| Capital autorizado                                | 188 606 | 100 959 | 3 000 | 2 000 | 705  | 308                   | 405  |
| Exigible  | 177 188 | 96 619  | 2 010 | 1 632 | 549  | 262                   | 101  |
| Pagado  | 11 418  | 4 340   | 990   | 368   | 156  | 46                    | 304  |
| Pasivo y patrimonio                               | 228 539 | 69 944  | 5 844 | 3 191 | 546  | 328                   | 488  |
| Ingresos  | 10 045  | 3 878   | 467   | 239   | 33   | 22                    | 20   |
| Gastos <sup>b</sup>                               | 8 054   | 3 032   | 362   | 200   | 17   | 4                     | 9    |
| Ingreso neto del<br>año fiscal                    | 1 991   | 846     | 105   | 38    | 16   | 18                    | 11   |
| Utilidades retenidas                              | 19 027  | 5 543   | 545   | 540   | 191  | 325                   | 60   |
| Préstamos aprobados <sup>c</sup>                  | 4 063   | 5 266   | 2 363 | 327   | 175  | 13                    | 7    |
| Coficiente de<br>capacidad de riesgo <sup>d</sup> | 3.82    | 4.10    | 2.90  | 2.41  | 1.09 | 0.60                  | 0.02 |

Fuente: Elaborado por el autor, 2002.

<sup>a</sup> 1999.

<sup>b</sup> Incluye los gastos administrativos.

<sup>c</sup> Considera sólo los préstamos regulares del Banco Mundial a los países de América Latina.

<sup>d</sup> Relación entre los préstamos netos de provisiones y la suma del capital pagado más las utilidades retenidas al final del período.

La relación entre el capital pagado y el capital autorizado varía significativamente entre los bancos multilaterales que operan en la región. Para el Banco de Desarrollo de América del Norte, el capital pagado representa el 75% de su capital total; para la CAF, el 33%; para el Banco Centroamericano de Integración Económica, el Banco de Desarrollo del Caribe y el FONPLATA, esta cifra varía entre el 15% y el 22%. Asimismo, para el Banco Mundial el capital pagado representa el 6% del capital total y para el BID, el 4.3%.

Hasta hace poco, las discusiones sobre la situación financiera y la capitalización de los bancos multilaterales se centraban principalmente en su nivel conservador de apalancamiento de fondos, ya que el total de préstamos de estas instituciones no puede exceder su capital total (que incluye el capital pagado, el capital exigible y las reservas). Sin embargo, sólo se puede recurrir al capital exigible comprometido por los países

accionistas en el caso, muy improbable, de que se produzca una cesación masiva de pagos, que de ocurrir probablemente llevaría al cierre de la institución afectada. Por esta razón, la “capacidad de asumir riesgos” (*risk bearing capacity*) ha sido adoptada como un concepto más bien operacional y realista para evaluar la posición financiera y el nivel de capital adecuado para los bancos multilaterales de desarrollo. En términos generales, esta capacidad se refiere al capital necesario para hacer frente a cualquier perturbación o problema financiero inesperado y continuar operando como una institución financiera viable. Por ejemplo, para un banco multilateral, se considera que el capital adecuado para asumir riesgos es aquel necesario para resistir una cesación de pagos por parte de los prestatarios de un determinado monto y durante cierto tiempo y, al mismo tiempo, continuar con el ritmo histórico de crecimiento de los desembolsos positivos netos de la institución, sin que ello afecte la calificación AAA otorgada a sus bonos por las agencias calificadoras de riesgo.

En lugar de prestar atención al capital total, el enfoque relativo a la capacidad de asumir riesgos se centra en la evaluación de indicadores, tales como el coeficiente entre los préstamos desembolsados más el valor presente de las garantías menos las provisiones para pérdidas, divididos por el capital pagado utilizable más el total de reservas provenientes de los ingresos netos retenidos.<sup>3</sup> En la última fila del cuadro 6.5 se presenta este indicador, que refleja de manera más precisa el grado de apalancamiento de los fondos prestados por cada banco multilateral de desarrollo. En términos de gestión financiera, se considera necesario incrementar las reservas, reteniendo una mayor parte de los ingresos netos cuando la cartera de préstamos de un banco multilateral experimenta un deterioro y, en particular, cuando se corre el riesgo de que algún prestatario deje de pagarle a la institución.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Véase Banco Mundial (2001). Otro indicador utilizado por las agencias calificadoras de riesgo es la razón entre el capital pagado más las reservas más el capital exigible de los países accionistas (cuyos bonos tienen la calificación “AAA” o “AA”) dividido por los activos de riesgo (definidos como los préstamos a los países con calificación de riesgo por debajo de grado de inversión).

<sup>4</sup> Por ejemplo, a fines de los años ochenta, cuando Perú dejó de pagar a los organismos financieros internacionales, el Banco Mundial debió aumentar su provisión en aproximadamente 250 millones de dólares, que fueron liberados, a principios de los años noventa, cuando dicho país se puso al día en sus pagos.

## **V. El sistema de los bancos multilaterales de desarrollo y sus tres funciones principales**

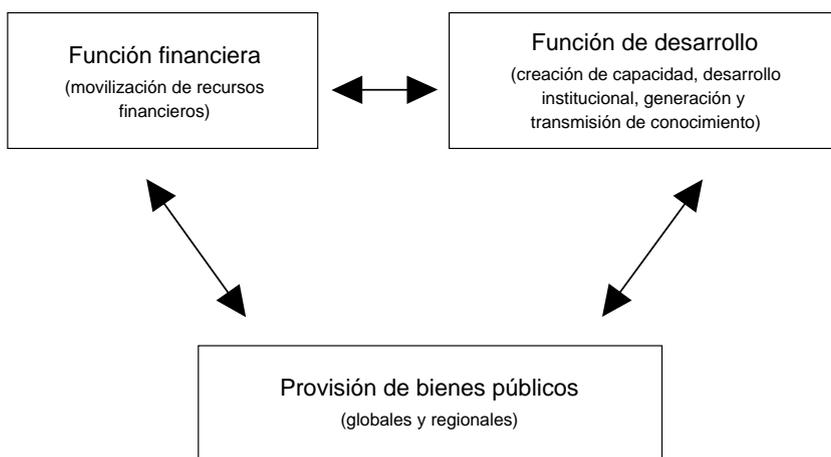
Si bien cada banco multilateral de desarrollo tiene características diferentes y un estilo propio de operación, es posible visualizarlos como un conjunto de organizaciones que comparten un mismo modelo institucional y desempeñan funciones similares. Por lo tanto, es posible concebir el conjunto de bancos multilaterales que operan en América Latina como un sistema. No obstante, esto requiere un cambio de perspectiva, pues implica desviar la atención que normalmente se presta al Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo para centrarla también en los bancos subregionales. Desde este punto de vista, el desafío consiste en transformar a los bancos multilaterales de desarrollo en una red más eficaz, efectiva e integrada de financiamiento y de servicios complementarios para el desarrollo. Sin duda, esto tiene consecuencias importantes para la división del trabajo entre los bancos multilaterales y para la coordinación de sus actividades en los países prestatarios. Esta aproximación sistémica no implica, en modo alguno, que todos los bancos multilaterales en la región deban ser vistos y tratados de la misma manera. Por el contrario, es preciso respetar sus características diferentes con el objeto de lograr un equilibrio entre integración y diversidad.

Sin embargo, en el contexto actual, los bancos multilaterales de desarrollo que operan en la región están lejos de funcionar como un sistema. Las relaciones entre algunos de estos bancos han estado marcadas por períodos de rivalidad y conflicto, si bien en la mayoría de los casos se puede observar un grado razonable y aún efectivo de cooperación entre estas instituciones. La competencia por financiar operaciones específicas de préstamo en determinados países y las distintas condiciones que establecen para sus préstamos, así como las diferencias en sus estilos de gestión, sus relaciones con los países prestatarios, los tipos de operaciones, los flujos financieros, su nivel de capacidad técnica y su presencia en el campo, entre otras, crean fuentes de tensión y fricciones entre dichos bancos. Pese a ello, para los países prestatarios, la competencia entre los bancos multilaterales de desarrollo podría ser vista como algo positivo, pues les permitiría escoger entre ellos en función de las condiciones que imponen para el acceso a sus fondos, el plazo y el costo de los préstamos, y de los servicios adicionales que podrían recibir. Una aproximación sistémica a las operaciones de los bancos multilaterales en la región podría reducir las tensiones y lograr un mejor equilibrio entre cooperación y competencia, promoviendo una división del trabajo más adecuada y beneficiosa para los prestatarios y otros usuarios de los servicios que prestan estas instituciones.

La discusión sobre la lógica de las transferencias netas presentada en la sección precedente ilustra lo que puede surgir al adoptar una perspectiva integral sobre los bancos multilaterales de desarrollo (gráficos 6.6, 6.7 y 6.8). Si bien durante ciertos períodos algún banco multilateral podría tener transferencias netas negativas con determinados países, el sistema de bancos multilaterales como conjunto mantiene transferencias netas positivas. Asimismo, pese a la especialización funcional y por sectores de estas instituciones, el sistema como conjunto presta una amplia gama de servicios financieros y técnicos a los países.

Una característica fundamental del modelo de los bancos multilaterales de desarrollo es el delicado y complejo equilibrio que debe mantener entre sus tres principales funciones: i) movilización de recursos financieros; ii) apoyo y creación de capacidad, desarrollo institucional y transmisión de conocimientos; y iii) provisión de bienes públicos globales y regionales (gráfico 6.9). Si bien no es necesario que cada uno de los bancos multilaterales desempeñe todas estas funciones con el mismo grado de intensidad en los países o sectores en que operan, desde una perspectiva sistémica es necesario que el sistema en conjunto las cubra al máximo nivel posible.

Gráfico 6.9  
LA TRIPLE FUNCIÓN DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO



Como se indicó anteriormente, desde la creación del primer banco multilateral de desarrollo ha existido una tensión inherente entre las dos primeras funciones. Sin embargo, ésta se ha vuelto aún más compleja y difícil de manejar, debido a la acción combinada de las crisis financieras del decenio pasado y la volatilidad de los mercados de capital, y de las nuevas demandas que diversos grupos de interés plantean a los bancos multilaterales (véase la sección VI). Además, la creciente preocupación por el déficit de bienes públicos internacionales ha hecho que su provisión y financiamiento se consideren como una tercera función primordial de los bancos multilaterales.

A raíz de todo lo anterior, se hace necesario replantear la importancia relativa de estas funciones en cada uno de los bancos multilaterales y, en particular, su papel en la provisión de bienes públicos globales y regionales.<sup>5</sup> Se ha planteado que la cooperación para el desarrollo debería destinarse cada vez más a la provisión de bienes públicos globales, algunos de los cuales podrían ser provistos directamente por los países donantes y otros por las organizaciones regionales y los bancos multilaterales. Sin embargo, si no aumenta el monto total de financiamiento para el desarrollo y se destina un porcentaje cada vez mayor de asistencia oficial para el desarrollo a esta función, es posible que las otras dos funciones, especialmente la de creación de capacidad y desarrollo institucional, puedan verse desplazadas. Por otra parte, las presiones ejercidas por algunos grupos de países en la actualidad para financiar los bienes públicos globales a través de donaciones provenientes de los ingresos netos de los bancos multilaterales de desarrollo podrían disminuir su capacidad de aumentar reservas y debilitar su posición financiera.

Por consiguiente, es fundamental lograr un equilibrio adecuado entre estas tres funciones. No obstante, se debe garantizar que la función financiera -que se materializa mediante préstamos y que distingue a estas instituciones de otras entidades internacionales- mantenga su primacía y no se debilite. Para ello, los bancos multilaterales deben ampliar y diversificar el rango de productos que ofrecen, especializarse y lograr una adecuada división del trabajo, así como operar de manera coordinada como un sistema de apoyo al desarrollo.

---

<sup>5</sup> Al respecto, véase Kaul, Grunberg y Stern (1999); Kanbur, Sandler y Morrison (1999); y Sagasti y Bezanson (2001).

## A. Función financiera: movilización de recursos

Durante los últimos decenios los bancos multilaterales de desarrollo que operan en la región han venido experimentando cambios significativos en la estructura de sus operaciones. Desde su creación, su principal producto han sido los préstamos para financiar proyectos específicos y para apoyar los programas sectoriales de inversión en los países prestatarios. Sin embargo, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo han ido dejando progresivamente de lado el financiamiento de proyectos en los sectores tradicionales de infraestructura, tales como transporte y energía, y han abierto espacios para que los inversionistas privados canalicen cada vez más recursos hacia estos sectores. Por otra parte, han puesto mayor énfasis en los préstamos destinados a sectores sociales (educación, salud, fondos de compensación social), así como en el desarrollo institucional (reforma judicial, privatización de empresas estatales, apoyo a los parlamentos, fortalecimiento institucional del sector público). Por ejemplo, en el año 2000, el BID destinó cerca del 35% de su cartera de préstamos a los sectores sociales, a la vez que asignó un porcentaje similar a la reforma y modernización del Estado.

En contraste, la banca subregional se ha concentrado en el financiamiento de infraestructura física. Por ejemplo, desde su fundación, el FONPLATA ha destinado el 71% de los préstamos al sector transporte y en la actualidad continúa asignando un porcentaje similar al financiamiento de estas actividades, en tanto que la CAF ha destinado, y continúa haciéndolo, alrededor del 45% de sus préstamos a los sectores de energía y transporte. Por su parte, el Banco de Desarrollo de América del Norte destina la totalidad de la cartera a proyectos de infraestructura física.

Las crisis financieras de los años noventa -que afectaron a México, Asia oriental, Rusia, Brasil y Argentina- han demostrado que los bancos multilaterales pueden desempeñar un papel importante de apoyo a los países de ingresos medios que tienen sólo un acceso parcial a los mercados financieros o bien un acceso más o menos continuo que pueden perder súbitamente por razones ajenas a su control. El aumento de los flujos de los bancos multilaterales hacia la región en tiempos de crisis amortiguó el impacto negativo de la brusca retirada de los flujos privados de capital y reflejó claramente el papel anticíclico desempeñado por estas instituciones. Éste podría formalizarse, aclararse y ampliarse mediante la creación de un nuevo instrumento financiero que operaría como una especie de "seguro" asociado al diseño y puesta en práctica de políticas económicas (Perry, 2000). De esta manera, el Banco Mundial y el BID podrían entablar un diálogo permanente con los países emergentes y aquellos de ingresos medios de la región, con el fin de alcanzar acuerdos sobre políticas, establecer metas de desempeño económico y hacer un seguimiento de su puesta en práctica. Una vez logrado esto y comprobado el cumplimiento de las metas, en cualquier momento de crisis los países podrían acceder

inmediatamente, sin negociaciones, restricciones o condiciones adicionales, al financiamiento acordado mediante este nuevo instrumento. Es decir, tendrían un acceso más flexible y ampliado a nuevas líneas de crédito de contingencia, en contraste con las limitaciones que imponen aquellas que otorga el Fondo Monetario Internacional.

El papel central que debe jugar el capital privado en la región plantea la posibilidad de ampliar el rango de productos de los bancos multilaterales de desarrollo con el objeto de promover la inversión privada y establecer nuevos esquemas de garantías para los inversionistas, las cuales han tenido un auspicioso inicio en las operaciones de apoyo al sector privado del BID, la CAF y el BCIE. Por otra parte, los bancos multilaterales han apoyado la privatización de las empresas estatales como una forma de promover la inversión privada. Sin embargo, al reducirse la participación del sector público en la economía, cambió la manera tradicional en que los bancos multilaterales se relacionaban con sus países miembros a través de préstamos directos a las entidades estatales. Al mismo tiempo, surgió la necesidad de apoyar la creación de organismos reguladores, garantizar las inversiones en concesiones, así como de promover y complementar los flujos financieros provenientes de fuentes privadas.

Aunque en el caso de América Latina es menos apremiante que en otras regiones, los bancos multilaterales de desarrollo -especialmente el Banco Mundial y el BID- deberían continuar movilizando recursos a través de la ventanilla concesional de préstamos hacia los países más pobres. Esto ocurrirá sólo si los bancos multilaterales continúan demostrando a los países donantes -que proveen la gran mayoría de los fondos para préstamos blandos- su eficacia para administrar recursos y contribuir al desarrollo de los países más pobres. Para ello es necesario reforzar la convicción de que es mejor y más eficiente canalizar los recursos a través de los bancos multilaterales que hacerlo directamente por medio de sus agencias de cooperación bilateral.

Recientemente se ha propuesto modificar la manera en que las instituciones multilaterales y las agencias de cooperación otorgan recursos concesionales a los países de bajos ingresos. Un ejemplo es el enfoque de "fondo común" (*common pool*) que busca asegurar el sentido de pertenencia de los programas de desarrollo por parte de los países beneficiados, mejorar la capacidad de los países donantes para mantener y contrastar sus puntos de vista, y minimizar los problemas de coordinación (Kanbur, Sandler y Morrison, 1999). Este enfoque está basado en el diseño de estrategias nacionales acordadas, mediante procesos de diálogo y consenso, con representantes de una amplia gama de sectores y grupos de cada país. Si bien aún no se han establecido estos "fondos comunes" para canalizar recursos de la cooperación internacional hacia los países más pobres, se ha avanzado significativamente en el

diseño participativo de estrategias de desarrollo. En algunos casos esto se ha hecho a través de lo que se denomina el “Documento de Estrategia para la Reducción de la Pobreza” (*Poverty Reduction Strategy Paper*) que involucran al Fondo Monetario Internacional, a los bancos multilaterales y a las agencias bilaterales de cooperación. Por su parte, el Banco Mundial ha propuesto lo que denomina el “Marco Integral de Desarrollo” (*Comprehensive Development Framework*) para los países de ingresos medios que no reciben préstamos blandos de los bancos multilaterales de desarrollo (Banco Mundial, 2001a).<sup>6</sup>

Otro instrumento a través del cual los bancos multilaterales de desarrollo canalizan recursos financieros son las operaciones de reestructuración y reducción de deudas contraídas con fuentes públicas (bilaterales y multilaterales) y privadas. Si bien este tipo de operación no era común en los bancos multilaterales, durante el segundo quinquenio de los años ochenta, el Banco Mundial y el FMI participaron activamente en el lanzamiento del Plan Brady, que consistió en otorgar préstamos para reducir la deuda con acreedores privados mediante la emisión de bonos, y en la creación de un fondo para la reducción de la deuda de países pobres que reciben financiamiento de la Asociación Internacional de Fomento, la entidad del grupo del Banco Mundial que otorga préstamos blandos. Durante el decenio de 1990, se amplió considerablemente este tipo de operaciones mediante el establecimiento de varios programas de reducción de la deuda, que culminaron con la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres muy Endeudados (PPME), que ha llevado a una masiva condonación de la deuda de organismos de financiamiento multilaterales y bilaterales en aproximadamente cuarenta países pobres de África, América Latina y Asia. Sin embargo, los efectos de estos programas en el mediano y largo plazo están aún en discusión, pues en algunos casos podrían ocasionar una disminución del flujo neto de recursos concesionales hacia los países más pobres.

En los últimos años, se han creado instrumentos financieros más flexibles y de menor cuantía, principalmente para apoyar a los sectores sociales, que también han contribuido a mejorar el desempeño de los mercados financieros de los países latinoamericanos. Por ejemplo, la iniciativa de garantizar emisiones de bonos en moneda local, que ha sido puesta en práctica en forma limitada, podría ser un instrumento de gran demanda en el futuro. Además, se han planteado sugerencias para ampliar aún más la gama de productos y servicios financieros de los bancos multilaterales de desarrollo, entre las cuales se encuentran los fondos para promover las exportaciones, los fondos de capital de riesgo para financiar innovaciones tecnológicas, y los mecanismos de arbitraje para reducir el riesgo asociado a la volatilidad de los precios de las materias primas.

---

<sup>6</sup> Para un enfoque similar, véase Sagasti (2000).

### La “graduación” de los países prestatarios

Uno de los temas que se ha venido discutiendo en forma continua desde la creación de los bancos multilaterales se refiere a la “graduación” de los países prestatarios, entendida como el momento en que un país logra niveles de ingreso *per cápita* relativamente altos, así como un acceso continuo, seguro y en condiciones razonables a los mercados financieros, y, por lo tanto, no necesitaría el apoyo financiero de los bancos multilaterales. Sin embargo, considerando la experiencia del decenio de 1990 y desde una perspectiva sistémica sobre las operaciones de los bancos multilaterales, el tema de la graduación deja de ser relevante.

En efecto, si se visualiza la gran variedad de servicios que los bancos multilaterales prestan a sus accionistas, tanto prestatarios como no prestatarios, y a otros grupos de interés, sería necesario que estas instituciones mantengan vínculos permanentes y estrechos con una amplia gama de países emergentes, de ingresos medios y bajos, lo que sólo es posible mediante operaciones de financiamiento que comprometan al banco multilateral y al país receptor de los fondos. Estos vínculos financieros permitirían establecer un diálogo continuo sobre las políticas públicas, dar mayor seguridad a los inversionistas privados, garantizar el acceso a las fuentes de fondos en situaciones de crisis financieras, y permitir a los países prestatarios obtener recursos en condiciones -tanto de precio como de plazos- que no son comunes en las fuentes privadas de financiamiento (cuadro 6.6).

Cuadro 6.6  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CONDICIONES PROMEDIO  
DE LOS NUEVOS COMPROMISOS DEL SECTOR OFICIAL Y PRIVADO  
(Promedios simples)

| Países de ingreso |      | Tasas de Interés<br>(porcentajes) |                      | Plazos<br>(años)     |                      |
|-------------------|------|-----------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                   |      | Oficial <sup>a</sup>              | Privado <sup>b</sup> | Oficial <sup>a</sup> | Privado <sup>b</sup> |
| Alto              | 1990 | 7.5                               | 9.0                  | 17.1                 | 11.1                 |
|                   | 1994 | 6.4                               | 8.5                  | 17.7                 | 6.6                  |
|                   | 1998 | 7.3                               | 8.1                  | 14.1                 | 8.4                  |
| Medio             | 1990 | 5.5                               | 6.6                  | 16.4                 | 4.3                  |
|                   | 1994 | 5.4                               | 6.0                  | 18.3                 | 5.6                  |
|                   | 1998 | 5.3                               | 7.9                  | 19.3                 | 7.4                  |
| Bajo              | 1990 | 4.0                               | 9.5                  | 28.1                 | 6.6                  |
|                   | 1994 | 4.2                               | 7.3                  | 26.2                 | 9.4                  |
|                   | 1998 | 4.7                               | 5.6                  | 28.2                 | 8.2                  |

Fuente: CEPAL, *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional* (LC/G.2117(CONF.89/3)), Santiago de Chile, 2000.

<sup>a</sup> Préstamos bilaterales y recursos de organismos multilaterales.

<sup>b</sup> Endeudamiento en bonos y préstamos en mercados internacionales.

Por lo tanto, tiene más sentido diferenciar los productos financieros que ofrecen los bancos de desarrollo, adecuándolos a segmentos específicos de demanda en función de las características de los países prestatarios, el tipo de operación, el sector al que se destinan los recursos, el mayor o menor interés demostrado por los inversionistas privados y otros factores similares. Los precios, los plazos y las condiciones bajo las cuales se proporciona cada uno de estos productos conducirían a una suerte de “autograduación”, ya que los gobiernos centrales, provinciales o municipales, los organismos gubernamentales y, en general, los países prestatarios, escogerían la gama de productos más conveniente, dejando de lado o “graduándose” de aquellos que les parecen menos apropiados a medida que evoluciona su situación. Estas decisiones estarían influenciadas no sólo por consideraciones de precio y plazos, sino también por los costos de transacción involucrados en los diferentes productos (tipos de condiciones, naturaleza del diálogo entre el prestatario y el banco multilateral, demoras en la concreción de las operaciones, etc.).

## **B. Función de desarrollo: creación de capacidad, fortalecimiento institucional y transmisión de conocimiento**

Esta función es una combinación de asistencia técnica, asesoría para la formulación y aplicación de políticas, programas de entrenamiento y capacitación, apoyo a la creación y el fortalecimiento de instituciones, uso del poder de convocatoria de los bancos multilaterales de desarrollo para promover el diálogo y el consenso, y la difusión de las mejores prácticas, la divulgación de información y la provisión de conocimiento. Por lo general, estas actividades están asociadas a operaciones de préstamo; en algunos casos, están respaldadas por donaciones y pocas veces se realizan sobre la base de esquemas de recuperación de costos. La mayoría de las inversiones y los préstamos sectoriales contienen componentes de asistencia técnica, entrenamiento y fortalecimiento institucional, que han sido los instrumentos tradicionales para crear capacidad. Sin embargo, algunos bancos de desarrollo -particularmente el Banco Mundial y el BID- ofrecen préstamos de tamaño relativamente pequeño, del orden de cinco a diez millones de dólares, para estimular la innovación y el aprendizaje institucional. Estos préstamos son de rápida ejecución y se utilizan principalmente para financiar proyectos piloto y para construir capacidad organizadora en sectores prioritarios. Se espera que las lecciones aprendidas mediante el uso de estos nuevos instrumentos permitan sentar las bases para la realización de operaciones de préstamo en mayor escala.

Durante los últimos años, se ha prestado especial atención a los préstamos para financiar la reforma y el mejoramiento de la gestión pública, particularmente en los sectores sociales. Con respecto a la creación de capacidad, también es importante el apoyo a las asociaciones y empresas del sector privado, particularmente a la pequeña empresa, y la creación de capacidades para el análisis de políticas, el diseño de programas y la ejecución de proyectos en los gobiernos locales. Sin embargo, las operaciones de préstamo para estos fines han sido relativamente pequeñas y, por lo general, se han complementado con donaciones de las agencias bilaterales de cooperación y de fundaciones privadas.

La importancia reciente que ha adquirido la gobernabilidad como condición necesaria para el desarrollo ha estimulado a los bancos multilaterales a promover una mejor y más efectiva participación ciudadana en los asuntos públicos, la rendición de cuentas por parte de los organismos y las autoridades gubernamentales, la adopción de medidas para combatir la corrupción, y el fortalecimiento de las instituciones y prácticas democráticas. Los bancos multilaterales han participado en estas tareas a través de programas de entrenamiento, apoyo a la investigación, divulgación de información, organización de eventos para difundir y compartir experiencias sobre las prácticas exitosas, convocatoria a diálogos con las organizaciones de la sociedad civil, y a través de pequeñas donaciones a los organismos gubernamentales y a las organizaciones de la sociedad civil.

A pesar del creciente reconocimiento de la importancia de la investigación científica y la innovación tecnológica en el proceso de desarrollo, los bancos multilaterales podrían hacer mucho más para apoyar la creación y consolidación de las capacidades científicas y tecnológicas en los países de América Latina. El Banco Mundial y el BID han contribuido significativamente a la investigación agrícola mediante donaciones canalizadas a través del Grupo Consultivo sobre Investigaciones Agrícolas Internacionales (CGIAR) y el Fondo Regional de Tecnología Agrícola del BID. Sin embargo, con excepción del Banco Interamericano de Desarrollo, los préstamos de los bancos multilaterales de desarrollo para la innovación tecnológica y la investigación científica no han sido significativos en el total de sus operaciones. Se han propuesto varias iniciativas en el campo de las tecnologías de la información con el fin de superar la "brecha de conocimiento" y la "brecha digital", pero salvo por el establecimiento de un fondo para pequeñas donaciones en el Banco Mundial -que opera sobre la base de recursos obtenidos de agencias bilaterales, fundaciones y empresas privadas- no ha habido avances dignos de mención en este campo.

## C. Función de provisión y financiamiento de bienes públicos regionales

Desde hace un buen tiempo, los bancos multilaterales de desarrollo se han visto involucrados de diversas formas en la provisión de bienes públicos. Estas instituciones proporcionan información sobre la situación económica internacional y las condiciones económicas y sociales en los países en desarrollo; realizan y publican investigaciones económicas y sociales; utilizan su influencia para coordinar la asistencia para el desarrollo; y proveen donaciones para diversos fines.

A partir de mediados de los años ochenta, cuando los bancos multilaterales se involucraron activamente en asuntos relativos a temas ambientales, su participación en la provisión de bienes públicos internacionales adquirió una nueva dimensión y mayor importancia. La creación a principios del decenio de 1990 del Fondo para el Medio Ambiente Mundial (FMAM), dirigido por el Banco Mundial, el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), expandió considerablemente sus operaciones en áreas como la protección de la biodiversidad, la reducción de la deforestación, la mitigación del cambio climático, el manejo de recursos hídricos y la lucha contra la desertificación.

Asimismo, durante el decenio de 1990, otras preocupaciones relacionadas con la provisión de bienes públicos internacionales se sumaron a la agenda de los bancos multilaterales. El mantenimiento de la paz y los esfuerzos de reconstrucción adquirieron importancia al finalizar la Guerra Fría y al hacerse más evidente una serie de conflictos violentos de carácter regional y al interior de los países. De manera similar, la comunidad internacional empezó a prestar mayor atención a la necesidad de reducir el impacto de las epidemias -particularmente a través del desarrollo de tratamientos y vacunas contra el síndrome de inmunodeficiencia adquirida (SIDA) y la tuberculosis- y, en general, de evitar la difusión de “males públicos globales,” como el lavado de dinero, la violación de los derechos humanos, el narcotráfico, el crimen internacional y la inestabilidad financiera. Sin duda, estas nuevas demandas influirán en la agenda y en las operaciones de los bancos multilaterales de desarrollo en los próximos años, particularmente por ser considerados como las únicas instituciones internacionales con acceso a recursos financieros, conocimientos técnicos y capacidad de gestión (Sagasti y Bezanson, 2001).

En los últimos años, la provisión de bienes públicos regionales también ha adquirido mayor importancia en América Latina. Los

esfuerzos para mantener los bosques tropicales, que han sido liderados por países como Costa Rica y Brasil, han contado con la colaboración del FMAM y la participación activa de los gobiernos nacionales, estatales y municipales, así como de empresas privadas, instituciones académicas y organizaciones de la sociedad civil. Asimismo, las preocupaciones acerca del diseño de una nueva arquitectura financiera internacional que asegure la estabilidad financiera -considerada como un bien público- han calado hondo en una región sacudida por varias crisis financieras. La subregión andina ha puesto énfasis en la necesidad de realizar esfuerzos comunes para luchar contra el narcotráfico, que vayan más allá de la interdicción y la destrucción de cultivos y que comprendan medidas para neutralizar las redes de comercialización, financiamiento, lavado de dinero y corrupción asociadas al tráfico de drogas.

La participación de los bancos multilaterales en la provisión de bienes públicos en el ámbito internacional está vinculada principalmente al tema del financiamiento. Los bancos multilaterales deben desempeñar un papel fundamental en la provisión de bienes públicos regionales, sobre todo, con relación a lo que deben hacer los organismos internacionales como las Naciones Unidas, la Organización de los Estados Americanos (OEA), el Tratado de Cooperación Amazónica, el Grupo de Río y el Sistema Económico Latinoamericano (SELA), entre muchas otras entidades que operan en la región, y también con respecto a lo que le corresponde hacer a los organismos gubernamentales, las organizaciones de la sociedad civil y las empresas privadas en el ámbito nacional y local. Como se percibe que los bancos multilaterales cuentan con recursos financieros provenientes de sus ingresos netos y de fondos fiduciarios establecidos por los países donantes, se tiende a pensar que estas instituciones serían las más adecuadas para financiar, mediante donaciones, el componente estrictamente regional de un bien público, en contraste con los componentes nacional y local que serían financiados por los bancos multilaterales a través de préstamos.

Si bien ello podría ser una solución adecuada para el financiamiento de los bienes públicos internacionales, el problema reside en que si los países donantes no proveen recursos adicionales para bienes públicos a través de fondos fiduciarios, la parte de sus ingresos netos que asigne como donación un banco multilateral para financiar el componente regional de un bien público internacional reducirían los recursos provenientes de sus ingresos netos destinados para otros fines -por ejemplo, para el aumento de la reserva financiera o para las donaciones dirigidas a crear capacidad en los países prestatarios. De esta manera, la función de proveer bienes públicos podría entrar en conflicto con las otras dos funciones de los bancos multilaterales de desarrollo: la financiera (movilización de recursos) y la de desarrollo (creación de capacidad, desarrollo institucional y transmisión de conocimiento).

## **V. El papel de la banca multilateral de desarrollo en perspectiva: algunos temas críticos**

En las secciones precedentes se han descrito las características centrales de los bancos multilaterales de desarrollo, el papel que éstos desempeñan en el financiamiento del desarrollo latinoamericano y sus tres funciones principales, destacando la complejidad de sus operaciones y la diversidad de estilos de gestión que han adoptado. Todos estos factores condicionan la evolución de los bancos multilaterales en la región. Pero, además, es posible identificar tres temas críticos que influyen sobre las perspectivas futuras de estas instituciones: las relaciones que establecen estas instituciones con los grupos de interés vinculados a ellas; la forma en que se estructura la división del trabajo entre los bancos multilaterales que operan en América Latina; y la manera en que se generan y utilizan sus ingresos netos.

### **A. Las relaciones cambiantes entre los bancos multilaterales de desarrollo y los grupos de interés vinculados con ellos**

En todos los bancos multilaterales existen grupos de interés o constituyentes involucrados en sus operaciones que generan demandas cada vez más complejas y diversas, y a los cuales se debe rendir cuenta.

Dada su peculiar estructura financiera y la variedad de funciones que desempeñan, los bancos multilaterales son un punto natural de convergencia de las demandas de una gran diversidad de actores sociales. En el recuadro 6.5 se presenta una lista de los principales grupos de interés vinculados a las operaciones de estos bancos, clasificados en siete categorías. Dichos grupos persiguen objetivos diferentes y ejercen distintos grados de influencia sobre estos bancos. Mientras más reducido sea el ámbito de acción del banco multilateral, menor es el número de grupos con los que debe tratar. De esta forma, el Banco Mundial debe procesar, articular y responder a la demanda de todos los grupos señalados en el recuadro 6.5, en tanto que un banco subregional debe hacerlo sólo con un número limitado de ellos. En todo caso, los bancos multilaterales enfrentan actualmente el desafío de armonizar la multiplicidad de intereses divergentes -y muchas veces en conflicto- de sus principales constituyentes.

Recuadro 6.5  
GRUPOS INTERESADOS EN LAS OPERACIONES  
DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO

---

1. Accionistas
    - a) Países no prestatarios
      - Principales accionistas
      - Accionistas menores
    - b) Países prestamistas
      - Países menos desarrollados
      - Otros países de ingresos bajos
      - Países de ingreso medio-bajo
      - Países de ingreso medio-alto
      - Países emergentes
      - Países con economías en transición
  2. Organismos gubernamentales y otras entidades de cooperación para el desarrollo
    - a) Bancos multilaterales de desarrollo
    - b) Agencias de cooperación bilaterales
    - c) Organizaciones del sistema de las Naciones Unidas
    - d) Organizaciones regionales
    - e) Fundaciones privadas
  3. Mercados financieros
    - a) Inversionistas en instrumentos financieros de los BMD
    - b) Bancos de inversión que operan con los BMD
    - c) Agencias calificadoras de riesgo
  4. Corporaciones y empresas privadas
    - a) Bancos comerciales que tratan con países en desarrollo
    - b) Fondos de inversión en países en desarrollo
    - c) Proveedores de bienes y servicios para proyectos financiados por los BMD
    - d) Inversionistas extranjeros directos
  5. Instituciones académicas y de formulación de políticas públicas (investigación, educación, formulación de políticas, información)
  6. Organizaciones no gubernamentales (ONG) y de apoyo
    - a) ONG internacionales
    - b) ONG locales
  7. Personal de los bancos multilaterales de desarrollo (diferenciados por situación de empleo, afiliación profesional y categoría)
- 

Fuente: Keith Bezanson, Francisco Sagasti y otros, *A Foresight and Policy Study of the Multilateral Development Banks*, documento preparado por el Instituto de Estudios para el Desarrollo de la Universidad de Sussex, Inglaterra, para el Ministerio de Relaciones Exteriores de Suecia, Estocolmo, 2000.

Los bancos multilaterales de desarrollo pertenecen a sus estados accionistas y deben rendir cuenta, en primera instancia, a los representantes de dichos estados. Sin embargo, las percepciones y los puntos de vista de estos representantes están influenciados, no sólo por los objetivos de los organismos gubernamentales a los que pertenecen, sino también por las

organizaciones no gubernamentales, las empresas privadas, las asociaciones profesionales, los grupos religiosos y los movimientos políticos. Éste es el caso en particular de los países de ingresos elevados que no son prestatarios de los bancos multilaterales. En el cuadro 6.7 se indican los principales accionistas de los bancos multilaterales que operan en América Latina.

Cuadro 6.7  
PODER DE VOTACIÓN DE LOS PRINCIPALES  
ACCIONISTAS DEL BANCO MUNDIAL QUE OPERA EN AMÉRICA LATINA  
(En porcentajes del total de acciones)

|  | BIRF         | BID          | CAF <sup>a,b</sup> | BCIE <sup>c</sup> | BDAN         | FONPLATA <sup>d</sup> | BDC          |
|--|--------------|--------------|--------------------|-------------------|--------------|-----------------------|--------------|
| Argentina                              | 1.14         | 10.75        | 2.88               | 33.33             |              |                       |              |
| Bahamas                                | 0.08         | 0.21         |                    |                   |              |                       | 5.27         |
| Barbados                               | 0.07         | 0.13         |                    |                   |              |                       | 3.40         |
| Bolivia                                | 0.11         | 0.86         | 7.71               |                   |              | 11.11                 |              |
| Brasil                                 | 2.12         | 10.75        | 1.45               |                   |              | 33.33                 |              |
| Colombia                               | 0.40         | 2.95         | 26.98              | 2.88              |              |                       |              |
| Costa Rica                             | 0.03         | 0.43         |                    | 10.20             |              |                       |              |
| Ecuador                                | 0.19         | 0.58         | 7.71               |                   |              |                       |              |
| El Salvador                            | 0.02         | 0.43         |                    | 10.20             |              |                       |              |
| Guatemala                              | 0.14         | 0.58         |                    | 10.20             |              |                       |              |
| Guyana                                 | 0.08         | 0.16         |                    |                   |              |                       | 3.88         |
| Jamaica                                | 0.16         | 0.57         | 0.04               |                   |              |                       | 17.45        |
| Honduras                               | 0.06         | 0.43         |                    | 10.20             |              |                       |              |
| México                                 | 1.20         | 6.92         | 1.29               | 6.14              | 50.00        |                       | 2.93         |
| Nicaragua                              | 0.06         | 0.43         |                    | 10.20             |              |                       |              |
| Paraguay                               | 0.08         | 0.43         | 0.27               |                   |              | 11.11                 |              |
| Perú                                   | 0.35         | 1.44         | 26.98              |                   |              |                       |              |
| Trinidad y Tabago                      | 0.17         | 0.43         | 0.06               |                   |              |                       | 17.45        |
| Uruguay                                | 0.18         | 1.15         |                    |                   |              | 11.11                 |              |
| Venezuela                              | 1.30         | 5.76         | 26.98              |                   |              |                       | 2.93         |
| Otros países de América Latina         | 1.06         | 4.63         | 0.44               |                   |              |                       | 6.71         |
| <b>Total países América Latina</b>     | <b>9.00</b>  | <b>50.02</b> | <b>99.91</b>       | <b>62.90</b>      | <b>50.00</b> | <b>100</b>            | <b>60.02</b> |
| Alemania                               | 4.51         | 1.89         |                    |                   |              |                       | 5.47         |
| Canadá                                 | 2.85         | 4.00         |                    |                   |              |                       | 9.05         |
| Estados Unidos                         | 16.87        | 30.03        |                    |                   | 50.00        |                       |              |
| España                                 | 1.78         | 1.89         |                    |                   |              |                       |              |
| Francia                                | 4.42         | 1.89         |                    |                   |              |                       | 5.47         |
| Italia                                 | 2.85         | 1.89         |                    |                   |              |                       | 5.47         |
| Japón                                  | 8.08         | 5.01         |                    |                   |              |                       |              |
| Suiza                                  | 1.89         | 0.47         |                    |                   |              |                       |              |
| Reino Unido                            | 4.42         | 0.96         |                    |                   |              |                       | 9.05         |
| Taiwán, provincia china de             |              |              |                    | 7.50              |              |                       | 5.47         |
| Otros países fuera de la región        | 40.48        | 1.95         |                    |                   |              |                       |              |
| <b>Total países fuera de la región</b> | <b>91.00</b> | <b>49.98</b> |                    | <b>37.10</b>      | <b>50.00</b> |                       | <b>39.98</b> |

Fuente: Elaborado por el autor, sobre la base de los informes anuales de las instituciones, varios años [<http://www.bancomundial.org/queesbm.htm>].

<sup>a</sup> Calculado sobre la base del monto total de las acciones.

<sup>b</sup> Un grupo de bancos comerciales posee el 0.9% del monto de acciones restantes de la CAF.

<sup>c</sup> Para el cálculo de los porcentajes, no se considera el capital por suscribir.

<sup>d</sup> El poder de votación es similar para todos los países a pesar del diferente número de acciones.

Durante sus primeros decenios de existencia, los bancos multilaterales de desarrollo contaron con el apoyo de tres grandes categorías de grupos de interés o constituyentes. La primera categoría estuvo motivada por las consideraciones geopolíticas y los asuntos de seguridad nacional de los principales accionistas (Estados Unidos en particular). Su preocupación central era la contención del comunismo durante la Guerra Fría, bajo el supuesto de que la ayuda internacional y el desarrollo actuaban como antídoto contra éste. La segunda estuvo constituida por empresas privadas directamente involucradas en la provisión de bienes y servicios para los proyectos de desarrollo financiados por los bancos multilaterales. Por último, la tercera categoría abarcó una amplia gama de organizaciones y personas preocupadas por mejorar las condiciones de vida en los países en desarrollo, incluidas instituciones académicas, entidades religiosas, asociaciones profesionales, sindicatos de trabajadores y diversas organizaciones no gubernamentales. En los últimos años, estos tres grupos han experimentado cambios radicales, por lo que, al iniciarse el siglo XXI, los bancos multilaterales deben enfrentar demandas muy variadas, pero sin contar con el apoyo que éstos grupos prestaron durante sus primeros decenios.

El fin de la Guerra Fría hizo desaparecer los problemas geopolíticos vinculados al conflicto entre Oriente y Occidente. Por lo tanto, el primer grupo de interés o constituyentes de los bancos multilaterales dejó de tener sentido si bien no ha disminuido de modo alguno el deseo de influir sobre las operaciones de los bancos multilaterales debido a razones estratégicas y políticas, el panorama confuso de las relaciones internacionales en el último decenio no permite ejercer presiones de manera tan clara y tajantemente como se hacía durante la Guerra Fría. Además, aún no es posible dilucidar el impacto que tendrán los trágicos sucesos ocurridos el 11 de septiembre de 2001 en Nueva York y Washington DC sobre los bancos multilaterales de desarrollo. Por otra parte, la transición experimentada por el Banco Mundial y los bancos regionales (aunque en menor medida) hacia los préstamos de ajuste y apoyo a la balanza de pagos, la privatización de muchas empresas estatales y el uso generalizado de licitaciones en las obras públicas, disminuyó el grado de interés de muchas empresas del sector privado de los países desarrollados en apoyar a los bancos multilaterales. Aparte de los organismos gubernamentales involucrados directamente en las operaciones de estos bancos (en particular los ministerios de finanzas), esta situación los dejaría sólo con el apoyo del tercer grupo constituido por quienes tienen un interés profesional o personal en el desarrollo. Sin embargo, en esta última categoría se incluye una serie de organizaciones no gubernamentales de protección del medio ambiente y contrarias a la globalización que, en lugar de apoyar, critican fuertemente a los bancos multilaterales, en especial al Banco Mundial.

En el ámbito regional, se ha desarrollado un proceso similar, en el cual el BID y los bancos subregionales han debido responder a una serie de demandas adicionales, asociadas principalmente a la provisión de bienes públicos regionales. Así, han surgido nuevos grupos de interés que tratan de influir en las operaciones de los bancos multilaterales. Por ejemplo, para llevar a cabo actividades de reconstrucción luego de desastres naturales (huracanes, inundaciones, terremotos), los bancos multilaterales de desarrollo han debido contactarse con un gran número de organizaciones de base, grupos indígenas, medios de comunicación masiva, las fuerzas armadas y la policía. Además, dado que se presta mayor atención a las consideraciones ambientales, se ha hecho necesario tomar en cuenta el punto de vista de los científicos, académicos y activistas sobre estos temas. Por otra parte, las iniciativas para mejorar la gobernabilidad en la región, sobre todo por parte del BID, han hecho surgir nuevos interlocutores vinculados con organizaciones que velan por protección de los derechos humanos y la reivindicación de los derechos de los indígenas, organizaciones defensoras de la libertad de prensa y partidos y movimientos políticos.

En consecuencia, para enfrentar estos desafíos, el Banco Mundial y el BID han debido establecer canales de comunicación y consulta más o menos abiertos y estables con todos estos nuevos interlocutores, intentando dar respuesta a sus preocupaciones y exigencias. De hecho, este proceso ha sido exitoso en muchos casos, pero en otros, recién se está iniciando o no ha logrado constituir canales efectivos de comunicación. Para algunos funcionarios de los bancos multilaterales de desarrollo, estos procesos de consulta son innecesarios, engorrosos y carecen de objetivos claros, aspectos que suplantando lo que debiera ser un diálogo franco, en profundidad y confidencial con los representantes de gobiernos legítimamente elegidos. Para algunos activistas ambientales y sociales, el hecho de dialogar con los bancos multilaterales significa pactar con el "enemigo", por lo tanto, cada supuesta concesión otorgada por estas instituciones es motivo de nuevas demandas, muchas de ellas inatendibles.

De esta manera, los bancos multilaterales y los diversos grupos de interés vinculados a ellos están aún lejos de encontrar un método que les permitan procesar, articular y responder a esta variedad de demandas con eficiencia y legitimidad. Los primeros años del siglo XXI serán testigos de muchos esfuerzos para lograr el difícil equilibrio que permitirá consolidar el apoyo a los bancos multilaterales de desarrollo en la región.

## **B. La división del trabajo entre los bancos multilaterales de desarrollo**

Antes de examinar la división del trabajo al interior del sistema de los bancos multilaterales, es preciso hacer referencia a la división del trabajo entre los bancos multilaterales y otras organizaciones del sistema internacional de financiamiento para el desarrollo (agencias de cooperación bilaterales, organismos internacionales, organizaciones del sistema de las Naciones Unidas, mercados internacionales de capital, bancos de inversión, empresas privadas inversionistas, etc.). En un nuevo contexto internacional, caracterizado por la explosión de flujos financieros del sector privado, el estancamiento de la ayuda oficial para el desarrollo y la búsqueda de nuevos mecanismos de financiamiento, la división del trabajo entre dichas instituciones y la coordinación de sus actividades adquieren una renovada importancia.

En primer lugar, existe una división del trabajo entre los bancos multilaterales de desarrollo y las fuentes privadas de capital. La idea generalmente aceptada sostiene que los bancos multilaterales no tienen por qué otorgar préstamos a los países para financiar actividades en sectores que disponen de financiamiento privado en condiciones apropiadas (Summers, 1999). Cabe preguntar qué se entiende por “condiciones apropiadas” y por qué los países escogerían a los bancos multilaterales si existen fuentes privadas que conceden préstamos en dichas condiciones. Más aún, los costos de transacción relativamente altos (largas negociaciones, retrasos en los desembolsos, condicionalidad excesiva) podrían contrarrestar cualquier ventaja que estos bancos pudieran tener en términos de precio. Además, incluso en sectores que podrían atraer financiamiento privado -por ejemplo infraestructura física y telecomunicaciones- algunas posibles condiciones planteadas por los inversionistas privados (exenciones tributarias, incentivos fiscales, garantías de rentabilidad), así como las diferencias entre la rentabilidad social y la rentabilidad privada de los proyectos, pueden hacer conveniente y necesaria alguna forma de financiamiento público, incluida la participación de los bancos multilaterales a través del otorgamiento de préstamos o garantías. Además, los bancos de desarrollo pueden ayudar a crear un clima favorable para la inversión y dar confianza a los inversionistas privados, muchos de los cuales toman en cuenta su opinión al informarse sobre la viabilidad y calidad de los proyectos.

En segundo lugar, existe una división del trabajo entre los bancos multilaterales de desarrollo por un lado y otros organismos internacionales y de cooperación bilaterales por el otro, especialmente en lo que se refiere a la movilización de recursos para préstamos blandos y

donaciones. La falta de coordinación impone un alto costo a los países más pobres que requieren este tipo de operaciones, ya que, por lo general, no cuentan con la capacidad administrativa suficiente para interactuar con cada uno de ellos. La yuxtaposición de funciones entre organismos y programas, la multiplicación de demandas y requerimientos de información a un sector público generalmente débil, y las diferentes prioridades de las agencias de cooperación generan confusión y exigen esfuerzos de coordinación para lograr una mejor división del trabajo y la complementación de esfuerzos entre las agencias bilaterales, los organismos internacionales y los bancos multilaterales de desarrollo.

En tercer lugar, existe una división del trabajo entre los bancos multilaterales de desarrollo. América Latina constituye una región particularmente interesante para examinar este asunto, dado que ahí operan siete bancos multilaterales. En una primera aproximación, es posible establecer una división en función de los países, los sectores y el tamaño de los proyectos, así como de los productos financieros que se ofrecen a los países. Por ejemplo, la ventaja del Banco Mundial reside en que éste puede financiar proyectos de gran envergadura, movilizar una cantidad considerable de recursos de desembolso rápido en situaciones de crisis y ofrecer conocimientos sobre la base de las experiencias de otras regiones del mundo. Por su parte, el Banco Interamericano de Desarrollo ha mantenido, a lo largo de su existencia, un estrecho contacto con los países de la región y ha acumulado conocimientos acerca de su realidad social, institucional y política, lo que le confiere una ventaja al realizar operaciones asociadas con los sectores sociales, los programas de reformas institucionales (reforma del Estado y de la administración pública) y los temas sobre gobernabilidad. Continuando con el ejemplo, los bancos subregionales están muy compenetrados con la situación de sus respectivos países, operan en escala más reducida, pueden correr (hasta un cierto punto) mayores riesgos al apoyar proyectos innovadores y tienen una ventaja comparativa (no necesariamente absoluta) en lo que se refiere a proyectos de infraestructura física y de integración regional.

El Banco Interamericano de Desarrollo ha estado estrechamente vinculado con la creación y promoción de algunos bancos subregionales. Participó, por ejemplo, en la creación del BCIE, el BDC y la CAF, y aportó, en diversas ocasiones, asistencia técnica, capital y donaciones con el objeto de ayudarlos a consolidar y expandir sus operaciones. Asimismo, el Banco Mundial y el BID han apoyado a los bancos subregionales mediante la provisión de recursos para proyectos específicos. Por ejemplo, el BDC ha recibido préstamos del BID y el Banco Mundial que ascienden a 10 millones de dólares y 43 millones respectivamente, que se utilizan para otorgar préstamos a sus países miembros. Por su parte, durante los años ochenta, la Corporación Andina de Fomento recibió del BID un préstamo

no reembolsable de 570 000 dólares para el fortalecimiento de la capacidad técnica del personal. Si bien estos montos no son significativos en el total de recursos administrados por los bancos subregionales, denotan el interés de los bancos más grandes en fortalecer las capacidades de los bancos subregionales para mejorar la eficiencia del sistema de bancos multilaterales de desarrollo en conjunto.

Sin embargo, en muchas oportunidades, se ha podido observar cómo un banco regional o subregional ha ofrecido recursos a ciertos países bajo condiciones más favorables y con menos exigencias que las planteadas por el Banco Mundial, que invirtió tiempo, recursos y esfuerzos en desarrollar un determinado proyecto. De manera similar, algunas de estas instituciones han ofrecido apoyo financiero a algunos países cuando otros bancos multilaterales de la región decidieron restringir sus préstamos y operaciones, sea ya porque sus gobiernos adoptan políticas económicas inadecuadas, porque muestran evidencias de corrupción o porque la situación política presenta riesgos muy altos.

En el cuadro 6.8 se presenta una descripción tentativa de la división del trabajo entre los bancos multilaterales de desarrollo que operan en los países de la región andina. Sería aconsejable profundizar este ejercicio y extenderlo a otros países y bancos subregionales, con el objeto de obtener una apreciación de conjunto más adecuada acerca de la división del trabajo entre los bancos multilaterales que operan en América Latina.

Cuadro 6.8  
DIVISIÓN DEL TRABAJO ENTRE EL  
BANCO MUNDIAL, EL BID Y LA CAF EN LOS PAÍSES ANDINOS

| Funciones  | Banco Mundial | Banco Interamericano de Desarrollo (BID) | Corporación Andina de Fomento (CAF) |
|--|---------------|--|-------------------------------------|
| Movilización de recursos financieros                                       | Limitado      | Moderado                                 | Central                             |
| Creación de capacidad, desarrollo institucional y difusión de conocimiento | Moderado      | Central                                  | Moderado                            |
| Provisión de bienes públicos regionales                                    | Moderado      | Moderado                                 | Limitado                            |

Fuente: Elaborado por el autor, 2002.

### **C. La triple función de los bancos multilaterales de desarrollo y el uso de los ingresos netos**

Las múltiples demandas y presiones que ejercen los grupos de interés y de constituyentes vinculados a los bancos multilaterales de desarrollo se manifiestan y resuelven, en última instancia, en la gestión de los ingresos netos de estas instituciones. Las decisiones que se toman anualmente sobre las asignaciones de los ingresos netos están estrechamente relacionadas con los patrones de generación de ingresos, los gastos administrativos totales y el peso relativo que se le otorga, en un momento determinado, a una u otra de las tres funciones principales desempeñadas por los bancos multilaterales.

Las dos fuentes principales de ingresos de los bancos multilaterales de desarrollo son los pagos que reciben por intereses y cargos asociados a sus carteras de préstamo, y las utilidades que perciben de sus inversiones de corto plazo resultantes del manejo de sus activos líquidos.<sup>7</sup> Los ingresos asociados con las carteras de préstamos pueden incrementarse de dos maneras: i) mediante un aumento en la cantidad y el tamaño de los préstamos, lo que podría acarrear el peligro de prestar más de lo que aconseja una gestión prudente de riesgos, o ii) mediante el cobro de intereses y cargos más elevados por cada préstamo, lo que podría hacer menos competitivos a los préstamos de los bancos multilaterales para los países que tienen acceso a los mercados privados -especialmente cuando se suman los mayores costos de transacción inherentes a la operación de los bancos multilaterales de desarrollo.

Los ingresos provenientes de la gestión de activos líquidos pueden incrementarse mediante el aumento de las inversiones de corto plazo en los mercados internacionales de capital, o asumiendo mayores riesgos de mercado con el fin de obtener rentabilidades más altas. Sin embargo, los ingresos obtenidos de esta fuente pueden ser volátiles y poco confiables, debido a las fluctuaciones que experimentan los mercados de capital. Por ejemplo, a fines del decenio de 1980, el Banco Mundial llegó a generar anualmente varios cientos de millones de dólares como resultado de la colocación de más de 10 000 millones de dólares de activos líquidos en inversiones de muy corto plazo (por uno o pocos días) en diversos mercados de capital, ganancias que se redujeron considerablemente durante la primera mitad del decenio de 1990. Además, en períodos de

---

<sup>7</sup> Algunos bancos multilaterales de desarrollo reciben también pagos por la venta de servicios (asistencia técnica reembolsable, provisión de información estadística, publicaciones, conferencias), pero los montos involucrados son muy pequeños en comparación con sus otras fuentes de ingresos.

crisis financiera internacional, cuando es necesario que los bancos multilaterales cuenten con recursos para fortalecer su posición financiera y poder ayudar mejor a sus prestatarios, es cuando menos se puede esperar una contribución de esta fuente de ingresos netos.

Las decisiones sobre asignación de los ingresos netos que toman anualmente los directorios de los bancos multilaterales de desarrollo reflejan la prioridad relativa que se da, en un determinado momento, a cada una de las tres funciones que desempeñan estas instituciones.

En primer lugar, parte del ingreso neto se utiliza para aumentar las reservas y mejorar la posición financiera de los bancos multilaterales de desarrollo, lo que se refleja, entre otros indicadores, en el coeficiente que mide la capacidad de asumir riesgos (véase la sección III). En segundo lugar, a medida que estas instituciones avanzan progresivamente hacia operaciones más complejas e interacciones más intensas con sus prestatarios y otros grupos de constituyentes, aumentan los gastos administrativos, lo que a su vez deja un menor margen de ingresos netos. En tercer lugar, algunos bancos multilaterales tienen fondos para préstamos blandos (ventanilla concesional) y hacen donaciones para diversos fines (emergencias en el caso de desastres naturales, provisión de bienes públicos regionales, fomento de la cooperación internacional, reducción de deudas de los países más pobres) con recursos que provienen principalmente de los ingresos netos de sus operaciones regulares (ventanilla no concesional). Estas donaciones se complementan generalmente con recursos de fondos fiduciarios establecidos por los países donantes en los bancos multilaterales.

Cada banco multilateral de desarrollo maneja la asignación de sus ingresos netos de manera diferente. El Banco Mundial tiene una larga tradición de transferir parte de sus ingresos netos a la ventanilla de préstamos concesionarios (la Asociación Internacional de Fomento), a la cual asignó un promedio de 330 millones de dólares anuales durante el período 1990-2000. Sin embargo, entre 1997 y el año 2000 -en parte debido a las crisis mexicana, asiática y rusa- el fortalecimiento de su posición financiera se convirtió en prioridad para el Banco Mundial, que destinó una parte creciente de sus ingresos netos -más de 1 100 millones de dólares en el año 2000- para incrementar sus reservas (cuadro 6.9). Además, el Fondo fiduciario para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados recibió una mayor proporción de los ingresos netos dedicados a donaciones para fines específicos (800 millones de dólares) durante esos cuatro años. Cabe destacar que los ingresos netos del Banco Mundial provienen, en gran medida, de los pagos que recibe por intereses y cargos asociados a los préstamos regulares, en su gran mayoría, otorgados a los países de medianos ingresos, países emergentes y países

con economías en transición. Esto significa que las asignaciones y donaciones que benefician a los países más pobres, y que provienen de los ingresos netos, pueden verse como un subsidio cruzado del primer hacia el segundo grupo de países en desarrollo.

Cuadro 6.9  
BANCO MUNDIAL: ASIGNACIÓN DE LOS INGRESOS NETOS  
(En millones de dólares)

| Rubro o programa                              | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  |
|---|-------|-------|-------|-------|
| Reserva general                               | 500   | 750   | 700   | 1 114 |
| Reserva para pensiones                        | 112   | 182   | 225   | 166   |
| Asociación Internacional de Fomento (AIF)     | 304   | 210   | 273   | 320   |
| Fondo para los países pobres más endeudados   | 250   | 100   | 200   | 250   |
| Fondo para Gaza y Palestina                   | -     | -     | 60    | -     |
| Fondo para la creación de capacidad en África | -     | -     | 30    | 30    |
| Excedente                                     | 119   | -     | -     | 76    |
| Ingreso neto total                            | 1 285 | 1 243 | 1 518 | 1 991 |

Fuente: Banco Mundial, Informe anual, años 1997-2000; y Robert Carney y John Ruthrauff, IMF Accounts and World Bank Grants/Net Income, Washington, D.C., OXFAM, 2001.

El uso de los ingresos netos en el Banco Interamericano de Desarrollo exhibe un comportamiento algo diferente. En 1999, los ingresos netos ascendieron a 568 millones de dólares y se asignaron en su totalidad a la reserva general. El año siguiente, el BID obtuvo un ingreso neto de 846 millones de dólares, de los cuales destinó 27 millones al Fondo de Operaciones Especiales (FOE), su ventanilla concesional, y 819 millones a la reserva general. El FOE tiene a su cargo el financiamiento de la iniciativa de los países pobres muy endeudados (PPME), que persigue reducir el servicio de la deuda a un nivel manejable y cuyo costo aproximado es de 1 100 millones de dólares. Este monto será cubierto con recursos provenientes de la reserva general del FOE, de los ingresos netos que éste reciba como resultado de la aceleración de las contribuciones en efectivo del Octavo Aumento General de Recursos, y de la conversión de las contribuciones en monedas locales del FOE, que en total ascenderán a más de 800 millones de dólares. El resto provendrá de contribuciones de los países donantes miembros del BID.

La Corporación Andina de Fomento (CAF) asigna gran parte de los ingresos netos a la reserva general con el objeto de fortalecer su posición financiera y protegerse de eventuales contingencias que puedan afectar a los mercados financieros internacionales y a sus prestatarios. En este sentido, el artículo 42 del convenio constitutivo de la CAF establece que se

destinará como mínimo un 10% de la utilidad neta del año para un fondo de reserva hasta que alcance una suma no inferior al 50% del capital suscrito. Durante los años terminados, al 31 de diciembre de 2000 y de 1999, los ingresos netos fueron de 105 millones de dólares y 92 millones, respectivamente, de los cuales el directorio asignó 46 millones al primero de estos años y 33 millones al segundo para incrementar las reservas de la institución. En forma complementaria, la asamblea de accionistas puede asignar cada año un aporte adicional para incrementar esta reserva. En las asambleas de accionistas celebradas en marzo de 2000 y 1999, se decidió efectuar aportes adicionales de 9.3 millones y 8.4 millones, con cargos a la utilidad neta de los años terminados al 31 de diciembre de 1999 y 1998, respectivamente. La CAF tiene también fondos especiales, a los cuales asigna parte de sus ingresos netos: en el año 2000, destinó 9 millones de dólares al Fondo de Asistencia Técnica, 3 millones al Fondo de Desarrollo Humano (FONDESHU) y 1 millón al Fondo del Programa Latinoamericano de Carbono.

El convenio constitutivo del Banco Centroamericano de Integración Económica especifica que el total de los ingresos netos se debe destinar a la reserva general para reforzar su posición financiera, aspecto que ha cobrado singular importancia durante el decenio de 1990, debido al impacto negativo de la cesación de pagos de uno de sus países miembros y al alto costo que significa participar en el programa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados. En contraste, el Banco de Desarrollo del Caribe destinó 13 de los 15 millones de dólares de sus ingresos netos en el año 2000 para financiar los fondos de operaciones especiales que maneja, entre ellos el Fondo Especial para el Desarrollo.

## VI. Comentarios finales

En este artículo, se han reseñado las características principales de los bancos multilaterales de desarrollo, su evolución en América Latina durante el último medio siglo, el papel que han desempeñado en el financiamiento de largo plazo en la región, sus tres funciones principales, y algunos de los temas centrales que afectan sus operaciones futuras. Considerando que América Latina es la región donde opera el mayor número de bancos multilaterales, es posible hacer algunos comentarios generales sobre el impacto que éstos han tenido en el desarrollo latinoamericano.

Luego de medio siglo de funcionamiento, si los bancos multilaterales no existieran, ¿sería necesario crearlos nuevamente? La respuesta en América Latina es definitivamente sí. Si bien están muy lejos de funcionar a la perfección y han cometido errores que han limitado su

eficiencia y eficacia, no cabe duda de que los bancos multilaterales han constituido una fuerza muy positiva en el desarrollo regional. Estas observaciones no tienen sólo un carácter retórico, ya que el modelo y la actuación de los bancos multilaterales de desarrollo han sido atacados fuertemente, tanto por grupos radicales de protesta -que los consideran, entre otras cosas, agentes de la destrucción del medio ambiente y de las comunidades tradicionales- como por grupos conservadores que proponen el *laissez faire* -que sostienen que estas instituciones usurpan funciones que corresponden exclusivamente al mercado y el sector privado (véase el anexo 1).

Resulta muy difícil vincular en forma directa la actuación de los bancos multilaterales de desarrollo con el desempeño económico y social de los países latinoamericanos. Las operaciones de estas instituciones no son determinantes en asuntos tales como las tasas de crecimiento económico, el nivel de ahorro interno, la magnitud de la pobreza, las desigualdades entre pobres y ricos, y la prestación de servicios sociales básicos en los países de la región. Sin embargo, a través de la movilización de recursos financieros, la creación de capacidad y la provisión de bienes públicos, los bancos multilaterales de desarrollo han tenido una influencia importante en la creación de un entorno favorable para mejorar las condiciones de vida en la región.

Durante los últimos cincuenta años, los bancos multilaterales de desarrollo han canalizado directamente miles de millones de dólares hacia los países de la región, principalmente a través de préstamos. Además, han desempeñado un papel de catalizador para la inversión privada que difícilmente hubieran podido cumplir otras instituciones. Todo esto se hizo con un capital pagado que no excede los 10 000 millones de dólares (considerando una proporción del capital pagado del Banco Mundial similar al porcentaje de préstamos otorgados a América Latina), en condiciones de plazo y tasas de interés mejores que las del mercado, y desempeñando un papel anticíclico que contrarrestó las bruscas disminuciones en los flujos de capitales privados. Sin embargo, es necesario continuar explorando la creación de nuevos instrumentos de financiamiento, en particular de mecanismos para movilizar una mayor cantidad de recursos provenientes del sector privado, pese a que esto no debe distraer su función central de otorgar préstamos a instituciones gubernamentales o que cuentan con el apoyo de los gobiernos. Además, la multiplicación de instrumentos financieros permitirá dejar de lado las preocupaciones acerca de la "graduación" de los países prestatarios.

Los bancos multilaterales de desarrollo han dejado también un legado positivo en cuanto a la creación de capacidad en los países de la región, pese a que se habría podido hacer mucho más y hacerlo mejor. La

preocupación central con respecto al desempeño de esta segunda función de los bancos de desarrollo se relaciona con su tendencia a seguir “modas” al recomendar estrategias y políticas, y a la calidad del diálogo con los países prestatarios y otros grupos de constituyentes. Los bancos multilaterales deberían ser más flexibles y adoptar una actitud pluralista en cuanto al contenido de las políticas de desarrollo y las reformas institucionales. También es necesario instaurar un proceso de aprendizaje conjunto entre los bancos multilaterales y los diversos grupos de interés vinculados a ellos, lo que les permitiría hacer uso de la experiencia acumulada y explorar nuevas formas de crear capacidad en los países de la región.

La provisión de bienes públicos regionales ha ido adquiriendo cada vez más importancia para los bancos multilaterales, particularmente porque éstos deben hacer frente a presiones que los obligan a desempeñar un papel más activo en el financiamiento de este tipo de bienes. En este sentido, es preciso adoptar una actitud prudente al desempeñar esta tercera función, delimitando con exactitud las características de los bienes públicos regionales prioritarios en América Latina, y estableciendo reglas del juego claras y estables para definir el papel que le corresponde a los bancos multilaterales de desarrollo, a otras organizaciones regionales y a los países en este ámbito.

Por lo tanto, lograr un equilibrio adecuado en el desempeño de estas tres funciones constituye un gran desafío para los bancos multilaterales de desarrollo, que pone a prueba la calidad de la gobernabilidad al interior de estas instituciones. Una visión sistémica de sus operaciones en la región puede contribuir al logro de este equilibrio, principalmente porque permite visualizar la división del trabajo entre los bancos multilaterales desde una nueva perspectiva de conjunto. Sin duda, ello repercutirá en asuntos tales como la competencia (que amplía opciones para los prestatarios) y la colaboración (que reduce la duplicación de actividades) entre los bancos multilaterales; el crecimiento de sus operaciones, su relación con los requerimientos de capital y su impacto en las transferencias netas de recursos; y el papel de los bancos subregionales con relación al BID y el Banco Mundial, lo que podría conducir a una redefinición de sus funciones y escala de operación. Sin embargo, la experiencia de varios decenios sugiere que no será fácil adoptar esta perspectiva sistémica sin un cambio de actitud por parte de los funcionarios y las autoridades de estas instituciones. A su vez, se requieren esfuerzos sostenidos para establecer mecanismos de consulta y aprendizaje colectivos, así como presiones por parte de los países accionistas y de los grupos de interés involucrados en sus operaciones.

Por último, durante cincuenta años, el modelo de los bancos multilaterales de desarrollo ha demostrado ser una innovación institucional exitosa y beneficiosa para los países de América Latina. Sin embargo, es necesario examinar en mayor profundidad el impacto de sus operaciones en los países y en algunas áreas específicas, lo que excede el alcance del presente trabajo. En todo caso, entre las diversas maneras de consolidar el apoyo que merecen estas instituciones, se encuentra el promover la creación de entidades similares en otras regiones del mundo en desarrollo. Esto podría ser de especial interés para los países de Asia, donde se cuenta sólo con el Banco Asiático de Desarrollo y, de manera parcial, con el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, pero donde no existe ningún banco multilateral subregional.

## Bibliografía

- BCIE (Banco Centroamericano de Integración Económica), [<http://www.bcie.org>].
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo), [<http://www.iadb.org>].
- BLADEX (Banco Latinoamericano de Exportaciones ), [<http://www.blx.com>]
- Banco Mundial (2001a), *Comprehensive Development Framework: Meeting the Promise? Early Experience and Emerging Issues*, Report to the Board, CDF Secretariat, Washington, D.C., 17 de septiembre.
- (2001b), *Global Development Finance*, Washington, D.C. [<http://www.bancomundial.org/queesbm.htm>].
- Bezanson, Keith, Francisco Sagasti y otros (2000), *A Foresight and Policy Study of the Multilateral Development Banks*, documento preparado por el Instituto de Estudios para el Desarrollo, Universidad de Sussex, Inglaterra, y el Ministerio de Relaciones exteriores de Suecia, Estocolmo. [<http://www.utrikes.regeringen.se/inenglish/devcoop/financing.htm>]
- CAF (Corporación Andina de Fomento), [<http://www.caf.com>].
- Carney, Robert y John Ruthrauff (2001), *IMF Accounts and World Bank Grants/Net Income*, Oxfam American Report, Washington, D.C.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2000), *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional (LC/G.2117(CONF.89/3))*, Santiago de Chile.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2000), *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., febrero.
- FONPLATA (Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata), [<http://www.fonplata.org>].
- Kanbur, Ravi, Todd Sandler y Kevin M. Morrison (1999), "The future of development assistance: common pools and international public goods", *Policy Essay*, N° 25, Washington, D.C., Consejo de Desarrollo de Ultramar.

- Kapur, Devish, John Lewis y Richard Webb (1997), "The World Bank: its first half century", *History*, vol 1, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Kaul, Inge, Isabelle Grunberg y Marc Stern (comps.) (1999), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, Nueva York, Oxford University Press.
- Meltzer, Allan (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, D.C., Congreso de los Estados Unidos.
- Perry, Guillermo (2000), *The World Bank and Middle Income Countries: Is There a Future?*, Washington, D.C., Banco Mundial, julio.
- Sagasti, Francisco (coord.) (2000), *Perú: agenda y estrategia para el siglo 21*, Lima, Agenda: PERÚ/Editorial APOYO S.A.
- Sagasti, Francisco y Gonzalo Alcalde (1999), *Development Cooperation in a Fractured Global Order: An Arduous Transition*, Ottawa, International Development Research Centre.
- Sagasti, Francisco y Keith Bezanson (2001), *Financing and Providing Global Public Goods: Expectations and Prospects*, Sussex, Instituto de Estudios para el Desarrollo, Universidad de Sussex.
- Summers, Lawrence (1999), *A New Framework for Multilateral Development Policy*, Nueva York, 20 de marzo.
- Tussie, Diana (1995), "The Inter-American Development Bank", *The multilateral development banks*, Boulder Colorado, Lynne Rienner Publishers.
- US Network for Global Economic Justice (s/f), *50 Years is Enough*, [www.50years.org].
- Williamson, John (comp.) (1990), *Latin American Adjustment: How Much has Happened?*, Washington, D.C., Institute for International Economics.

## **Anexos**

Anexo 1  
**ALGUNOS PLANTEAMIENTOS DEL INFORME MELTZER SOBRE LOS BANCOS  
 MULTILATERALES DE DESARROLLO Y SU POSIBLE IMPACTO EN AMÉRICA LATINA**

| Planteamientos del Informe Meltzer  | Posibles consecuencias para los bancos multilaterales de desarrollo en América Latina  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los bancos de desarrollo deben dejar de ser fuentes de préstamos intensivos en capital y transformarse en fuentes de asistencia técnica, proveedores de bienes públicos globales o regionales y facilitadores de mayores flujos de capital privado para los países emergentes.</li> </ul>  | <p>Las funciones de financiamiento, creación de capacidad y provisión de bienes públicos son complementarias. Lo que diferencia a los bancos multilaterales de desarrollo de otras organizaciones es su capacidad de otorgar préstamos. Abandonar la función financiera implica transformar a estos bancos en fundaciones, empresas consultoras o entidades académicas, lo que desvirtúa su esencia.</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Todas las transferencias de recursos a países que tienen acceso a los mercados de capitales (cuyos bonos tienen grado de inversión) o con ingresos per cápita superiores a 4 000 dólares deben eliminarse en un plazo de cinco años. A partir de un ingreso per cápita de 2 500 dólares, se limitará el acceso a fuentes oficiales de financiamiento.</li> </ul>   | <p>Esta medida reduciría considerablemente las operaciones de los bancos multilaterales en la región, donde el ingreso promedio per cápita en 1999 estaba por encima de los 3 800 dólares, y donde el ingreso per cápita de varios países excedía los 2 500 dólares.</p>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los organismos de desarrollo no deberían estar autorizados para otorgar préstamos en situaciones de crisis financiera.</li> </ul>  | <p>Es precisamente en momentos de crisis financieras y de retracción de la inversión privada cuando deberían intervenir las entidades oficiales de financiamiento. Con este planteamiento sería imposible que los bancos multilaterales de desarrollo desempeñaran el papel anticíclico que han tenido en América Latina.</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se deben eliminar las inversiones en acciones y los préstamos directos de los bancos multilaterales de desarrollo al sector privado. Las filiales de los BMD que operan con el sector privado deben cerrarse y el apoyo a dicho sector debe ceñirse exclusivamente a la asistencia técnica y la divulgación de prácticas exitosas. Además, deben cerrarse los organismos multilaterales que otorgan seguros contra riesgos políticos al sector privado.</li> </ul> | <p>Los bancos multilaterales de desarrollo actúan como catalizadores de los flujos financieros privados, que sin su participación posiblemente no llegarían a la región. Si se adoptara esta medida, disminuiría el financiamiento privado para América Latina.</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Todos los programas del Banco Mundial, ya sean regionales o con países de Asia y América Latina, deben ser de responsabilidad absoluta de los bancos regionales en cada área. El Banco Mundial debe mantener sus operaciones en África hasta que el Banco Africano de Desarrollo esté en condiciones de hacerse cargo de ellas y debe continuar operando en los países pobres de Europa y el Oriente Medio.</li> </ul>   | <p>De cerrarse la ventanilla de operaciones regulares del Banco Mundial se estaría perdiendo no sólo una fuente importante de financiamiento para la región, sino también la posibilidad de entablar un diálogo con dicha institución y de tener acceso a la experiencia de otras regiones.</p>  |

Fuente: Allan Meltzer, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, D.C., Congreso de los Estados Unidos, 2000; y K. Bezanson, F. Sagasti y otros, *A Foresight and Policy Study of the Multilateral Development Banks*, documento preparado por el Instituto de Estudios del Desarrollo, Universidad de Sussex, Inglaterra, para el Ministerio de Relaciones Exteriores de Suecia, Estocolmo, 2000.

Anexo 2  
BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO EN AMÉRICA LATINA:  
A. GRUPO DEL BANCO MUNDIAL

---

- 1) Año de creación: 1944
- 2) Propósito
  - Combatir la pobreza con entusiasmo y profesionalismo para obtener resultados duraderos.
  - Contribuir a que la gente se ayude a sí misma y al medio ambiente que la rodea, suministrando recursos y conocimientos, creando capacidad y forjando asociaciones en los sectores público y privado.
  - Ser una institución excelente, capaz de atraer, entusiasmar y formar un personal dedicado, con aptitudes excepcionales, y que sepa escuchar y aprender.
- 3) Organizaciones afiliadas
  - Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF)  
Concede préstamos y asistencia para el desarrollo a los países de ingreso mediano y a los países más pobres con capacidad de pago.
  - Asociación Internacional de Fomento (AIF)  
Concede préstamos sin interés a los países más pobres.
  - Corporación Financiera Internacional (CFI)  
Promueve el crecimiento de los países en desarrollo prestando apoyo al sector privado.
  - Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI)  
Contribuye a fomentar la inversión extranjera en los países en desarrollo mediante el otorgamiento de garantías a los inversionistas extranjeros contra pérdidas provocadas por riesgos no comerciales. Proporciona además servicios de asesoramiento para ayudar a los gobiernos a atraer inversiones privadas, y divulga información sobre oportunidades de inversión en países en desarrollo.
  - Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI)  
Contribuye a promover las inversiones internacionales mediante procedimientos de conciliación y arbitraje orientados a resolver las diferencias entre los inversionistas extranjeros y los países receptores.
- 4) Condiciones y términos de los préstamos  
Los préstamos para proyectos de inversión son a largo plazo (de cinco a diez años) y proporcionan financiamiento para la adquisición de bienes y la contratación de obras y servicios para proyectos de desarrollo económico y social en diversos sectores. Los préstamos para fines de ajuste son a corto plazo (de uno a tres años) y proporcionan financiamiento externo de rápido desembolso para respaldar reformas institucionales y de políticas.
  - a) Financiamiento para proyectos de inversión
    - Requisitos:  
Los préstamos para fines de inversión están disponibles para los prestatarios del BIRF y la AIF que no tienen pagos en mora con el grupo del Banco Mundial.
    - Desembolsos:  
Los fondos se desembolsan contra gastos específicos en moneda local o extranjera relacionados con el proyecto de inversión, con inclusión de equipo, materiales, obras civiles, servicios técnicos y de consultoría, estudios y costos incrementales recurrentes identificados con anterioridad.
  - b) Financiamiento para fines de ajuste
    - Requisitos:  
Los préstamos para ajuste están disponibles para los prestatarios del BIRF y la AIF que no tienen pagos en mora con el grupo del Banco Mundial. (Sólo pueden recibir préstamos especiales para ajuste estructural los prestatarios del BIRF). Para obtener un préstamo de ajuste, también se requiere un acuerdo sobre medidas de reforma institucional y de políticas que se puedan fiscalizar, y una gestión macroeconómica satisfactoria. La coordinación con el FMI es parte fundamental de la preparación de un préstamo para fines de ajuste.
    - Desembolsos:  
Los fondos se desembolsan en una o más etapas (tramos) y se depositan en una cuenta especial. Los tramos se liberan una vez que el prestatario ha cumplido con las condiciones estipuladas para dicha liberación.

Anexo 2 (continuación)  
A. GRUPO DEL BANCO MUNDIAL

- Instrumentos:  
Los instrumentos con fines de ajuste más utilizados son los préstamos para ajuste estructural y sectorial. Existen otros tipos de préstamos de ajuste para atender necesidades específicas de los clientes, tales como los préstamos programáticos para ajuste estructural, los préstamos especiales para ajuste estructural y los préstamos para rehabilitación. Los préstamos para la reducción de la deuda, si bien no son préstamos para ajuste, suelen acompañar a ese tipo de operación.
- 5) Productos y servicios
- a) Servicios financieros
- Instrumentos de financiamiento:  
El Banco Mundial ofrece a los prestatarios diversos instrumentos de financiamiento para distintos tipos de proyectos de inversión. Para la mayoría de los proyectos de inversión se utilizan préstamos para inversiones específicas (SIL, según su sigla en inglés) o préstamos para inversión y mantenimiento sectoriales (SIM), mientras que para la mayor parte de los proyectos de ajuste se utilizan préstamos para ajuste estructural (SAL) y préstamos para ajuste sectorial (SECAL).
  - Cofinanciamiento, fondos fiduciarios y garantías:  
Las actividades de movilización de recursos y cofinanciamiento ayudan a los países miembros a obtener asistencia financiera de otras fuentes. Los fondos fiduciarios permiten al Banco Mundial, conjuntamente con los donantes bilaterales y multilaterales, movilizar recursos para operaciones de inversión, así como para el alivio de la deuda, proyectos de reconstrucción de emergencia y asistencia técnica. Las garantías promueven el financiamiento privado en los países miembros prestatarios, al ofrecer cobertura contra los riesgos que el sector privado normalmente no está dispuesto a asumir o administrar.
  - Garantías  
Constituyen capital simiente para proyectos experimentales y permiten respaldar métodos innovadores y tecnologías de vanguardia.
- b) Servicios de análisis y asesoría  
Los servicios de asesoría del Banco Mundial proporcionan información y conocimientos sobre diversos aspectos de la labor de esta entidad. Se apoyan en el trabajo de los grupos temáticos, que son organizados y coordinados por el personal del banco y se concentran en asuntos específicos de desarrollo. Los grupos temáticos dan a conocer las enseñanzas recogidas con el fin de mejorar la calidad de las actividades del banco.
- c) Fortalecimiento de la capacidad  
El Instituto del Banco Mundial (IBM) es la parte del Banco Mundial que se dedica al fortalecimiento de la capacidad a fin de apoyar su misión a través del aprendizaje. Las actividades del IBM incluyen capacitación, servicios en materia de políticas y redes de conocimientos.

Fuente: Banco Mundial [<http://www.bancomundial.org>]HYPERLINK.

Anexo 2  
B. BANCOS REGIONALES DE DESARROLLO  
• BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)

- 1) Año de creación: 1959
- 2) Propósito  
Promover el desarrollo económico y social, individual y colectivo, de los países de la región, para:  
a) crear y mantener un entorno de política económica e inversión que sea propicio para un vigoroso crecimiento económico, y b) lograr más altos niveles de desarrollo humano para toda su población.
- 3) Organizaciones afiliadas  
Dentro del grupo del BID se encuentran la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) y el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). La CII contribuye con el grupo mediante el respaldo financiero a empresas privadas de pequeña y mediana escala. El FOMIN promueve la viabilidad de las economías de mercado en la región. La ventanilla concesional del BID, que otorga préstamos blandos a los países más pobres de América Latina, es el Fondo de Operaciones Especiales (FOE).

(Continúa)

Anexo 2 (continuación)  
B. BANCOS REGIONALES DE DESARROLLO  
• BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)

- 4) **Condiciones y términos de los préstamos**  
El Banco financia un porcentaje del costo total de los proyectos inverso a la magnitud de las economías de los países. Lo que resta del costo del proyecto es financiado por el prestatario:
- Grupo A: 50% Argentina, Brasil, México y Venezuela
  - Grupo B: 60% Chile, Colombia, Perú
  - Grupo C: 70% Bahamas, Barbados, Costa Rica, Jamaica, Panamá, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay
  - Grupo D: 80% Belice, Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana
- El financiamiento puede ser complementado con un 10% adicional si por lo menos 50% de los beneficios netos del proyecto se canalizan a grupos de bajos ingresos.
- El Fondo para Operaciones Especiales, la ventanilla concesional del Banco, canaliza financiamiento sólo a los cinco países más pobres de la región: Bolivia, Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua.
- El Banco utiliza un mecanismo llamado facilidad de financiamiento intermedio a fin de reducir la tasa de interés de ciertos préstamos del capital ordinario a un grupo de países de menores ingresos: Ecuador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, Paraguay, República Dominicana y Suriname.
- **Condiciones de los financiamientos**  
Los términos y condiciones de los préstamos dependen de los recursos utilizados. Para los préstamos del capital ordinario al sector público, los períodos de amortización varían de 15 a 25 años; las tasas de interés, ajustadas semestralmente, reflejan el costo de los empréstitos más un margen para cumplir objetivos financieros, un cargo de 1% y una comisión de 0.75% anual sobre el monto no desembolsado.
- Los precios de las garantías con contragarantía del gobierno se fijan de manera que resulten neutrales con respecto a los ingresos por concepto de préstamos.
- La tasa de interés para préstamos del Fondo para Operaciones Especiales, con períodos de amortización de 25 a 40 años, es de 2% anual, con períodos de gracia de 10 años. Las condiciones para el sector privado se negocian caso por caso.
- El BID puede desembolsar porciones de préstamos en la forma de garantías para respaldar la emisión de bonos por montos hasta cuatro veces mayores.
- 5) **Productos y servicios**
- a) **Operaciones de préstamo**
- **Préstamos para proyectos específicos:**  
Son aquellos destinados a financiar uno o más proyectos o subproyectos específicos que estén totalmente definidos al momento de aprobarse el respectivo préstamo del Banco.
  - **Préstamos para programas de obras múltiples:**  
Destinados a financiar un conjunto de obras de naturaleza semejante, físicamente independientes entre sí, y cuya viabilidad no depende de la ejecución de un determinado número de ellas.
  - **Préstamos de créditos globales:**  
Concedidos a instituciones financieras intermediarias o agencias similares de los países prestatarios, con el objeto de que éstas faciliten recursos mediante la concesión de créditos a subprestatarios finales para financiar proyectos multisectoriales.
  - **Préstamos de ajuste sectorial:**  
Corresponden a una modalidad flexible con fondos de rápido desembolso, para apoyar cambios institucionales y de política a escala sectorial o subsectorial. A solicitud del prestatario, el préstamo de ajuste sectorial puede incluir un componente de inversión, en cuyo caso se convierte en un préstamo híbrido.
  - **Préstamos por etapas (time slice operations):**  
Son préstamos de inversión en el cual el programa de inversiones del sector o subsector es ajustado de tiempo en tiempo de acuerdo con los criterios y objetivos globales acordados con el Banco para el futuro proyecto.

(Continúa)

## Anexo 2 (continuación)

## • BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)

- **Facilidad para la preparación de proyectos:**  
Son recursos disponibles para el financiamiento de actividades complementarias requeridas para la preparación de los proyectos. Su objetivo básico es fortalecer y reducir la etapa de preparación de los proyectos, facilitando así la aprobación de préstamos por parte del Banco y la ejecución de los proyectos.
  - **Financiamiento de pequeños proyectos:**  
Su objetivo es dar acceso al crédito, a las personas o grupos de personas que por lo común carecen de acceso al crédito comercial o de fomento en condiciones ordinarias. En esos casos, el Banco financia las operaciones por conducto de instituciones intermediarias que se ocupan de encauzar los recursos financieros al beneficiario final.
  - **Préstamos directos al sector privado:**  
Son aquellos sin garantía gubernamental, siempre con la anuencia del gobierno del país. Este financiamiento, en una primera etapa, estaría dirigido exclusivamente a proyectos de infraestructura y de servicios básicos ofrecidos generalmente por el sector público.
  - **Mecanismos de reconstrucción para emergencia:**  
Son aquellos cuyo objetivo es facilitar recursos a un país azotado por un desastre catastrófico para cubrir los gastos inmediatos de reanudación de los servicios básicos a la población. Lo que impulsa la utilización de este mecanismo es la urgencia de tener recursos en el terreno en las horas posteriores al desastre.
- b) **Operaciones de cooperación técnica**
- **Con recursos no reembolsables:**  
Subsidio que concede el Banco a un país miembro para financiar actividades de cooperación técnica. Se otorga esta cooperación especialmente a los países menos desarrollados de la región y/o que tienen mercados insuficientes.
  - **Con recursos de recuperación contingente:**  
El Banco financia actividades de cooperación técnica cuando existe una posibilidad razonable de realizar la operación de préstamo, ya sea por parte del banco u otra institución de crédito. Si el beneficiario obtiene un préstamo de cualquier fuente para el desarrollo del proyecto, objeto de la cooperación técnica, el prestatario deberá reembolsar el aporte del Banco.
  - **Con recursos reembolsables al Banco:**  
Préstamo financiado por el Banco para llevar a cabo actividades de cooperación técnica.
- c) **Garantías del Banco**  
El Banco puede conceder garantías a préstamos otorgados por fuentes privadas de financiamiento al sector público o privado, con el fin de fomentar la inversión en los países prestatarios.  
El Banco puede otorgar garantías con o sin contragarantía del gobierno del país prestatario. Las garantías otorgadas por el Banco sin contragarantía del gobierno del país miembro, en cuyo territorio se llevará a cabo el proyecto, podrán cubrir hasta un 25% del costo total del proyecto o 75 millones de dólares, la cifra que sea inferior. Las garantías se pueden utilizar en cualquier tipo de proyecto de inversión, aun cuando el énfasis inicial en operaciones de garantía será en proyectos de infraestructura.
- d) **Otros financiamientos**
- **Financiamiento de exportaciones:**  
Banco concede a los organismos nacionales de los países prestatarios una línea de crédito rotatorio para el financiamiento de exportación intrarregional de bienes no tradicionales. El Banco puede llevar a cabo otras formas de financiamiento, con fondos bajo su administración y actuando por cuenta de terceros, sujetas a los términos del contrato que haya firmado para la administración de esos fondos, por ejemplo el otorgamiento de préstamos para la adquisición de acciones e inversiones directas en acciones.
  - **Créditos de exportación:**  
El Banco brinda asesoramiento y colabora en las gestiones tendientes a la obtención de créditos concedidos por organismos especializados de los países altamente industrializados, y que están destinados a financiar la compra de bienes y servicios necesarios en los proyectos para los cuales el banco otorga préstamos.

(Continúa)

## Anexo 2 (continuación)

## • BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)

- Créditos paralelos de otras instituciones financieras públicas:  
El Banco coordina sus actividades con instituciones financieras públicas, internacionales o nacionales, interesadas en ofrecer financiamiento para proyectos o programas en los países miembros regionales en vías de desarrollo.
  - Otros créditos paralelos a solicitud de los prestatarios:  
El Banco puede colaborar en la obtención de préstamos paralelos provenientes de bancos o inversionistas institucionales de otros países
- e) Nuevos instrumentos flexibles de crédito
- Durante el 2000, el BID amplió las opciones para el financiamiento de proyectos, a fin de responder mejor y con mayor rapidez a los cambios en las necesidades de los países miembros. Estos instrumentos son:
- Préstamos para innovaciones:  
El Banco contará con un procedimiento para la tramitación y aprobación aceleradas de préstamos de hasta 10 millones de dólares para operaciones innovadoras con un plazo de ejecución de treinta meses como máximo. Con los recursos disponibles, cuyo tope es de 150 millones de dólares, se financiarán programas piloto y se promoverá el consenso en torno a programas de reformas para facilitar el aprendizaje y el fortalecimiento de la capacidad en campos prioritarios. Los resultados de estas operaciones se tendrán en cuenta en la preparación de programas en mayor escala.
  - Facilidades sectoriales:  
El Banco ofrecerá una facilidad sectorial de hasta 150 millones de dólares para financiar actividades de bajo costo, poco riesgo y gran impacto en determinados sectores. Al principio, esta modalidad de vía rápida abarcará actividades concretas en tres sectores: educación, salud y comercio. Con los procedimientos simplificados, la administración del Banco podrá aprobar directamente operaciones de hasta 5 millones de dólares, tomando los recaudos necesarios para el seguimiento y la rápida ejecución. Este servicio promoverá la modernización y el crecimiento, especialmente en los sectores sociales. Más adelante se incorporarán otros sectores.

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID) [<http://www.iadb.org>]

## Anexo 2

## C. BANCOS SUBREGIONALES DE DESARROLLO

## • BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA (BCIE)

- 1) Año de creación: 1961
- 2) Propósito  
Fomentar el progreso y la integración de la región centroamericana, propiciar el crecimiento económico con equidad y respetar el ambiente, mediante el apoyo a programas y proyectos públicos y privados que generen empleo productivo y contribuyan a mejorar la productividad y competitividad, así como a elevar los índices de desarrollo humano de la región.
- 3) Organizaciones afiliadas  
El BCIE no tiene organizaciones afiliadas, pero canaliza sus recursos a través de los siguientes fondos:
  - Fondo Ordinario  
Con el cual se atienden los requerimientos de preinversión o inversión de proyectos industriales, agrícolas y de servicio, entre otros, especialmente del sector productivo privado.
  - Fondo Centroamericano de Integración Económica  
Mediante el cual se provee financiamiento a los gobiernos, organismos regionales, municipalidades, instituciones autónomas y empresas de economía mixta, para poner en práctica proyectos de transporte, telecomunicaciones, energía, educación técnica, manejo de recursos naturales, almacenamiento, infraestructura básica y social y turismo.
  - Fondo Financiero de la Vivienda  
Mediante el cual se canalizan recursos a instituciones financieras para el desarrollo urbano y construcción de proyectos habitacionales.

(Continúa)

Anexo 2 (continuación)

## C. BANCOS SUBREGIONALES DE DESARROLLO

## • BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA (BCIE)

- Fondo Especial para la Promoción de las Exportaciones (FEPEX) y Fondo Especial para el Fortalecimiento de las Exportaciones Centroamericanas (FOEXCA)  
Mediante el cual el BCIE canaliza recursos de la Unión Europea para reforzar la capacidad exportadora de la región.
- Fondo de Cooperación Técnica  
Mediante el cual se canalizan recursos para el desarrollo de estudios y proyectos de gran significación regional en apoyo a la actividad crediticia del Banco Mundial.
- Fondo Regional para la Conversión de Deuda Externa  
Mediante el cual se facilita el canje de deuda por proyectos en áreas prioritarias para el desarrollo social, como educación.
- Fondo Centroamericano de Medio Ambiente  
Mediante el cual se captan y canalizan recursos para la protección del medio ambiente y el uso racional de los recursos naturales.

## 4) Condiciones y términos de los préstamos

## a) Políticas de crédito

- Préstamos intermediados:

Otorga préstamos a los intermediarios financieros por un monto con relación a su capital y reserva no redimibles, el cual dependerá de la calificación que obtenga el intermediario financiero por parte del BCIE, y como máximo será de tres veces.

- Requisitos de los Intermediarios Financieros:

Otorga préstamos a los intermediarios financieros que tengan mora legal menor del 5% en su cartera de préstamos. Además los intermediarios financieros deben presentar un mínimo de suficiencia de capital establecido por el BCIE. Asimismo, deben cumplir con los requisitos de liquidez particulares de cada país y de consultoría, estudios y costos incrementales recurrentes identificados con anterioridad.

- Garantías:

Requiere del 100 al 150% de garantía de los préstamos otorgados bajo el mecanismo de cofinanciamiento, dependiendo de las características del proyecto.

- Préstamos al sector público: se requiere garantía soberana de los gobiernos o de las instituciones descentralizadas.

- Préstamos intermediados: se requiere la garantía institucional de las instituciones de crédito, sean éstas públicas o privadas, así como de otras adicionales a convenir.

- Préstamos cofinanciados:

Financia directamente hasta un 50% del monto de un proyecto; un 25% como mínimo puede ser financiado por el intermediario financiero con recursos propios o con recursos del BCIE, y el 25% restante tiene que ser aportado por el inversionista.

Para proyectos del sector público se podrá financiar hasta un 90% del monto total de la inversión, pudiendo ser mayor en casos especiales como los programas de desarrollo social.

- Propiedad:

Financia a empresas o proyectos en los que al menos el 51% de su capital pertenezca a ciudadanos o personas de países socios del BCIE o extranjeros que residan permanentemente en cualquiera de los países del área y que además tengan patrimonio permanente ubicado en la región.

- Refinanciamiento:

Al BCIE no le está permitido refinanciar préstamos o proyectos u obligaciones anteriores contraídas en un proyecto.

- Créditos relacionados:

El BCIE considera crédito relacionado cuando uno de los directivos o socios del intermediario financiero es directivo o socio de la empresa beneficiaria, o cuando exista una relación de parentesco por consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado entre un socio o directivo del intermediario financiero y un socio o directivo de la empresa beneficiaria. Estos casos deberán ser previamente notificados al BCIE.

## b) Mecanismos de crédito

- Intermediación financiera a través de bancos comerciales y otras instituciones intermediarias

(Continúa)

## Anexo 2 (continuación)

## • BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA (BCIE)

- 
- Cofinanciamiento:  
El BCIE puede financiar proyectos del sector privado en forma directa al usuario por un porcentaje no mayor al 50% del proyecto, siempre y cuando uno o más bancos comerciales o instituciones financieras, aceptables al BCIE asuman, avalen o garanticen una parte del financiamiento requerido por el proyecto, en un porcentaje no menor del 25% de dicho financiamiento. El 25% restante debe ser aportado por el dueño del proyecto. Este porcentaje lo fijará el BCIE, tomando en cuenta la capacidad de endeudamiento del intermediario financiero y el proyecto con respecto al monto a financiar, procurando que el monto de su participación le sea suficientemente importante como para atender adecuadamente el proyecto con sus propios recursos o con recursos del BCIE. Dicho financiamiento no podrá exceder el 75% de la totalidad de la inversión requerida para el proyecto.
  - Financiamiento al sector público
- 5) Productos y servicios
- Estudia y promueve oportunidades de inversión en sectores estratégicos para la economía de la región.
  - Otorga préstamos a corto, mediano y largo plazo, utilizando las modalidades de primer y segundo piso, para proyectos de gran impacto en el desarrollo y la integración de Centroamérica.
  - Emite obligaciones en los mercados financieros internacionales.
  - Obtiene empréstitos y garantías de gobiernos e instituciones financieras.
  - Actúa como fiduciario de recursos que han confiado países y regiones amigas, para promover objetivos específicos.
  - Proporciona asesoría a los solicitantes de financiamiento.
- 

Fuente: Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) [<http://www.bcie.org>]

## Anexo 2

## • CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF)

- 
- 1) Año de creación: 1968: los gobiernos de los países miembros suscriben su convenio constitutivo; 1970: inicia formalmente sus operaciones.
- 2) Propósito  
Su misión es apoyar el desarrollo sostenible de sus países accionistas y la integración regional. Atiende a los sectores público y privado, suministrando productos y servicios financieros múltiples a una amplia cartera de clientes, constituida por los gobiernos de los Estados accionistas, instituciones financieras y empresas públicas y privadas.
- 3) Organizaciones afiliadas  
La CAF crea en el decenio de 1970 dos sistemas para promover el comercio intrarregional:
- Sistema Andino de Financiamiento del Comercio (SAFICO), y
  - Mecanismo Adicional de Financiamiento de Importación y Confirmación de Cartas de Crédito (MECOFIN)
- Adicionalmente, la CAF administra el:
- Fondo de Desarrollo Humano (FONDESHU)
- Dedicado principalmente a operaciones de baja escala y alto poder demostrativo en el tema de cooperación técnica, microfinanzas, apoyo humanitario, entre otros.
- 4) Condiciones y términos de los préstamos  
Los préstamos de corto (hasta un año), mediano (de uno a cinco años) y largo plazo (más de cinco años) constituyen la principal modalidad operativa de la CAF y pueden aplicarse a todas las etapas de ejecución de proyectos. En el caso de los préstamos para financiar operaciones de comercio, capital de trabajo o programas de apoyo a sectores productivos, se opera preferentemente bajo la modalidad de banca de segundo piso al otorgar líneas de crédito o créditos sectoriales a instituciones financieras de desarrollo y a la banca comercial privada. Así, la CAF ofrece financiamiento a sectores específicos a los cuales no puede llegar directamente, como es el caso de las pequeñas y medianas empresas. Estas líneas de crédito también se pueden otorgar en forma directa a empresas calificadas de diversos sectores productivos de la región.
- 

(Continúa)

Anexo 2 (continuación)  
 • CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF)

- 5) **Productos y servicios**  
 La CAF ofrece una diversidad de servicios similares a los de un banco comercial, de desarrollo y de inversión, particularmente aquellos que potencian las ventajas competitivas de la Corporación en las áreas de infraestructura, industria y sistemas financieros, que propician la integración de la acción pública y privada en los países accionistas y que fortalecen su rol catalítico, innovador e integrador en la región.
- a) Específicamente, la CAF:
- Otorga préstamos a corto, mediano y largo plazo, cooperaciones técnicas, avales y garantías y participa como accionista en empresas y fondos de inversión.
  - Estructura y financia proyectos sin recurso o con garantías limitadas. Esta modalidad se utiliza para financiar proyectos de construcción-operación-transferencia (COT) y de construcción-operación-propiedad (COP).
  - Realiza operaciones de cofinanciamiento con diversas instituciones multilaterales y con la banca internacional, incluidos los préstamos A/B que la CAF utiliza para complementar sus propios recursos financieros, atrayendo recursos externos en beneficio de sus países accionistas.
  - Financia la adquisición de empresas y activos en procesos de privatización, empresas recientemente privatizadas y empresas privadas que operan concesiones estatales, en apoyo a los mecanismos de modernización del Estado y de fortalecimiento del papel del sector privado en los países socios.
  - Opera como banco de segundo piso para canalizar recursos hacia diversos sectores productivos y especialmente hacia las pequeñas y medianas empresas (PYME).
  - En el contexto de una relación crediticia integral, puede otorgar líneas de crédito a instituciones financieras y a empresas para financiar operaciones de comercio exterior y de capital de trabajo.
  - Ofrece servicios de apoyo financiero y asesoría para la consolidación y sostenibilidad de las instituciones financieras que atienden a la microempresa.
  - Presta apoyo a empresas y bancos para que accedan a los mercados locales de capital a través de suscripción de emisiones.
  - Ofrece suscripción de emisiones en los mercados de capitales (underwriting), fideicomisos estructurados, garantías parciales, swaps de tasas de interés relacionados con sus transacciones y finanzas estructuradas a través de su Dirección de Banca de Inversión y Mercados de Capital.
  - Presta servicios de asesoría financiera a sus clientes y consultorías para calificación de riesgo.
  - Recibe depósitos a corto plazo y emite bonos regionales a mediano plazo, a tasas internacionalmente competitivas.
  - Suministra servicios de cooperación técnica destinados a facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología, a complementar la capacidad técnica existente en los países accionistas y a elevar la competitividad externa de los sectores productivos.
  - Administra fondos de otras instituciones para proyectos orientados a beneficiar a sectores sociales marginados económicamente tales como pequeños productores rurales, comunidades indígenas y áreas fronterizas poco desarrolladas.
- b) El Fondo de Desarrollo Humano, realiza las siguientes actividades:
- **Microfinanzas:**  
 La CAF respalda a las instituciones financieras que canalizan fondos a la microempresa brindándoles asesoría especializada y apoyo financiero para mejorar su capacidad técnica y su calidad como intermediarios financieros, y para ayudarlos a formalizar sus operaciones de tal manera que puedan recibir supervisión por parte de las autoridades competentes. El apoyo financiero puede ofrecerse bajo la forma de participaciones accionarias, de líneas de crédito, de préstamos subordinados y de emisiones locales, entre otras.
    - Proyectos comunitarios para sectores rurales de bajos recursos:
  - La CAF otorga recursos para proyectos comunitarios a través de líneas de crédito concesionales, cuyas condiciones dependerán del impacto social del proyecto, su rentabilidad y la capacidad de pago de los beneficiarios. El crédito concesional puede estar acompañado de un componente de asistencia técnica no reembolsable, como es el caso de capacitación y fortalecimiento institucional.
    - Administración de fondos para mitigar la pobreza:
  - La CAF administra, supervisa, e incluso cofinancia diversos fondos de terceros destinados a aliviar el hambre y la pobreza rural en los países andinos y de Latinoamérica, así como a mejorar las condiciones de vida de los pueblos indígenas.

## Anexo 2

## D. OTROS FONDOS:

• FONDO FINANCIERO PARA EL DESARROLLO DE LA CUENCA DEL PLATA  
(FONPLATA)

- 
- 1) Año de creación: 1974: se suscribe su convenio constitutivo;  
1976: entra en vigencia dicho convenio (14 de octubre);  
1977: inicia formalmente sus operaciones (1° de septiembre).
- 2) Propósito
- Apoyar técnica y financieramente a las iniciativas de desarrollo armónico y de integración en el ámbito de los países miembros de la Cuenca del Plata.
  - Promover la identificación de áreas de interés común y la realización de estudios, programas y obras, así como la formulación de entendimientos operativos e instrumentos jurídicos.
- 3) Organizaciones afiliadas: No tiene
- 4) Condiciones y términos de los préstamos  
Otorga préstamos al sector público, a empresas mixtas y del sector privado.
- a) Garantías  
Los préstamos a los países, entidades o instituciones del sector público, requerirán siempre la garantía o la fianza solidaria del país o de sus organismos autorizados. Los préstamos al sector privado requerirán la prioridad otorgada de sus órganos autorizados y la garantía solidaria del país o de entidades bancarias o financieras públicas o privadas de primera línea.
- b) Moneda  
Los préstamos se nominarán en dólares estadounidenses y serán desembolsados en las diferentes monedas de los países miembros de FONPLATA, o en moneda no regional, en función del origen de los bienes y servicios.
- c) Tasas de interés y comisiones
- 7% anual: para los préstamos destinados al financiamiento de obras.
  - 6% anual: para los préstamos destinados al financiamiento de obras en los sectores sociales (educación y salud pública) y préstamos de preinversión y cooperación técnica.
  - 5% anual: para los préstamos de preinversión y cooperación técnica para el sector social (educación y salud pública).
  - 1%: por comisión de compromiso sobre el total no desembolsado.
  - 1 al 1.5%: por comisión de inspección y vigilancia, según el monto del préstamo
- d) Monto financiable  
Para los proyectos que financie FONPLATA, se requerirá que una parte de su costo total sea aportado por el prestatario. En los préstamos destinados a estudios en general y proyectos de carácter social, el aporte local no será inferior al 10% del costo total, y en los préstamos destinados a la ejecución de obras y proyectos, al 20% del costo total.
- e) Plazos de amortización  
Para el financiamiento de estudios hasta diez años, y para el financiamiento de obras un máximo de veinte años.
- f) Período de gracia  
Dentro de los plazos de amortización otorgados, FONPLATA podrá conceder períodos de gracia, cuya extensión está vinculada al último desembolso.
- 5) Productos y servicios  
FONPLATA desarrolla su actividad de cooperación técnica en los siguientes campos:
- a) Preinversión  
Estudios:
- Específicos: prefactibilidad, factibilidad y diseño final.
  - Generales: básicos, preliminares y sobre transferencia tecnológica.
- b) Fortalecimiento institucional  
Apoya la creación, organización y fortalecimiento de instituciones vinculadas al proceso de garantizar utilidades de naturaleza económica y social, en especial aquellas que deban asumir la responsabilidad de la ejecución, administración y operación de proyectos de desarrollo y de integración económica y social.
- c) Movilización de recursos  
La movilización de recursos financieros internos y la programación del uso de recursos financieros externos.
-

Anexo 2 (continuación)

---

 • FONDO FINANCIERO PARA EL DESARROLLO DE LA CUENCA DEL PLATA (FONPLATA)
 

---

## d) Otros servicios

Proyectos destinados a:

- Mejoramiento social, especialmente a los sectores de educación y salud.
  - Promover el desarrollo armónico en las áreas de la frontera
- 

Fuente: Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA)

[<http://www.fonplata.org/MPri.htm>.]

## Anexo 2

## D. OTROS FONDOS:

 • BANCO LATINOAMERICANO DE EXPORTACIONES (BLADEX)
 

---

- 1) Año de creación: 1977: se organiza;  
1978: se incorpora como sociedad anónima según las leyes de la República de Panamá;  
1979: inicia formalmente sus operaciones (2 de enero).
  - 2) Propósito  
Canalizar capital para promover el desarrollo de América Latina y el Caribe y proveer soluciones integradas que promuevan las exportaciones de la región.
  - 3) Organizaciones afiliadas: No tiene
  - 4) Condiciones y términos de los préstamos  
No presenta información detallada sobre las condiciones de sus préstamos
  - 5) Productos y servicios
    - a) Para la banca corporativa
      - Financiamiento de comercio exterior (corto y mediano plazo): para la importación de materia prima; para la importación de bienes de capital; o para el financiamiento de la exportaciones (preexportación y post embarque).
      - Financiamiento de capital de trabajo.
      - Financiamientos estructurados.
      - Financiamientos de bienes de capital.
      - Cartas de crédito comerciales, aceptaciones bancarias, descuento de letras y reembolsos banco-a-banco.
      - Cartas de crédito stand-by.
      - Garantías bancarias.
      - Cobranzas documentarias.
      - Sindicalizaciones.
      - Cobertura de riesgos comerciales
    - b) Para la banca institucional
      - Financiamiento a corto y mediano plazo, pre y post embarque de bienes y servicios, importación de bienes y servicios y capital de trabajo.
      - Cartas de crédito comerciales, aceptaciones bancarias, descuento de letras y reembolsos banco-a-banco.
      - Cartas de crédito stand-by.
      - Garantías bancarias.
      - Cobranzas documentarias.
      - Sindicalizaciones.
      - Cobertura de riesgos comerciales
- 

(Continúa)

Anexo 2 (conclusión)

## • BANCO LATINOAMERICANO DE EXPORTACIONES (BLADEX)

- 
- c) Cobertura de riesgo país  
Garantizar hasta el 100%, en 23 países latinoamericanos y del Caribe, los riesgos financieros resultantes de eventos macroeconómicos imprevistos y/o acciones políticas adoptadas por entidades gubernamentales, que pudieran causar demoras e incumplimientos con los términos y condiciones establecidos en los programas de pago de las facilidades crediticias otorgadas. Dirigido a inversionistas directos, exportadores e importadores, y a entidades financieras, tales como inversionistas institucionales, bancos internacionales y bancos locales con presencia regional. Los riesgos financieros garantizados son: inconvertibilidad y transferencia de la moneda, moratoria, confiscación, expropiación y nacionalización, guerra y disturbios civiles.
- d) Factoraje internacional  
Es una alternativa a las fuentes tradicionales de financiamiento de exportaciones para empresas que exportan a cuenta abierta, otorgan a sus clientes internacionales plazos de pago de hasta 120 días, o desean aumentar su flujo de caja y asegurar el cobro de sus facturas internacionales. Los beneficios que recibe el exportador:
- Antes del embarque, su banco local le otorga un compromiso de pago de las facturas emanadas de dicha venta
  - Puede recibir adelantos por hasta un 80% del valor de las facturas cedidas
  - Delega en una institución financiera el cobro y administración de sus facturas internacionales
  - Elimina el riesgo comercial de no pago por parte del importador.
- e) Mercados de capital
- Compra y venta de activos latinoamericanos
    - Bonos préstamos de comercio exterior
    - Préstamos sindicados
    - Pagarés y letras de cambio (forfaiting)
    - Compra y venta de divisas convertibles
  - Emisiones de BLADEX
    - Programa de Euro Notas a Mediano Plazo
    - Programa de Euro Papel Comercial y Certificado de Depósitos
- f) Operaciones interbancarias
- Captación de depósitos
    - Depósitos a requerimiento (at call)
    - Depósitos a plazo fijo
    - Cuentas de corresponsalía
- 

Fuente: Banco Latinoamericano de Exportaciones (BLADEX) [<http://www.blx.com>].



## Capítulo VII

# **La banca multilateral y el financiamiento del desarrollo en un contexto de volatilidad financiera**

Daniel Titelman

### **Resumen**

Durante la década de 1990, el desempeño de las economías de América Latina y el Caribe dependía fuertemente de los flujos de capital hacia la región. El acceso al financiamiento externo, sumado a una mejor gestión macroeconómica, impulsó el crecimiento y redujo considerablemente la inflación. Sin embargo, los procesos de expansión y contracción de los mercados financieros internacionales ocasionaron una volatilidad de los movimientos internacionales de capital, que se tradujo en una trayectoria de crecimiento inestable. Este artículo examina el papel contracíclico que puede jugar en este contexto la banca multilateral de desarrollo.

## I. Introducción

El crecimiento económico regional estuvo determinado por los recursos financieros externos, pero el acceso a las fuentes financieras varió enormemente de un país al otro. Por consiguiente, los beneficios y desafíos generados por la integración financiera regional difieren significativamente, en función del mayor o menor grado de desarrollo de los países involucrados. Entre los países menos desarrollados, los flujos financieros oficiales, junto con las remesas de los emigrantes y la inversión extranjera directa, han constituido las principales fuentes de financiamiento de la cuenta corriente. Por otra parte, los países más desarrollados no sólo han logrado atraer una proporción considerable de inversión extranjera directa, sino también registran los niveles más elevados de deuda privada y flujos de cartera accionaria.

Las fuentes de financiamiento externo de los países de la región también influyeron en las características de los choques externos que éstos debieron enfrentar durante los años noventa. De esta forma, los países con mayor acceso a las fuentes de financiamiento privado se vieron afectados por crisis en las que no sólo la cuenta corriente de la balanza de pagos constituyó un factor importante, sino también en las que la posición de su cuenta de capital desempeñó un papel decisivo en su gestación y desarrollo.

En particular, la disminución del financiamiento externo, el deterioro del balance general de la economía y la crisis cambiaria sucedieron más o menos simultáneamente en el corto plazo. En contraste, los países de menor desarrollo relativo debieron hacer frente principalmente a problemas de la balanza comercial de la cuenta corriente de la balanza de pagos, por lo que las crisis y dificultades financieras estuvieron más bien determinadas por las tendencias cambiarias y de exportaciones.

La banca multilateral de desarrollo, tanto regional como subregional, ha desempeñado un papel importante en la provisión de financiamiento externo a la región. Durante los años noventa, las tres cuartas partes de las entradas netas de capital a los países de la región, con un ingreso per cápita inferior a los 2.000 dólares, fueron proporcionadas por la banca multilateral de desarrollo. Estos recursos contribuyeron a mitigar parcialmente los efectos adversos de los choques externos. En los países con un ingreso per cápita entre 2.000 y 4.000 dólares, los recursos provenientes de la banca multilateral representaron un 14% de las entradas netas de capital. En cambio, en los países más ricos, es decir, aquellos cuyo ingreso per cápita es superior a los 4.000 dólares, los recursos provenientes de la banca multilateral de desarrollo representaron sólo un 11% del total de entradas netas. Sin embargo, esta fuente de

financiamiento tiene un importante componente contracíclico. Además, las condiciones financieras de los créditos otorgados por los bancos multilaterales de desarrollo han sido más favorables que las de las fuentes de financiamiento privado, con tasas de interés más bajas y plazos mayores.

La banca multilateral ha desempeñado una función importante de apoyo a los proyectos de inversión públicos y privados en la región. Durante los últimos años, estos recursos se han canalizado cada vez más hacia proyectos sobre reforma del sector social y sobre la gestión del Estado. La dinámica del sistema financiero internacional, en particular con respecto a la volatilidad de los flujos de capitales, sugiere que la banca multilateral debe desempeñar un papel más activo, ofreciendo a los países acceso a fuentes de financiamiento externo menos costosas y más estables, preferentemente a flujos de largo y mediano plazo, así como a los sectores tradicionalmente excluidos, sobre todo la pequeña y mediana empresa.

Para ello, las instituciones bancarias multilaterales deben establecer instrumentos que, al reducir la calificación de riesgo de las economías de la región, ayuden a atraer fondos. Los mecanismos adoptados por la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial a través de sus organismos y programas especializados constituyen un claro ejemplo de dichos instrumentos.

Además de desempeñar un papel de catalizadores de recursos para inversiones, algunos sostienen que las instituciones financieras multilaterales deberían preocuparse de proveer financiamiento de emergencia -centrado actualmente en el Fondo Monetario Internacional- con el objetivo de aliviar los problemas de liquidez causados por la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Esto se vincula con el hecho de que las restricciones monetarias tienen graves repercusiones sobre los niveles de pobreza, el desarrollo de pequeñas y medianas empresas y los niveles de desempleo, asuntos que las instituciones multilaterales buscan abordar de manera explícita

A continuación se examinan brevemente algunos aspectos sobre la composición y la volatilidad de los flujos financieros hacia la región, los indicadores de vulnerabilidad externa y el desempeño macroeconómico. Además se analiza el papel del Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento, el Fondo Latinoamericano de Reservas y el Banco Mundial con respecto a su contribución a la región. Asimismo, se presta especial atención al papel que estos organismos deberían desempeñar en el contexto financiero internacional actual.

## II. Anatomía de los flujos de capital

La integración financiera de las economías de la región, así como en otras regiones, se ha visto acompañada de cambios substanciales en los flujos de financiamiento externo. La facilidad de acceso al crédito bancario durante los años setenta dio paso a una grave restricción financiera durante la década de 1980. En los años noventa, el acceso al financiamiento externo se vio fuertemente influenciado por el desarrollo, hacia fines de los años ochenta, de los mercados bursátiles en las economías emergentes y el surgimiento de mercados de bonos a comienzos de los años noventa, luego de la adopción del Plan Brady, que dio un gran impulso al mercado secundario de bonos. Además, se incrementaron los flujos de inversión extranjera directa (IED), particularmente en la segunda mitad de la década.

Como se indica en el cuadro 7.1, la inversión extranjera directa y las emisiones de bonos constituyeron las principales fuentes de financiamiento en los años noventa. La IED mostró una tendencia ascendente en 1996 y 1999, concentró las tres cuartas partes de los flujos netos de capitales y se transformó en uno de los principales medios de financiamiento del déficit de la cuenta corriente. No obstante, en el año 2000, estos flujos disminuyeron abruptamente (CEPAL, 2001a). A diferencia de los otros flujos financieros privados, la IED se mantuvo relativamente estable e incluso, algunas veces, tuvo un comportamiento anticíclico en períodos críticos (especialmente en México en 1995, y en Brasil en 1998).

Las emisiones de bonos se tornaron cada vez más importantes, interrumpidas solamente por los efectos posteriores de las crisis financieras de México en 1995 y Asia en 1997. A diferencia de la IED, estos flujos fueron fluctuantes y las condiciones de financiamiento muy sensibles a los vaivenes de los mercados internacionales. En su conjunto y contradiciendo las afirmaciones de que las crisis financieras son hoy intensas pero breves, las condiciones del mercado de bonos aún no logran recuperar, tres años después, las características que tenían antes de la crisis asiática. Durante la primera mitad del decenio de 1990, el plazo promedio de las nuevas emisiones de bonos en la región fluctuó entre los tres y cinco años. En 1997, cuando las ventas de bonos alcanzaban el máximo, aumentó significativamente, pero declinó nuevamente en el bienio 1998-1999. Los costos financieros, que habían disminuido a sus niveles más bajos en 1997, aumentaron considerablemente en agosto de 1998, después de la moratoria declarada por Rusia y, pese a mostrar una tendencia declinante, se mantuvieron por sobre los valores observados antes de la crisis asiática (véase el gráfico 7.1).

Cuadro 7.1  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO<sup>a</sup>  
(Flujos netos en millones de dólares)

|   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001    | 2002   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| <b>A. Deuda</b>                             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |
| Oficial <sup>b</sup>                        | 7,988  | 8,581  | 5,403  | 6,423  | 2,388  | -390   | -3,562 | 2,031  | 9,155  | 6,367  | 12,857 | -7,757  | -8,650 |
| Bonos                                       | 101    | 4,283  | 4,738  | 20,510 | 14,971 | 11,346 | 32,441 | 11,044 | 17,269 | 19,050 | 5,285  | 3,467   | 4,518  |
| Bancos comerciales <sup>c</sup>             | 11,927 | 9,713  | 17,787 | 20,353 | 17,365 | 29,273 | 15,865 | 22,731 | 11,974 | -9,299 | 5,701  | -10,625 | -1,808 |
| <b>B. Inversión</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |
| Directa                                     | 6,758  | 11,065 | 12,506 | 10,359 | 24,383 | 25,789 | 40,279 | 56,969 | 60,576 | 79,577 | 67,792 | 68,654  | 38,986 |
| Accionaria                                  | 2,545  | 7,653  | 8,198  | 24,524 | 17,927 | 4,771  | 12,186 | 13,327 | -2,095 | -3,625 | -379   | 2,258   | 1,000  |
| <b>C. Donaciones<sup>d</sup></b>            | 2,350  | 4,166  | 2,622  | 2,909  | 2,645  | 3,363  | 3,209  | 2,784  | 3,268  | 2,967  | 2,547  | 3,229   | 3,230  |
| <b>D. Fondos compensatorios<sup>e</sup></b> | 21,525 | 11,187 | 7,694  | -2,011 | 5,451  | 31,313 | -2,649 | -2,932 | 8,890  | -347   | -7,712 | 17,192  | 24,479 |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco de Pagos Internacionales (BPI).

<sup>a</sup> Estimaciones preliminares.

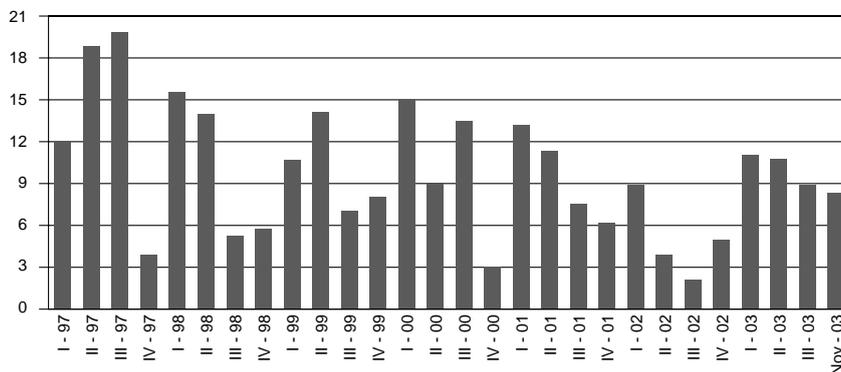
<sup>b</sup> Incluye financiamiento bilateral y multilateral, excepto préstamos del FMI.

<sup>c</sup> Desde 1998 incluye flujos de corto plazo.

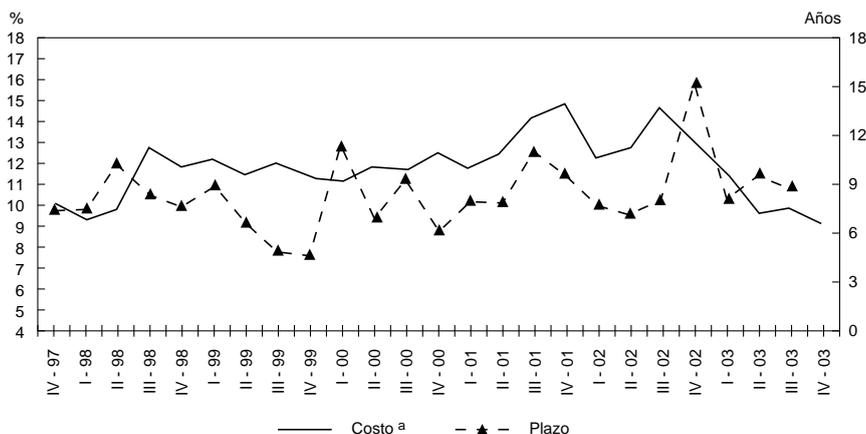
<sup>d</sup> Excluye cooperación técnica.

<sup>e</sup> Incluye préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario Internacional y financiamiento excepcional. A comienzos del decenio de 1990, el financiamiento excepcional incluyó principalmente intereses morosos; en cambio, en los últimos años, incluye recursos de organismos multilaterales, aparte del Fondo Monetario Internacional y de gobiernos de países desarrollados.

Gráfico 7.1  
A) AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:  
MONTO DE EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS  
(En miles de millones de dólares)



### B) AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CONDICIONES DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional, J.P. Morgan y Merrill Lynch.

<sup>a</sup> Suma del diferencial promedio de las colocaciones de los bonos (medido por el Índice LEI) y el rendimiento de los bonos a a 10 años plazo del Tesoro de los Estados Unidos.

Los flujos netos de la banca comercial destinados a la región también aumentaron significativamente, pero al igual que los bonos, mostraron una alta volatilidad. Se mantuvieron en niveles moderados hasta 1993, cuando comenzaron a aumentar para llegar al punto máximo en 1997, pero luego volvieron a bajar hasta alcanzar valores negativos en 1998 y 1999. Las condiciones financieras, especialmente en materia de plazos, jamás volvieron a regirse por las existentes antes de la crisis de la deuda a comienzos de la década de 1980. Los flujos de cartera accionaria y la colocación de títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADRs) fueron las fuentes de financiamiento más inestables.

En cambio, el financiamiento oficial y compensatorio tuvo un comportamiento anticíclico, puesto que aumentó durante los años de drástica reducción del financiamiento privado, en 1995 y a partir de 1998. Ello refleja el apoyo brindado por el Fondo Monetario Internacional, otros organismos multilaterales y algunos gobiernos de países desarrollados en los períodos críticos por los que atravesaron algunos países, en particular México a fines de 1994 y Brasil en 1998 y comienzos de 1999. En los últimos años, la entrada de recursos bilaterales fue negativa para la región, como resultado del pago de las deudas adquiridas por México con los Estados Unidos durante 1995. Las fuentes multilaterales fueron, por lo tanto, la principal fuente oficial de recursos crediticios.

La exposición de los diferentes países de la región a los efectos de la volatilidad del financiamiento externo varía significativamente en función de su grado de acceso a dichos flujos. Los flujos de deuda e inversión desde fuentes privadas se han concentrado esencialmente en los países de mayor

desarrollo relativo, que recibieron alrededor del 90% del total de flujos de deuda y el 86% del total de flujos de inversión (véase el cuadro 7.2). Ello sugiere que la percepción que se tiene en los mercados internacionales con respecto al desarrollo económico en la región está muy influenciada por los acontecimientos ocurridos en un pequeño grupo de países.

Cuadro 7.2  
FLUJO NETO DE RECURSOS PRIVADOS, 1990-2001  
(Promedios anuales, en millones de dólares y en porcentajes)

|  | Inversión extranjera directa |            | Flujo de capital accionario |            | Total inversión privada |            | Memo (2001) Porcentaje |           |
|--|------------------------------|------------|-----------------------------|------------|-------------------------|------------|------------------------|-----------|
|  | Monto                        | Porcentaje | Monto                       | Porcentaje | Monto                   | Porcentaje | PIB <sup>a</sup>       | Población |
| América Latina y el Caribe             | 523,327                      | 100        | 87,290                      | 100        | 610,617                 | 100        | 100                    | 100       |
| Países de ingreso bajo <sup>b</sup>    | 27,267                       | 5.2        | 200                         | 0.2        | 27,466                  | 4.5        | 5.5                    | 14.7      |
| Países de ingreso medio <sup>c</sup>   | 53,590                       | 10.2       | 4,120                       | 4.7        | 57,711                  | 9.5        | 9.0                    | 15.5      |
| Países de ingreso elevado <sup>d</sup> | 442,470                      | 84.5       | 82,970                      | 95.1       | 525,440                 | 86.1       | 85.5                   | 69.8      |
| Argentina                              | 83,003                       | 15.9       | -1,002                      | -1.1       | 82,001                  | 13.4       | 14.2                   | 7.4       |
| Brasil                                 | 160,130                      | 30.6       | 36,255                      | 41.5       | 196,385                 | 32.2       | 26.8                   | 33.9      |
| Chile                                  | 41,159                       | 7.9        | 5,434                       | 6.2        | 46,593                  | 7.6        | 3.5                    | 3.0       |
| México                                 | 121,887                      | 23.3       | 38,145                      | 43.7       | 160,032                 | 26.2       | 32.9                   | 19.7      |
| Venezuela                              | 28,583                       | 5.5        | 4,097                       | 4.7        | 32,680                  | 5.4        | 6.6                    | 4.8       |
| Otros                                  | 7,708                        | 1.5        | 41                          | 0.0        | 7,749                   | 1.3        | 1.6                    | 1.0       |

|  | Bonos   |            | Préstamos de bancos comerciales y otros |            | Total deuda privada |            | Memo (2001) Porcentaje |           |
|--|---------|------------|---|------------|---------------------|------------|------------------------|-----------|
|  | Monto   | Porcentaje | Monto                                   | Porcentaje | Monto               | Porcentaje | PIB <sup>a</sup>       | Población |
| América Latina y el Caribe             | 144,401 | 100        | 107,998                                 | 100        | 252,400             | 100        | 100                    | 100       |
| Países de ingreso bajo <sup>b</sup>    | 1,493   | 1.0        | 1,950                                   | 1.8        | 3,443               | 1.4        | 5.5                    | 14.7      |
| Países de ingreso medio <sup>c</sup>   | 14,906  | 10.3       | 10,856                                  | 10.1       | 25,762              | 10.2       | 9.0                    | 15.5      |
| Países de ingreso elevado <sup>d</sup> | 128,002 | 88.6       | 95,192                                  | 88.1       | 223,195             | 88.4       | 85.5                   | 69.8      |
| Argentina                              | 49,738  | 34.4       | 2,236                                   | 2.1        | 51,974              | 20.6       | 14.2                   | 7.4       |
| Brasil                                 | 27,371  | 19.0       | 47,938                                  | 44.4       | 75,309              | 29.8       | 26.8                   | 33.9      |
| Chile                                  | 7,481   | 5.2        | 15,813                                  | 14.6       | 23,294              | 9.2        | 3.5                    | 3.0       |
| México                                 | 37,544  | 26.0       | 31,416                                  | 29.1       | 68,961              | 27.3       | 32.9                   | 19.7      |
| Venezuela                              | 3,002   | 2.1        | -709                                    | -0.7       | 2,292               | 0.9        | 6.6                    | 4.8       |
| Otros                                  | 2,865   | 2.0        | -1,501                                  | -1.4       | 1,364               | 0.5        | 1.6                    | 1.0       |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales de Banco Mundial, *Global Development Finance, 2003*, Washington, D.C., 2001; Centro Latinoamericano de Demografía (CELADE), y fuentes nacionales.

<sup>a</sup> Calculado a partir de valores corrientes.

<sup>b</sup> En el grupo de países de ingreso per cápita bajo figuran los países, cuyo producto interno bruto (PIB) per cápita, estimado según el tipo de cambio de mercado, fue menor a 2.000 dólares en 1998, e incluye a Bolivia, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua y Paraguay.

<sup>c</sup> En los países de ingreso per cápita medio figuran aquellos países, cuyo PIB per cápita fluctuó entre los 2.000 y 4.000 dólares en 1997, e incluye a Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú.

<sup>d</sup> En los países de ingreso per cápita elevado figuran aquellos países, cuyo PIB per cápita fue superior a los 4.000 dólares en 1997 e incluye principalmente a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

Esta concentración de flujos se debe a la capacidad diferente de los países para adaptarse a las nuevas condiciones financieras internacionales. Expresado como porcentaje del respectivo producto interno bruto (PIB), el total de los flujos netos de largo plazo aumentó en los países de ingreso per cápita alto y medio y disminuyó en los de ingreso bajo. En este último grupo, las donaciones se redujeron a cerca de la mitad, lo cual no fue totalmente compensado por el aumento de la IED, cuyo papel en el financiamiento de la cuenta corriente de estos países se incrementó hasta alcanzar el 5,3% del PIB en 1999 (cuadro 7.3) para disminuir posteriormente.

Cuadro 7.3  
APORTE DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LARGO PLAZO POR GRUPOS DE  
PAÍSES  
(En porcentaje del PIB, promedios simples)

|   | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>I. Flujos netos de largo plazo</b>               |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo <sup>a</sup>      | 16.0 | 16.9 | 12.1 | 9.6  | 10.6 | 10.2 | 10.9 | 13.3 | 11.5 | 12.2 | 10.5 | 9.2  |
| Países de ingreso per cápita medio <sup>b</sup>     | 3.1  | 4.1  | 2.0  | 4.3  | 5.2  | 3.4  | 4.6  | 8.6  | 8.1  | 6.8  | 6.8  | 7.7  |
| Países de ingreso per cápita elevado <sup>c</sup>   | 1.9  | 2.3  | 2.5  | 3.7  | 5.0  | 3.6  | 5.2  | 6.8  | 7.3  | 7.2  | 5.0  | 3.8  |
| <b>II. Flujos netos de deuda de largo plazo</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo                   | 8.8  | 2.5  | 2.1  | 2.4  | 2.0  | 1.5  | 2.4  | 4.6  | 1.7  | 3.8  | 3.3  | 1.4  |
| Países de ingreso per cápita medio                  | -0.4 | 0.3  | -1.3 | -0.1 | -0.3 | 0.0  | -0.1 | 2.2  | 1.9  | 1.9  | 2.7  | 4.3  |
| Países de ingreso per cápita elevado                | 0.5  | 0.3  | 0.6  | 0.6  | 1.2  | 1.0  | 1.6  | 1.0  | 2.9  | 1.2  | 0.7  | 0.3  |
| <b>III. Flujos que no generan deuda<sup>d</sup></b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo                   | 7.1  | 14.4 | 10.1 | 7.1  | 8.6  | 8.7  | 8.5  | 8.7  | 9.8  | 8.5  | 7.2  | 7.9  |
| Países de ingreso per cápita medio                  | 3.5  | 3.8  | 3.3  | 4.4  | 5.5  | 3.4  | 4.7  | 6.4  | 6.2  | 4.9  | 4.1  | 3.3  |
| Países de ingreso per cápita elevado                | 1.4  | 2.0  | 1.9  | 3.1  | 3.8  | 2.6  | 3.6  | 5.7  | 4.4  | 6.0  | 4.3  | 3.5  |
| <b>IV. Inversión extranjera directa<sup>d</sup></b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo                   | 1.1  | 1.3  | 5.0  | 2.7  | 3.2  | 3.1  | 3.2  | 3.7  | 5.3  | 5.3  | 4.6  | 3.8  |
| Países de ingreso per cápita medio                  | 2.0  | 1.8  | 2.0  | 2.1  | 4.0  | 2.9  | 4.3  | 6.0  | 5.9  | 4.7  | 3.8  | 3.2  |
| Países de ingreso per cápita elevado                | 1.1  | 1.6  | 1.4  | 1.9  | 2.9  | 2.4  | 3.0  | 5.0  | 4.3  | 6.2  | 4.5  | 3.4  |

(continúa)

Cuadro 7.3 (conclusión)

|                                      | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| V. Inversión accionaria              |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo    | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Países de ingreso per cápita medio   | 0.0  | 0.0  | 0.3  | 0.8  | 0.9  | 0.1  | 0.2  | 0.1  | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.0  |
| Países de ingreso per cápita elevado | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 1.0  | 0.9  | 0.2  | 0.6  | 0.7  | 0.1  | -0.2 | -0.2 | 0.0  |
| VI. Donaciones e                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Países de ingreso per cápita bajo    | 6.0  | 13.1 | 5.1  | 4.4  | 5.4  | 5.6  | 5.3  | 4.9  | 4.4  | 3.2  | 2.6  | 4.1  |
| Países de ingreso per cápita medio   | 1.5  | 2.1  | 1.0  | 1.5  | 0.6  | 0.5  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.2  | 0.3  | 0.2  |
| Países de ingreso per cápita elevado | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 2003*, Washington, D.C., 2003.

<sup>a</sup> En el grupo de países de ingreso per cápita bajo figuran los países, cuyo PIB per cápita, estimado según el tipo de cambio de mercado, fue menor a 2.000 dólares en 1998, e incluye a Bolivia, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua y Paraguay.

<sup>b</sup> En los países de ingreso per cápita medio figuran aquellos países, cuyo PIB per capita fluctuó entre los 2.000 y 4.000 dólares en 1998, e incluye a Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú.

<sup>c</sup> En los países de ingreso per cápita elevado figuran aquellos países, cuyo PIB per cápita fue superior a los 4.000 dólares en 1998 e incluye principalmente a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

<sup>d</sup> Incluye la inversión extranjera directa, la inversión accionaria o de portafolio y las donaciones excluidas la cooperación técnica.

<sup>e</sup> Entradas por concepto de inversión extranjera directa (IED), sin deducir la inversión de la economía declarante en el exterior.

<sup>f</sup> Excluye cooperación técnica.

Como se observa en el cuadro 7.4, para los países de ingreso bajo, las remesas de los trabajadores emigrantes se han transformado en una importante fuente de recursos. En países como El Salvador y la República Dominicana, las remesas fueron relevantes a lo largo del decenio de 1990. Las remesas a Ecuador, Jamaica, Honduras y Nicaragua aumentaron en la segunda mitad del decenio y representaron entre el 6,8% y el 13,9% del PIB, dependiendo del país en el año 2001.

Cuadro 7.4  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: REMESAS DE LOS TRABAJADORES  
(En porcentajes del producto interno bruto)

|                         | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total (promedio simple) | 1.5  | 1.7  | 2.0  | 2.1  | 2.6  | 2.8  | 2.8  | 3.0  | 3.3  | 3.9  | 4.2  | 4.4  |
| Argentina               | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Barbados                | 2.2  | 2.7  | 2.8  | 2.7  | 2.6  | 2.8  | 3.0  | 3.1  | 3.2  | 3.5  | 3.9  | 3.9  |
| Bolivia                 | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 1.1  | 1.0  | 1.2  | 1.5  | 1.7  |
| Brasil                  | 0.1  | 0.3  | 0.4  | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.2  | 0.3  |
| Colombia                | 1.2  | 2.1  | 1.5  | 0.9  | 1.2  | 0.8  | 0.7  | 0.6  | 0.5  | 1.5  | 1.9  | 2.2  |
| Costa Rica              | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 1.0  | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 0.7  | 0.8  | 1.1  |
| Ecuador                 | 0.5  | 0.5  | 0.6  | 1.3  | 1.5  | 1.9  | 2.3  | 2.7  | 3.4  | 6.5  | 8.3  | 6.8  |
| El Salvador             | 6.9  | 8.9  | 11.6 | 11.5 | 12.0 | 11.2 | 10.5 | 10.8 | 11.2 | 11.1 | 13.5 | 13.9 |
| Guatemala               | 1.6  | 1.9  | 2.2  | 2.1  | 2.2  | 2.4  | 2.4  | 2.3  | 2.4  | 2.5  | 3.1  | 3.1  |
| Honduras                | 2.1  | 2.7  | 3.3  | 1.8  | 2.6  | 3.1  | 3.8  | 4.0  | 4.3  | 6.0  | 6.9  | 8.4  |
| Jamaica                 | 5.0  | 4.3  | 5.7  | 4.9  | 10.4 | 11.0 | 10.6 | 9.6  | 9.7  | 10.1 | 11.1 | 12.9 |
| México                  | 1.3  | 1.0  | 1.1  | 1.0  | 1.0  | 1.5  | 1.5  | 1.4  | 1.5  | 1.4  | 1.3  | 1.6  |
| Nicaragua               | 0.0  | 0.0  | 0.6  | 1.3  | 2.8  | 4.1  | 4.9  | 7.6  | 9.7  | 13.6 | 13.1 | 13.1 |
| Panamá                  | 1.9  | 1.7  | 1.4  | 1.4  | 1.3  | 1.3  | 0.9  | 0.7  | 0.6  | 0.5  | 0.1  | 0.2  |
| Paraguay                | 0.6  | 0.7  | 1.0  | 1.4  | 1.9  | 3.2  | 3.1  | 3.1  | 3.3  | 3.5  | 3.4  | 3.7  |
| Perú                    | 0.3  | 0.4  | 0.7  | 0.8  | 1.1  | 1.1  | 1.1  | 1.1  | 1.1  | 1.3  | 1.3  | 1.3  |
| República Dominicana    | 4.5  | 4.3  | 3.9  | 7.9  | 7.6  | 7.0  | 7.2  | 7.6  | 8.9  | 9.4  | 9.4  | 9.3  |
| Trinidad y Tabago       | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.4  | 0.5  | 0.6  | 0.5  | 0.5  | 0.7  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Venezuela               | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales del Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics 2004*, Washington, D.C., enero de 2004, y otras fuentes nacionales.

### III. Vulnerabilidad

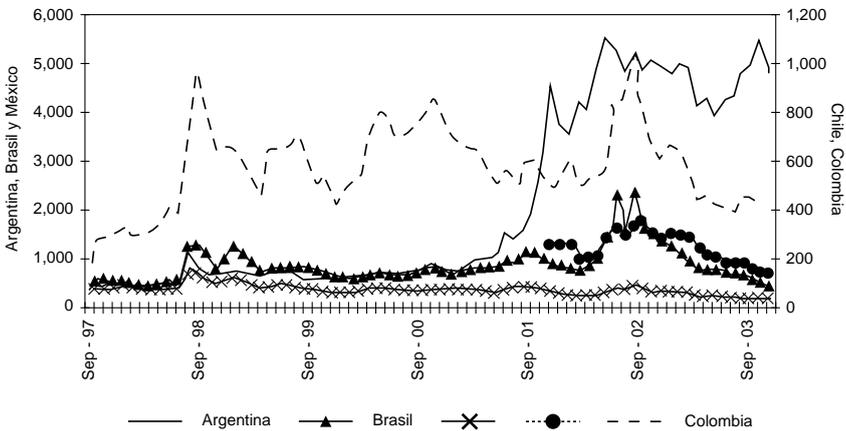
Durante el decenio de 1990, una serie de choques externos, tanto en los sectores reales como financieros, afectaron simultáneamente el ritmo y la sostenibilidad del crecimiento económico de la región. Como se muestra más abajo, esto condujo a una senda de crecimiento vinculada estrechamente a las fluctuaciones de la economía global, en particular a la dinámica financiera internacional. Claramente, los diversos efectos de los cambios en el contexto internacional de las distintas economías de la región reflejan la heterogeneidad de los desequilibrios y problemas internos que éstas debieron enfrentar durante los años noventa.

A nivel financiero, los factores de vulnerabilidad se basaban, tanto en el estado real de las propias economías como en el fenómeno de contagio y el comportamiento de “manada” entre los inversionistas extranjeros. Un buen ejemplo de este comportamiento fueron los cambios en el riesgo soberano experimentados en 1990.

La importancia creciente de los mercados de bonos -como fuente de financiamiento para algunos países de la región- significó que el riesgo soberano se transformó en un indicador relevante de la vulnerabilidad percibida de una economía. En la medida que los bonos de la deuda pública externa se emiten en dólares, la prima por riesgo soberano refleja básicamente la probabilidad de incumplimiento de estos compromisos. Esta prima corresponde a la diferencia entre el costo de: a) emitir bonos en dólares para los gobiernos de economías emergentes; y b) emitir bonos similares en dólares para el gobierno de los Estados Unidos.

Las variaciones en la prima de riesgo soberano en los países de la región muestran que, después de la crisis asiática, ésta tuvo muy poca relación con la solvencia fiscal de los países y reflejó más bien la percepción de los agentes internacionales de la capacidad de los países para cumplir sus obligaciones. En el gráfico 7.2, se observa que mientras el nivel de la prima refleja la condición particular de las distintas economías, su dinámica demostró ser muy similar en diferentes regiones y reflejó problemas de contagio y de comportamiento de "manada". Una comparación del riesgo soberano de los países de la región revelaría la misma tendencia. Tanto la crisis asiática de 1997 como la moratoria rusa de 1998 ocasionaron un aumento de la prima de riesgo soberano en todos los países. Evidentemente, la magnitud del incremento no es la misma, lo que refleja las condiciones especiales prevalecientes en los distintos países.

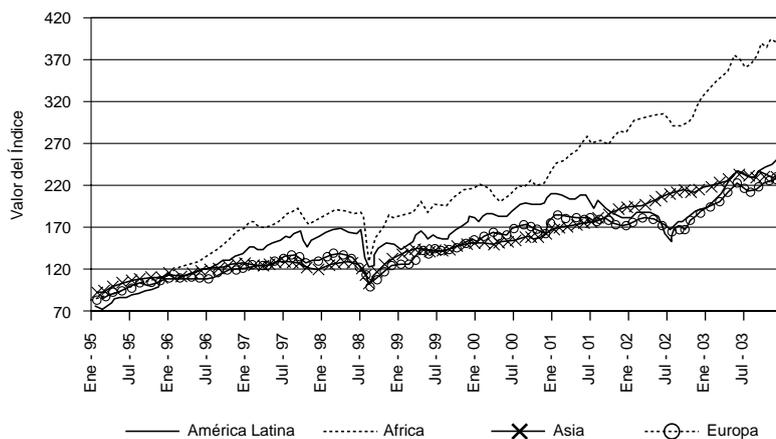
Gráfico 7.2  
 DIFERENCIALES DE LOS EUROBOBOS (1997-2003)  
 (En puntos base a fin de mes con respecto al rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos)



(continúa)

Gráfico 7.2 (conclusión)

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE GLOBAL DE BONOS DE MERCADOS EMERGENTES  
(EMBIG)<sup>a</sup> (1995-2003)



Fuente: J. P. Morgan.

<sup>a</sup> El índice global de bonos de mercados emergentes indica el rendimiento total de los instrumentos de deuda emitida en dólares por entidades soberanas y cuasi-soberanas: bonos Brady, préstamos, eurobonos, e instrumentos del mercado local. Incluye los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa del Marfil e, Croacia, Ecuador, Grecia, Hungría, Líbano, Malasia, Marruecos, México, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, Tailandia, Turquía y Venezuela.

Las diferencias en la percepción del riesgo entre los inversionistas internacionales con respecto a un país obedecen a algunos factores como el riesgo político, el riesgo cambiario, la solidez de las cuentas fiscales, la magnitud del déficit en cuenta corriente, la solidez y capitalización de los sistemas nacionales financieros y bancarios, en particular su capacidad para resistir las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio y para cumplir sus obligaciones de pago adquiridas, especialmente sus obligaciones del servicio de la deuda.

Las crisis experimentadas durante la segunda mitad del decenio de 1990 sugieren que la vulnerabilidad de las economías depende, entre otros factores, de los descalces de plazos y de monedas existentes en la estructura financiera de las empresas, las instituciones financieras y el sector público, así como de la variación en el tipo de cambio real y en la cuenta corriente. La magnitud y las características de las crisis están determinadas por la forma en que estas variables interactúan entre ellas. Prácticamente todos los países que sufren una crisis financiera tienen, en mayor o menor grado, problemas de liquidez debido a una deuda de corto plazo excesivamente alta y/o a un gran déficit en cuenta corriente (México 1995; Indonesia, Corea y Tailandia 1997; Rusia 1998, Brasil 1999).

En este contexto, existe una preocupación cada vez mayor por las variaciones de los indicadores que se refieren a los requerimientos de liquidez de corto plazo (expresado como la relación deuda de corto plazo/deuda total) y el respaldo que reciben los países para hacer frente a estos compromisos (expresado como la relación deuda de corto plazo/reservas internacionales).

Desde 1995 y hasta 2002, la relación deuda de corto plazo/deuda total ha disminuido significativamente en los países de la región. Desde entonces, la deuda de corto plazo se ha visto respaldada en promedio por las reservas internacionales hasta el punto que éstas han excedido los niveles de deuda de corto plazo. El patrón seguido por estos indicadores en la región es similar al observado entre los países en desarrollo de otras regiones (véase el cuadro 7.5). Prácticamente en todas las economías emergentes, ha habido en promedio una caída en la deuda de corto plazo sobre la deuda total y una mejora en la relación deuda externa de corto plazo/reservas.

Cuadro 7.5  
INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO  
(En porcentajes)

|   | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Países en Desarrollo</b>                             |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deuda externa de corto plazo / deuda externa total      | 16.3  | 16.8  | 17.9  | 18.0  | 17.0 | 18.2 | 18.7 | 18.6 | 15.5 | 14.6 | 14.2 | 15.0 | 14.5 |
| Deuda externa de corto plazo / reservas internacionales | 139.3 | 114.7 | 120.0 | 104.3 | 89.4 | 81.9 | 72.5 | 67.4 | 59.7 | 53.8 | 47.2 | 44.0 | 36.2 |
| Servicio de deuda externa / exportaciones               | 18.7  | 18.1  | 17.0  | 16.8  | 16.6 | 16.6 | 17.6 | 18.2 | 19.2 | 21.9 | 19.3 | 19.2 | 16.2 |
| Intereses totales / exportaciones                       | 8.1   | 8.0   | 7.0   | 6.6   | 6.6  | 6.9  | 6.5  | 6.4  | 7.2  | 7.2  | 6.2  | 6.0  | 4.9  |
| Deuda externa total / producto nacional bruto           | 35.2  | 37.0  | 37.9  | 39.9  | 41.2 | 41.0 | 37.7 | 36.6 | 42.1 | 44.1 | 39.7 | 38.9 | 39.1 |
| Reservas internacionales / importaciones (meses)        | 2.3   | 2.8   | 2.7   | 3.2   | 3.5  | 3.7  | 4.0  | 4.1  | 4.4  | 4.7  | 4.4  | 4.9  | 5.5  |
| Saldo de la cuenta corriente / producto nacional bruto  | -0.4  | -1.8  | -1.9  | -3.0  | -1.9 | -2.1 | -1.6 | -1.5 | -2.0 | -0.2 | 1.0  | 0.5  | 0.8  |
| <b>Asia Oriental y el Pacífico</b>                      |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deuda externa de corto plazo / deuda externa total      | 16.1  | 17.9  | 20.0  | 21.5  | 21.1 | 23.8 | 26.1 | 25.2 | 16.1 | 13.8 | 12.9 | 18.4 | 18.4 |
| Deuda externa de corto plazo / reservas internacionales | 61.7  | 56.1  | 81.1  | 79.4  | 65.0 | 69.6 | 63.8 | 61.2 | 36.1 | 28.0 | 23.1 | 28.6 | 23.8 |
| Servicio de deuda externa / exportaciones               | 17.8  | 15.8  | 15.6  | 15.8  | 13.7 | 12.8 | 13.3 | 12.1 | 12.8 | 14.0 | 11.4 | 12.1 | 10.9 |
| Intereses totales / exportaciones                       | 7.2   | 7.0   | 5.8   | 5.5   | 5.1  | 5.0  | 4.8  | 4.8  | 5.1  | 4.7  | 3.9  | 3.6  | 2.9  |
| Deuda externa total / producto nacional bruto           | 35.5  | 35.7  | 35.5  | 36.4  | 37.6 | 38.2 | 35.3 | 35.9 | 40.2 | 37.1 | 31.8 | 31.1 | 28.7 |
| Reservas internacionales / importaciones (meses)        | 4.1   | 4.8   | 3.5   | 3.6   | 4.3  | 4.2  | 4.9  | 5.1  | 6.6  | 6.7  | 5.6  | 6.5  | 6.9  |
| Saldo de la cuenta corriente / producto nacional bruto  | -0.5  | -0.7  | -0.8  | -3.0  | -1.3 | -2.6 | -1.9 | 1.1  | 4.4  | 4.1  | 3.6  | 2.6  | 2.4  |

(continúa)

Cuadro 7.5 (conclusión)

|   | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| América Latina y el Caribe                              |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deuda externa de corto plazo / deuda externa total      | 16.3  | 17.6  | 18.5  | 20.2  | 19.8  | 19.6 | 18.0 | 18.1 | 15.3 | 13.8 | 13.5 | 12.5 | 12.7 |
| Deuda externa de corto plazo / reservas internacionales | 164.8 | 133.8 | 107.6 | 102.7 | 111.9 | 99.3 | 77.8 | 75.0 | 74.0 | 71.6 | 67.9 | 60.8 | 62.2 |
| Servicio de deuda externa / exportaciones               | 24.4  | 24.1  | 26.1  | 27.5  | 24.4  | 26.2 | 31.4 | 35.3 | 34.1 | 41.0 | 38.6 | 35.5 | 29.6 |
| Intereses totales / exportaciones                       | 12.2  | 12.7  | 11.3  | 10.9  | 10.9  | 12.0 | 11.6 | 11.1 | 12.5 | 13.3 | 11.8 | 12.0 | 9.2  |
| Deuda externa total / producto nacional bruto           | 44.6  | 43.6  | 40.9  | 40.5  | 37.8  | 39.6 | 37.7 | 36.0 | 39.6 | 46.1 | 40.9 | 41.5 | 48.2 |
| Reservas internacionales / importaciones (meses)        | 2.9   | 3.6   | 4.3   | 4.8   | 4.0   | 4.4  | 4.9  | 4.5  | 4.1  | 4.0  | 3.6  | 3.7  | 4.0  |
| Saldo de la cuenta corriente / producto nacional bruto  | -0.1  | -1.6  | -2.7  | -3.4  | -3.3  | -2.3 | -2.2 | -3.4 | -4.6 | -3.2 | -2.5 | -2.9 | -1.0 |

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 2003*, Washington, D.C., 2003.

Otro factor de vulnerabilidad surge del hecho de que el servicio de la deuda externa y las remesas de utilidades absorben hoy un monto significativo de las entradas brutas de capital en algunos países de la región, lo que se traduce en una pérdida importante de liquidez. La composición del déficit en cuenta corriente refleja la importancia cada vez mayor de estas variables, en particular, en el caso de los países de ingreso alto y medio. No obstante, para los países de ingreso bajo, el déficit comercial fue, y sigue siendo, un factor importante en la composición del déficit. Para el promedio de la región, el déficit de la cuenta corriente durante el decenio de 1990 alcanzó prácticamente el 2,6% del PIB mientras que el déficit comercial fue de 0,9% de PIB (cuadro 7.6 y 7.7). Por lo tanto, desde 1998, la vulnerabilidad aumentó como resultado del aumento del endeudamiento interno respecto del PIB comparado con los años anteriores. Lo mismo se aplica para la relación entre el servicio de deuda externa/exportaciones, que muestra un incremento significativo desde 1996. El déficit externo, en términos del déficit en cuenta corriente, aumentó en la segunda mitad del decenio de 1990 (cuadro 7.5).

Cuadro 7.6  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: BALANZA DE PAGOS POR  
GRUPOS DE PAÍSES (1990-2002)  
(Promedios anuales en porcentajes del producto interno bruto)

|   | 1990-2000 | 1990-1994 | 1995-1997 | 1998-2000 | 2000-2002 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Saldo en la cuenta corriente <sup>a</sup> | -2.6      | -2.2      | -2.6      | -3.3      | -2.0      |
| Países de ingreso bajo <sup>b</sup>       | -8.4      | -9.6      | -7.6      | -8.4      | -7.7      |
| Países de ingreso medio <sup>c</sup>      | -4.2      | -2.9      | -4.9      | -4.9      | -3.0      |
| Países de ingreso elevado <sup>d</sup>    | -1.4      | -1.1      | -1.0      | -2.5      | 0.0       |
| Saldo comercial                           | -0.9      | -0.4      | -1.0      | -0.7      | 0.4       |
| Países de ingreso bajo                    | -10.3     | -8.7      | -10.4     | -10.9     | -11.9     |
| Países de ingreso medio                   | -2.0      | -1.2      | -3.3      | -6.5      | -4.5      |
| Países de ingreso elevado                 | 0.7       | 1.2       | 1.0       | -0.6      | 3.6       |
| Saldo de la cuenta financiera             | 2.9       | 2.6       | 3.3       | 3.3       | 2.2       |
| Países de ingreso bajo                    | 2.6       | -1.2      | 4.3       | 6.7       | 4.0       |
| Países de ingreso medio                   | 2.5       | -0.2      | 5.5       | 4.8       | 2.3       |
| Países de ingreso elevado                 | 2.5       | 2.5       | 2.6       | 2.1       | 1.3       |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

<sup>b</sup> En el grupo de países de ingreso per cápita bajo figuran los países cuyo producto interno bruto (PIB) per cápita, estimado según el tipo de cambio de mercado, fue menor a 2.000 dólares en 1998, e incluye a Bolivia, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua y Paraguay.

<sup>c</sup> En los países de ingreso per cápita medio figuran aquellos países cuyo PIB per capita fluctuó entre los 2.000 y 4.000 dólares en 1998, e incluye a Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú.

<sup>d</sup> En los países de ingreso per cápita elevado figuran aquellos países cuyo PIB per cápita fue superior a los 4.000 dólares en 1998 e incluye principalmente a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

## IV. Políticas y desempeño macroeconómicos

La consolidación de las cuentas fiscales y la caída de las tasas de inflación constituyeron dos de los principales avances macroeconómicos experimentados durante la década de 1990. En términos de ajuste fiscal, el déficit se mantuvo, en promedio, en torno al 1,6% del PIB durante la mayor parte de la década, pese a que experimentó un retroceso durante la crisis reciente, cuando graves problemas fiscales afectaron a algunos países, y aumentó en 1998-2000 a 2,6% del PIB (véase el cuadro 7.7). El mantenimiento de niveles moderados de déficit fiscal fue consistente, sin embargo, con una recuperación de los niveles de gasto público, gracias a un incremento del ingreso fiscal. En promedio, el gasto público mostró un aumento de poco más de cuatro puntos porcentuales del PIB. Ello se reflejó básicamente en una recuperación del gasto público social, que aumentó de 10,1% del PIB en 1990 a 12,4% en 1997.

El control de las cuentas fiscales se vio acompañado de un estricto control monetario, que se tradujo en un alza significativa de las tasas de interés reales. La reducción de la inflación en la mayoría de los países permitió, sin embargo, que este control fuera consistente con un aumento significativo de la masa de dinero y una expansión del crédito interno en términos reales. Las tasas de interés aumentaron a partir de mediados de la década de 1989 y se mantuvieron muy elevadas en los años noventa (cuadro 7.7).

Cuadro 7.7  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:  
CAMBIOS EN ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS, 1990-2000  
(Promedios anuales y porcentajes)

|  | 1990-2000        | 1990-1994        | 1995-1997 | 1998-2000 <sup>a</sup> |
|--|------------------|------------------|-----------|------------------------|
| Crecimiento del PIB <sup>b</sup>                   | 3.2              | 3.8              | 4.4       | 2.2                    |
| Tasa de inflación <sup>c</sup>                     | 281.4            | 602.3            | 18.1      | 9.7                    |
| Entradas netas de capital (% del PIB) <sup>d</sup> | 2.8              | 2.4              | 3.2       | 3.0                    |
| Déficit fiscal (como % del PIB) <sup>e</sup>       | -1.6             | -1.2             | -1.4      | -2.6                   |
| Tasa de inversión (% del PIB)                      | 20.7             | 20.3             | 21.3      | 20.6                   |
| Saldo de la cuenta corriente (% del PIB)           | -2.6             | -2.2             | -2.6      | -3.4                   |
| Saldo comercial (% del PIB)                        | -0.9             | -0.4             | -1.0      | -1.6                   |
| Tasa de interés real para los depósitos            | 3.4 <sup>f</sup> | 4.2 <sup>g</sup> | 1.4       | 4.9                    |
| M2/PIB <sup>h</sup>                                | 26.2             | 23.6             | 27.5      | 29.3                   |
| Endeudamiento interno/PIB                          | 33.1             | 32.5             | 31.8      | 35.6                   |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., mayo de 2001, y otras fuentes nacionales.

<sup>a</sup> Cifras preliminares para el año 2000.

<sup>b</sup> Cifras basadas en el valor de los precios de 1995.

<sup>c</sup> Variación de diciembre a diciembre.

<sup>d</sup> Corresponde a las entradas netas de capitales autónomos (incluidos los errores y las omisiones).

<sup>e</sup> Cobertura del gobierno central. Promedios simples.

<sup>f</sup> Promedio simple del período 1993-2000.

<sup>g</sup> Promedio simple del período 1993-1994.

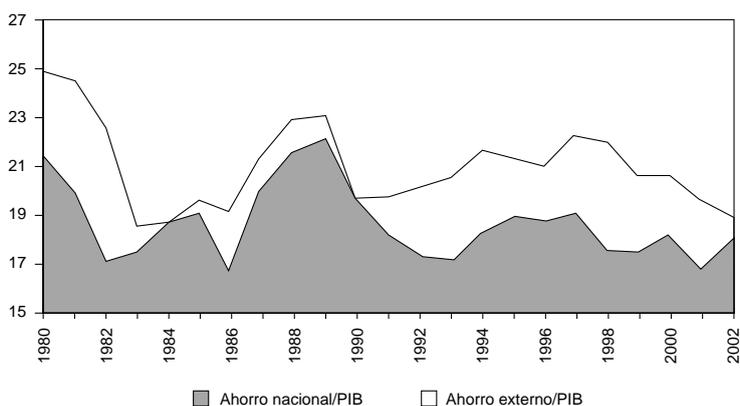
<sup>h</sup> M2 se refiere al dinero en circulación más los depósitos en cuentas corrientes del sector privado no financiero, menos las transferencias, más los depósitos a la vista a diferencia de las cuentas corrientes, más los depósitos de ahorro a la vista, más los depósitos a plazo del sector privado.

Luego de la aguda contracción experimentada durante el decenio de 1980, se observó una recuperación de la inversión. Desde 1990, los ingresos por concepto de capitales internacionales hacia la región facilitaron una recuperación del ritmo de acumulación de capital. Sin embargo, ello no se dio en toda la región, puesto que en la mayoría de los países, el aumento de la inversión se logró gracias a un mayor

financiamiento externo sin obedecer a ninguna expansión del ahorro nacional ni al acceso por parte de los inversionistas, especialmente pequeños y medianos, al financiamiento de largo plazo externo o interno. Los niveles de inversión en América Latina se mantuvieron por debajo de los niveles observados antes de la crisis de la deuda. Esta baja en la tasa de inversión fue más significativa en los países más grandes -que estaban más expuestos a los flujos de capital privado- como lo demuestra la variación de la tasa de inversión para América Latina, que muestra una recuperación menos favorable si se basa en el promedio ponderado (por nivel de PIB) que cuando se basa en el promedio simple de países (véase el gráfico 7.3).

Las entradas de capital generaron una tendencia a una apreciación real de las monedas nacionales, que perduró hasta 1998 (véase el gráfico 7.4).<sup>1</sup> A la postre, ello se convirtió en el “talon de Aquiles” de las estrategias de estabilización, cuando los flujos de capital disminuyeron. En efecto, el atraso cambiario agudizó la dependencia de la disponibilidad de recursos financieros externos, y sustituyó el riesgo de inflación por el riesgo de crisis de liquidez externa. El control más estricto de las cuentas fiscales y la prudencia monetaria no bastaron para impedirlo.

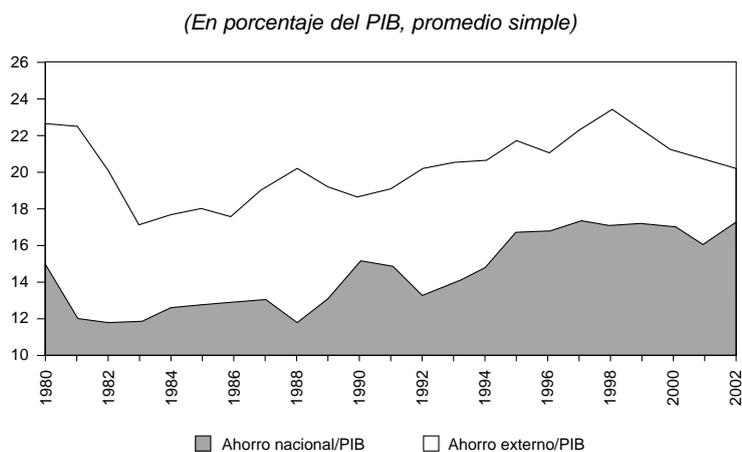
GRÁFICO 7.3  
AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (1980-2002)  
(En porcentaje del PIB, promedio ponderado)



(Continúa)

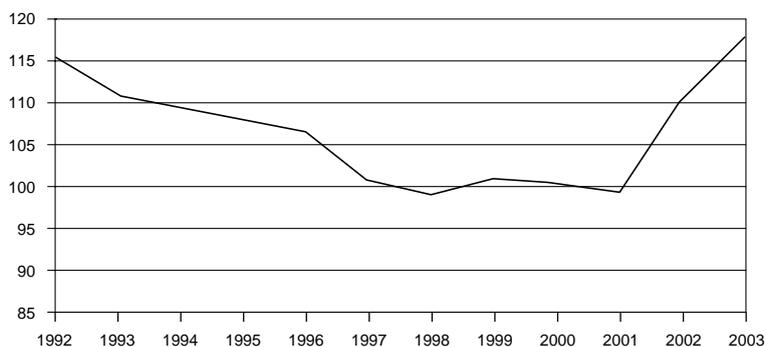
<sup>1</sup> En el gráfico, una caída representa una apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 7.3 (conclusión)



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales. América Latina comprende: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 7.4  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO  
PROMEDIO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES<sup>a</sup>  
(Índice 2000 = 100)



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional.

<sup>a</sup> Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real de importaciones y exportaciones la moneda de cada país con respecto a las monedas de sus principales socios comerciales. Para cada país se usa la estructura de comercio del año salvo para el 2003 que se continúa con las ponderaciones de 2002. Índice Base 2000=100

Las turbulencias cambiarias de fines de la década aceleraron la tendencia a una mayor flexibilidad cambiaria, que salvo por algunas excepciones, predominó en la región en los años noventa. Varios países decidieron adoptar sistemas de cambio flexibles, por lo general un sistema de flotación con algún grado de intervención del banco central (flotación sucia), que en varios casos sustituyó al sistema de flexibilidad administrada (bandas cambiarias) adoptado con anterioridad.<sup>2</sup> De esta manera, como se indica en el cuadro 7.8, la flotación se transformó en el esquema cambiario más común en la región.

Cuadro 7.8  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: REGÍMENES CAMBIARIOS, 2000

| Fijo, cuasi-fijo o dolarizado | Deslizamiento controlado o banda de flotación | Flotación <sup>a</sup> |
|-------------------------------|---|------------------------|
| Argentina                     | Bolivia                                       | Brasil                 |
| Ecuador                       | Costa Rica                                    | Chile                  |
| El Salvador                   | Nicaragua                                     | Colombia               |
| Panamá                        | República Dominicana                          | Guatemala              |
| Estados del Caribe Oriental   | Uruguay                                       | Guyana                 |
| Belice                        | Venezuela                                     | Haití                  |
|                               |   | Jamaica                |
|                               |   | México                 |
|                               |   | Paraguay               |
|                               |   | Perú                   |
|                               |   | Trinidad y Tabago      |

Fuente: CEPAL, *Luces y sombras: América Latina y el Caribe en los noventa*, Bogotá, D.C., 2001.

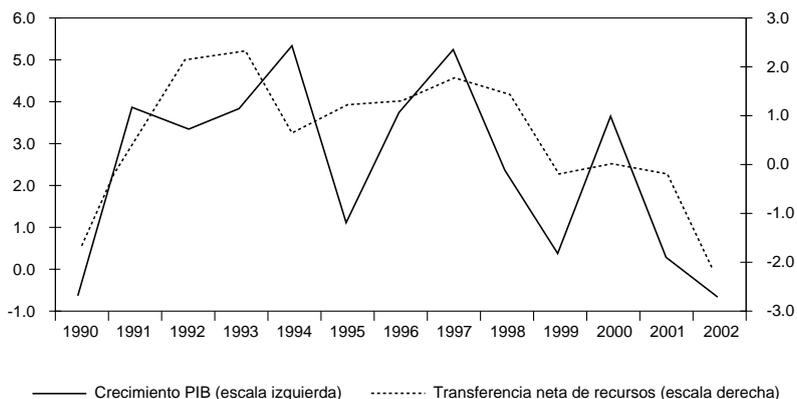
<sup>a</sup> Los esquemas de flotación suelen incluir cierto grado de intervención del banco central (flotación sucia).

La reanudación de la entrada de capitales permitió una recuperación de la actividad productiva. En promedio, el ritmo de crecimiento económico de la región se elevó del 1% anual durante la década de los ochenta a 3% en los años noventa. Este avance, aunque satisfactorio, no permitió que la región retomara el ritmo de crecimiento anterior a la crisis: 5,5% anual entre 1945-1980. Este patrón de menor crecimiento relativo en relación con las tres décadas y media anteriores a la crisis de la deuda caracterizó a la mayoría de los países de la región (CEPAL, 2001a).

El crecimiento fue, además, inestable y muy dependiente del financiamiento externo. Como se indica en el gráfico 7.5, el principal factor determinante de las variaciones del ritmo de crecimiento económico a lo largo de los años noventa fue la fluctuación de los flujos de capital. El auge del financiamiento externo coincidió con una marcada aceleración de la actividad productiva en 1991-1994 y nuevamente en 1996-1997, pero estas fases de crecimiento fueron seguidas de períodos de ajuste en 1995 y 1998-1999.

<sup>2</sup> Sólo una minoría de países, entre los que destaca México, adoptó esquemas de cambio flexible antes de la crisis asiática.

GRÁFICO 7.5  
TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS<sup>a</sup> COMO PORCENTAJE DEL PIB Y  
CRECIMIENTO DEL PIB  
(En porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otras entidades nacionales.

<sup>a</sup> La transferencia neta de recursos es igual a las entradas netas de capital (incluidos las entradas no autónomas, y los errores y las omisiones), menos el saldo en la cuenta de renta (utilidades e intereses netos).

<sup>b</sup> La tasa de crecimiento del PIB utiliza series en dólares de 1995.

La integración financiera ha significado la reducción del número de instrumentos para controlar los choques externos. Durante los años noventa, la gestión macroeconómica en la mayoría de los países presentaba un comportamiento procíclico, que en algunas ocasiones, acentuó los efectos de las variaciones del financiamiento internacional en el ciclo económico, en lugar de moderarlos. En particular, los períodos de auge de dicho financiamiento y la subsiguiente expansión del crédito interno en los países redundaron en un mayor nivel de gastos -especialmente privados- que, junto con la apreciación cambiaria, ocasionaron deterioros cíclicos de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esta situación hizo extremadamente sensibles a estos países a cualquier tipo de cambio en las expectativas. Tanto la cuenta corriente como el precio de los activos debían ajustarse cuando se invertía la tendencia financiera internacional.

La intensidad del ajuste en los países dependía no sólo de la magnitud de los desequilibrios registrados en los períodos de auge, sino también de la forma en que estos ocurrían. En varios casos, en un contexto de marcos regulatorios y débil supervisión prudencial, los ajustes de la balanza de pagos coincidieron con la pérdida de solvencia de las instituciones financieras nacionales, lo que generó crisis financieras internas.

## **V. El papel de los organismos multilaterales de desarrollo**

Según se desprende de lo anterior, la integración financiera de los países latinoamericanos en los años noventa estuvo marcada por una alta volatilidad de los flujos de capital, un cambio significativo de los flujos financieros y un patrón muy irregular de acceso a los recursos externos entre los países de la región. La volatilidad financiera tuvo una repercusión importante en el pobre desempeño observado durante la década en términos de crecimiento económico y mitigación de la pobreza.

En la medida en que la volatilidad financiera se origina, tanto en factores singulares de los países como en elementos exógenos, en particular los problemas de contagio y el comportamiento de “manada”, se debe rediseñar el papel de las instituciones financieras regionales, así como aquellas del sistema de Bretton Woods, especialmente en lo que se refiere a la banca multilateral de desarrollo. En un contexto de financiamiento del desarrollo, estas instituciones deben promover un mejor acceso a los mercados internacionales de capitales, apoyar la canalización de estos recursos hacia los sectores productivos y de inversión y, cuando sea necesario, actuar como generadoras de liquidez, desempeñando la función de prestamistas de última instancia.

En este sistema, la banca multilateral debe ser capaz, por una parte, de proveer y facilitar el acceso a los recursos financieros que apoyen las actividades de alto rendimiento social y que el sector privado no está preparado para financiar. Por otra parte, debe cumplir una función contracíclica que permita el acceso a los recursos financieros en momentos de escasez de capital privado internacional.

En los países con acceso limitado a los mercados privados, la banca multilateral debe mantener su papel de prestamista y proveer apoyo institucional. Al respecto, debe continuar actuando como acreedor preferencial sobre el sector privado, tanto en el otorgamiento de préstamos concesionarios como no concesionarios.

En los países con mayor acceso a los mercados de capitales privados, el sistema de la banca multilateral debe promover, por una parte, un financiamiento externo privado más amplio (en términos de plazos y monedas) y, por otra, un acceso más estable y a un menor costo. Para ampliar el mercado, debe generar iniciativas y ofrecer incentivos que contribuyan a desarrollar mercados privados de largo plazo en moneda local y, en general, apoyar las innovaciones financieras para facilitar el establecimiento de nuevos instrumentos financieros. A fin de mejorar la estabilidad del acceso, debe ser capaz de apoyar a los países afectados por problemas de liquidez, generar mecanismos de cofinanciamiento con el sector privado, apoyar programas de financiamiento de emergencia, en particular, redes de seguridad social, y en casos de insolvencia, apoyar y coordinar las negociaciones entre los organismos oficiales de financiamiento, los países y el sector privado.

El papel de los bancos multilaterales de desarrollo no se limita solamente al ámbito financiero. Estas instituciones deben apoyar a los países a través de la cooperación técnica nacional y regional, la promoción del diálogo, el apoyo tanto a los procesos de integración regionales como a la participación de los países en foros mundiales.

## **A. La Corporación Andina de Fomento (CAF)**

En el contexto latinoamericano, la CAF se ha transformado en uno de los principales bancos multilaterales de la región andina. La Corporación es una institución financiera internacional, cuya misión es apoyar el desarrollo sostenible de sus países accionistas y la integración regional. Sus principales miembros accionistas son los cinco países de la región andina: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Además entre sus accionistas se encuentran los siguientes países: Brasil, Chile, Jamaica, México, Panamá, Paraguay y Trinidad y Tabago.

Actualmente la CAF concede préstamos y extiende líneas de crédito a corporaciones, entidades financieras y al sistema bancario público y privado para el financiamiento del comercio exterior y operaciones de capital de trabajo. Además, pone a disposición del sector financiero créditos globales y líneas de crédito para canalizar recursos hacia diversos sectores productivos, en particular, hacia la pequeña y mediana empresa. Asimismo ofrece a los gobiernos y sus organismos los servicios de un banco de desarrollo para financiar en especial proyectos prioritarios de infraestructura física e integración. Ofrece también los servicios de un banco de inversiones, como participación accionaria, adquisición y garantía para la emisión de títulos, y estructuración y financiamiento de

proyectos con garantías limitadas (financiamiento con recurso limitado, cofinanciamiento, préstamos sindicados, garantías financieras y otros). Además provee financiamiento para proyectos orientados a promover el desarrollo humano y la integración de grupos marginados (por ejemplo, los pueblos indígenas).

En los últimos años, la Corporación se ha transformado en la principal fuente de financiamiento multilateral de los países andinos. En el quinquenio de 1995-2000, de un total de 27 mil millones de dólares aprobados para estos países por el BID, el Banco Mundial y la CAF, ésta aportó el 51% de los fondos (véase el cuadro 7.9).

Los países andinos han sido los principales receptores de los fondos de la CAF, puesto que han recibido, en promedio, entre el 90% y 95% de los préstamos aprobados. Desde 1995, por una parte, el sector público de los países ha sido el principal receptor de un porcentaje creciente de préstamos; por otra, la proporción de préstamos de mediano y largo plazo ha aumentado considerablemente en comparación con los de corto plazo. Los primeros se han orientado principalmente al financiamiento de proyectos de inversión y proyectos sociales, en tanto que los últimos se han concentrado en el financiamiento de operaciones comerciales extranjeras y de capital de trabajo de las empresas (cuadro 7.10).

Cuadro 7.9  
PRÉSTAMOS APROBADOS A LOS PAÍSES ANDINOS POR LA CORPORACIÓN  
ANDINA DE FOMENTO (CAF), EL BANCO INTERAMERICANO DE  
DESARROLLO (BID) Y EL BANCO MUNDIAL (1995-2002)  
(En millones de dólares y porcentajes)

|                    | Monto acumulativo 1995-2002 |      | 2002  |      |
|--------------------|-----------------------------|------|-------|------|
| CAF                | 13 447                      | 50.6 | 2 276 | 51.4 |
| BID                | 8 014                       | 30.1 | 925   | 20.9 |
| Banco Mundial      | 5 140                       | 19.3 | 1 227 | 27.7 |
| Total <sup>a</sup> | 26 601                      | 100  | 4 428 | 100  |

Fuente: Informes anuales de la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial.

<sup>a</sup> Los préstamos aprobados no necesariamente se suman a los montos desembolsados en un año dado.

Cuadro 7.10  
CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF): OPERACIONES APROBADAS<sup>a</sup>  
POR PAÍS, TÉRMINOS OPERATIVOS Y SECTOR INSTITUCIONAL  
(En millones de dólares)

|  | 1991  | 1992    | 1993    | 1994  | 1995    | 1996    | 1997    | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  |
|--|-------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total países   | 1,300 | 1,773   | 2,096   | 2,160 | 2,258   | 2,314   | 2,900   | 2,673 | 2,181 | 2,323 | 3,196 | 3,291 |
| Bolivia  | 66    | 122     | 183     | 285   | 296     | 223     | 353     | 227   | 248   | 343   | 464   | 503   |
| Colombia   | 197   | 305     | 629     | 411   | 479     | 362     | 226     | 331   | 736   | 773   | 819   | 750   |
| Ecuador  | 180   | 233     | 252     | 426   | 416     | 541     | 628     | 384   | 268   | 398   | 356   | 407   |
| Perú   | 537   | 521     | 451     | 725   | 598     | 301     | 530     | 953   | 630   | 451   | 650   | 498   |
| Venezuela  | 221   | 418     | 397     | 248   | 449     | 679     | 588     | 565   | 161   | 271   | 738   | 762   |
| Otros países accionistas y operaciones regionales <sup>b</sup> | 99    | 175     | 185     | 65    | 20      | 207     | 574     | 214   | 139   | 87    | 169   | 371   |
| Total modalidades operacionales                                | 1,300 | 531     | 727     | 2,160 | 1,056   | 1,029   | 2,900   | 2,673 | 2,180 | 2,323 | 3,198 | 3,290 |
| Préstamos de largo plazo                                       | 314   | 401     | 499     | 996   | 1 202.0 | 1 284.7 | 1,651   | 1,102 | 1,048 | 1,556 | 2,020 | 1,920 |
| Préstamos de mediano plazo                                     | 8     | 126     | 182     | 311   | 216     | 267     | 1,045   | 661   | 476   | 402   | 795   | 625   |
| Préstamos de corto plazo                                       | 976   | 1 242.1 | 1 369.5 | 794   | 817     | 719     | 204     | 910   | 656   | 365   | 383   | 745   |
| Otras modalidades <sup>c</sup>                                 | 2     | 4       | 46      | 59    | 23      | 44      |         |       |       |       |       |       |
| Total sectores   | 1,300 | 1,773   | 2,096   | 2,160 | 2,258   | 2,314   | 1,687   | 2,673 | 2,181 | 2,323 | 3,197 | 3,290 |
| Sector institucional   |       |         |         |       |         |         |         |       |       |       |       |       |
| Sector público   | 72    | 803     | 822     | 863   | 886     | 864     | 1 213.3 | 968   | 1,269 | 1,710 | 1,988 | 2,521 |
| Sector privado y semi-público                                  | 1,228 | 970     | 1,274   | 1,296 | 1,372   | 1,450   | 1,687   | 1,705 | 912   | 613   | 1,209 | 769   |

Fuente: Corporación Andina de Fomento (CAF), *Informe anual*, varios años.

<sup>a</sup> Los préstamos aprobados no necesariamente se desembolsan en su totalidad el mismo año de su aprobación; por lo tanto, los montos aprobados y desembolsados generalmente no son los mismos para un año dado.

<sup>b</sup> Estos proyectos están generalmente orientados a promover la integración física de los países andinos con los países vecinos e incluyen también operaciones con países accionistas (Argentina, Brasil, Chile, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Trinidad y Tobago) y operaciones multinacionales (como la aprobación de una participación accionaria para la creación de una corporación latinoamericana de garantía de inversiones en el año 2000).

<sup>c</sup> Incluye: cooperación técnica, participación accionaria y otras modalidades.

Dado que uno de los principales problemas de los países de la región es precisamente la escasez de fondos de mediano y largo plazo para el financiamiento de la inversión, la tendencia mostrada por la CAF demuestra como los bancos multilaterales pueden desempeñar un papel esencial en la provisión de este tipo de financiamiento, en particular a los países con acceso limitado a los mercados crediticios privados.

Desde una perspectiva sectorial, los créditos otorgados se han concentrado en el sector financiero, transporte y comunicaciones, manufacturero y, en menor cantidad, en el sector agrícola (cuadro 7.11).

Cuadro 7.11  
PRÉSTAMOS APROBADOS POR LA CORPORACIÓN  
ANDINA DE FOMENTO (CAF) PARA PROYECTOS Y PROGRAMAS, POR SECTOR  
ECONÓMICO  
(En millones de dólares)

|   | 1991       | 1992       | 1993       | 1994       | 1995         | 1996         | 1997         | 1998         | 1999         | 2000         | 2001         | 2002         |
|---|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Agricultura, caza y silvicultura                                      | -          | -          | -          | 80         | 74           | 17           | 22           | 62           | 53           | 58           | 84           | 80           |
| Explotación de minas y canteras, producción de petróleo y gas natural | 25         | 124        | 26         | 30         | 45           | 151          | 246          | -            | -            | 195          |              |              |
| Industria manufacturera   | 38         | 77         | 90         | 11         | 43           | -            | 122          | 24           | 77           | 60           | 513          | 22           |
| Suministro de electricidad, petróleo y agua                           | 17         | 85         | 110        | 22         | 370          | 367          | 413          | 200          | 193          | 180          | 618          | 769          |
| Transportes, almacenamiento y comunicaciones                          | 30         | 95         | 140        | 416        | 316          | 275          | 472          | 941          | 402          | 340          | 672          | 1,103        |
| Comercio al por mayor y menor   | -          | -          | -          | 3          | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Administración pública  | -          | -          | -          | -          | -            | 25           | -            | 55           | 33           | 415          | 195          |              |
| Hoteles y restaurantes  | 7          | -          | -          | 36         | 21           | 2            | 3            | 2            | 20           | 23           | 18           | 20           |
| Intermediación financiera   | 198        | 20         | 134        | 319        | 220          | 405          | 262          | 131          | 345          | 331          | 370          |              |
| Otros servicios comunitarios, sociales y personales                   | -          | -          | -          | 72         | -            | 45           | 116          | 71           | 253          | 145          | 296          | 369          |
| Educación   | -          | -          | -          | -          | -            | 25           | 0            | -            | 26           | 169          | 57           | 167          |
| <b>Total <sup>a</sup></b>   | <b>314</b> | <b>401</b> | <b>499</b> | <b>988</b> | <b>1,089</b> | <b>1,313</b> | <b>1,656</b> | <b>1,485</b> | <b>1,401</b> | <b>1,916</b> | <b>2,823</b> | <b>2,529</b> |

Fuente: Corporación Andina de Fomento (CAF), *Informes anuales*, varios años.

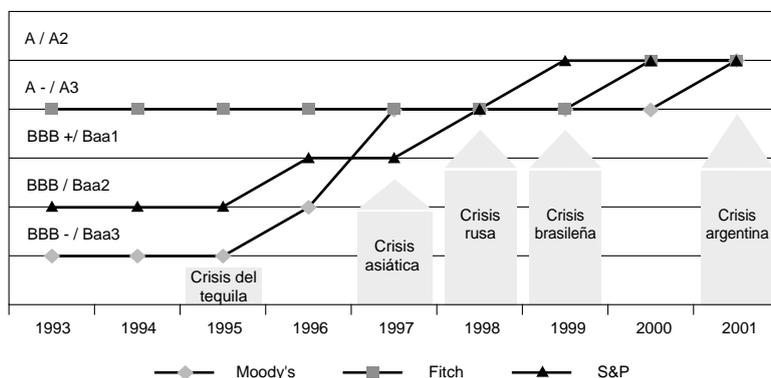
<sup>a</sup> Se refiere a proyectos y programas aprobados; en el total de operaciones aprobadas se incluyen estos últimos más el total de créditos corporativos y de operaciones comerciales internacionales, el total de cooperación técnica y las operaciones del Fondo de Desarrollo Humano, y el total de participación accionaria.

Como se ha señalado, el acceso de los diferentes países de la región a los flujos internacionales de capital privado es muy irregular. Esta heterogeneidad refleja el desarrollo interno de los mercados financieros y los distintos niveles de riesgo país asignado a sus economías. En este contexto, la banca multilateral desempeñará sin duda un papel decisivo en la intermediación de los fondos financieros de los mercados internacionales hacia los países de la región.

Como se observa en el gráfico 7.6, la CAF tiene una calificación de inversión mucho más alta que sus países miembros. La Corporación se encuentra, por lo tanto, en una posición que le permite intermediar fondos financieros privados del sistema financiero internacional hacia sus países miembros. Se espera que la oportunidad de ampararse tras la calificación de inversión de esta institución facilite el acceso de varios países de menor desarrollo relativo al financiamiento, mientras reduce el costo de estos recursos.

Gráfico 7.6  
EL PAPEL DE LA CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF) COMO  
INTERMEDIARIO FINANCIERO

La favorable calificación de inversión de la CAF le permite atraer recursos a bajo costo para la región



Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de una presentación de Enrique García, Presidente Ejecutivo de la Corporación Andina de Fomento (CAF) en el Seminario sobre la banca de desarrollo (Santiago de Chile, 2001).

## B. Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)

El Banco de Desarrollo del Caribe es una institución financiera regional establecida en Jamaica en 1969. Su propósito es contribuir al crecimiento y desarrollo económico armónico de los países miembros del Caribe y promover la cooperación e integración económica entre ellos, prestando especial atención en las necesidades de los países menos desarrollados de la región. Para este propósito, el Banco ha utilizado la definición dada por la CARICOM a "país menos desarrollado" que comprende los siguientes países: Anguila, Antigua y Barbuda, Belice, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas. A éstos se agregan los siguientes territorios británicos de ultramar: Islas Vírgenes Británicas, Islas Caimán e Islas Turcas y Caicos. Se suman también los países miembros prestatarios: Bahamas, Barbados, Guyana, Jamaica y Trinidad y Tabago.

A lo largo de treinta años de operación, los montos netos aprobados por el BDC para financiamiento ascienden a 1,9 mil millones de dólares, de los cuales mil millones (52,4%) se destinaron a los países menos desarrollados (cuadro 7.12). Por lo tanto, se está logrando el objetivo principal del Banco: prestar especial atención a las necesidades de los países menos desarrollados.

Durante el año 2000, del total de recursos disponibles, 865,6 millones de dólares (70,2%) se han movilizado desde fuentes extrarregionales, 169 millones de dólares (13,7%) desde los países miembros de la región, y 189,3 millones fueron generados por las reservas y los ingresos netos corrientes del BDC.<sup>3</sup> De esta forma se cumple otro de los objetivos: movilizar recursos financieros para el desarrollo de la región.

Cuadro 7.12  
BANCO DE DESARROLLO DEL CARIBE (BDC):  
DISTRIBUCIÓN DE PRÉSTAMOS, PRÉSTAMOS CONTINGENTES,  
CAPITAL Y DONACIONES APROBADAS (NETAS) POR PAÍSES  
(En millones de dólares y en porcentajes)

| Países                                  | 1970-2000 |      | 1997  |       | 1998  |      | 1999  |      | 2000  |      |
|---|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|
|   | Monto     | %    | Monto | %     | Monto | %    | Monto | %    | Monto | %    |
| Anguila                                 | 23        | 1.2  | -2    | -4.5  | 2     | 1.5  | -     | -    | 8     | 4.3  |
| Antigua y Barbuda                       | 33        | 1.7  | 15    | 27.5  | 1     | 0.6  | -     | -    | 0     | 0.0  |
| Bahamas                                 | 53        | 2.8  | 0     | -0.3  | -9    | -7.4 | 10    | 6.6  | 0     | 0.0  |
| Barbados                                | 190       | 9.9  | 2     | 4.0   | 54    | 44.6 | -1    | -1.0 | 38    | 20.4 |
| Belice                                  | 181       | 9.4  | 22    | 40.4  | 13    | 11.1 | 18    | 11.8 | 18    | 9.7  |
| Dominica                                | 137       | 7.1  | 14    | 25.4  | 0     | -0.3 | 10    | 6.6  | 17    | 9.2  |
| Granada                                 | 99        | 5.1  | 4     | 6.8   | 6     | 5.2  | 2     | 1.2  | 12    | 6.4  |
| Guyana                                  | 134       | 6.9  | 0     | 0.0   | 6     | 4.7  | 1     | 0.3  | 0     | 0.2  |
| Islas Caimán                            | 44        | 2.3  | -     | -     | -     | -    | -     | -    | -     | -    |
| Islas Vírgenes Británicas               | 53        | 2.8  | 0     | 0.0   | -     | -    | 21    | 13.9 | 0     | 0.0  |
| Jamaica                                 | 281       | 14.6 | -14   | -25.1 | 18    | 14.8 | 5     | 3.5  | 41    | 22.1 |
| Montserrat                              | 15        | 0.8  | 0     | 0.0   | -2    | -1.4 | 0     | 0.1  | 0     | 0.0  |
| Santa Lucía                             | 198       | 10.3 | 6     | 11.3  | 4     | 3.3  | 46    | 30.5 | 17    | 9.2  |
| San Vicente y las Granadinas            | 104       | 5.4  | 0     | 0.8   | 4     | 3.3  | 0     | 0.1  | 6     | 3.2  |
| Saint Kitts y Nevis                     | 99        | 5.1  | 7     | 13.0  | 4     | 3.3  | 7     | 4.7  | 4     | 2.0  |
| Trinidad y Tabago                       | 141       | 7.3  | -8    | -14.8 | 18    | 15.2 | 19    | 12.5 | 13    | 6.8  |
| Islas Turcas y Caicos                   | 21        | 1.1  | 6     | 10.4  | 0     | 0.1  | 0     | 0.1  | 4     | 2.1  |
| Regionales                              | 118       | 6.1  | 3     | 5.1   | 2     | 1.5  | 14    | 9.1  | 8     | 4.2  |
| Países menos desarrollados <sup>a</sup> | 1 009     | 52.4 | 72    | 131.1 | 32    | 26.7 | 105   | 69.0 | 85    | 46.2 |
| Total                                   | 1 926     | 100  | 55    | 100   | 122   | 100  | 152   | 100  | 185   | 100  |

Fuente: Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), *Informes anuales*, varios años.

<sup>a</sup> Entre los países menos desarrollados se incluyen: Anguila, Antigua y Barbuda, Belice, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas. A estos se suman los siguientes territorios británicos de ultramar: Islas Vírgenes Británicas, Islas Caimán e Islas Turcas y Caicos.

<sup>3</sup> Los países miembros de la región, excluidos los países miembros prestatarios, son Colombia, México y Venezuela. Los países miembros extrarregionales son Canadá, China, Alemania, Italia y el Reino Unido.

El Banco de Desarrollo del Caribe provee financiamiento a los gobiernos de sus países miembros prestatarios y a entidades de los sectores público y privado de estos mismos. Además concede préstamos a entidades del sector privado sin la garantía del gobierno, e invierte en acciones de aquellas empresas. Como parte de dicho financiamiento, el BDC incluye asistencia técnica para las empresas de los sectores público y privado de sus países miembros prestatarios, en gran parte, a través de donaciones concedidas al 76,8%, debido a los 30 años de actividad, a los países menos desarrollados (cuadro 7.13). Por ejemplo, como parte del programa de asistencia técnica, el BDC aprobó en el año 2000 una donación para contribuir a financiar la creación de una unidad de negociación de comercio agrícola. Esta unidad contribuiría a preparar a los países miembros prestatarios del BDC para participar efectivamente en las negociaciones internacionales sobre comercio agrícola celebradas en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC), el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) y otros acuerdos comerciales.

Cuadro 7.13  
BANCO DE DESARROLLO DEL CARIBE (BDC): RESUMEN DEL  
FINANCIAMIENTO TOTAL APROBADO (NETO): PRÉSTAMOS,  
PRÉSTAMOS CONTINGENTES, CAPITAL Y DONACIONES  
(En millones de dólares)

|                        | 1970-1999 | 2000  | Total   |
|------------------------|-----------|-------|---------|
| Préstamos              | 1 588.2   | 179.4 | 1 767.6 |
| Préstamos contingentes | 5.3       | -     | 1 767.6 |
| Capital                | 15.9      | 0.9   | 5.3     |
| Donaciones             | 131.9     | 4.6   | 136.5   |
| Total                  | 1 741.3   | 184.9 | 1 926.2 |

Fuente: Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), *Annual Report*, 2000.

Desde la adopción del Plan Estratégico 2000-2004, el BDC se ha centrado en la reducción de la pobreza. En este sentido, proporciona asistencia técnica y financiamiento para asistir a los países miembros prestatarios en cinco amplias áreas estratégicas vinculadas con la reducción sostenida de la pobreza: pobreza y vulnerabilidad, crecimiento económico de base amplia, gobernabilidad y política pública, integración económica y protección del medio ambiente. Para cumplir estos objetivos estratégicos, el BDC opera en los siguientes sectores: agricultura, industria (incluida la minería), turismo, educación y salud, infraestructura económica y social (electricidad, aguas y alcantarillados, transportes, vivienda) y medio ambiente (incluido el manejo de desechos sólidos).

En el período 1970-2000, los sectores que recibieron más asistencia financiera fueron los del transporte, comunicaciones, defensa marítima y financiamiento y distribución (45,5% del total de montos aprobados acumulativos). Durante el mismo período, los servicios sociales solo recibieron un 11,9% del financiamiento total; sin embargo, dado que los objetivos estratégicos han ido cambiando y concentrándose en la reducción de la pobreza, en el período 1997-2000, este sector recibió en promedio un 23,6% del total de montos aprobados (cuadro 7.14).

Cuadro 7.14  
BANCO DE DESARROLLO DEL CARIBE (BDC): RESUMEN DEL FINANCIAMIENTO  
TOTAL APROBADO (NETO) POR SECTOR: PRÉSTAMOS, PRÉSTAMOS  
CONTINGENTES, CAPITAL Y DONACIONES  
(En millones de dólares y en porcentajes)

| Sector  | 1970-2000 |      | 1997  |       | 1998  |      | 1999  |      | 2000  |      |
|---|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|
|   | Monto     | %    | Monto | %     | Monto | %    | Monto | %    | Monto | %    |
| Agricultura, silvicultura y pesca                 | 112       | 5.8  | 0     | 0.5   | 7     | 5.9  | 0     | 0.1  | 11    | 5.9  |
| Explotación de minas y canteras                   | 39        | 2.0  | -22   | -40.1 | 0     | 0.3  | -     | -    | -     | -    |
| Industria manufacturera                           | 133       | 6.9  | -1    | -1.3  | 0     | -0.1 | -12   | -7.9 | 0     | 0.0  |
| Turismo   | 62        | 3.2  | 4     | 6.8   | -6    | -4.7 | 0     | 0.3  | 7     | 4.0  |
| Transportes, comunicaciones<br>y defensa marítima | 448       | 23.2 | 16    | 28.5  | 37    | 30.4 | 57    | 37.2 | 6     | 3.4  |
| Electricidad, energía y agua                      | 157       | 8.1  | 16    | 28.5  | 0     | 0.1  | 10    | 6.7  | 4     | 2.0  |
| Servicios sociales                                | 228       | 11.9 | 21    | 38.9  | 31    | 25.4 | 16    | 10.2 | 37    | 20.1 |
| Multisectores y otros                             | 320       | 16.6 | 1     | 2.7   | 6     | 5.2  | 35    | 23.3 | 88    | 47.5 |
| Financiamiento y distribución                     | 429       | 22.3 | 20    | 35.5  | 46    | 37.4 | 46    | 30.1 | 31    | 17.0 |
| Total   | 1 926     | 100  | 55    | 100   | 122   | 100  | 152   | 100  | 185   | 100  |

Fuente: Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), *Annual Report*, 2000.

Actualmente, los países del Caribe deben hacer frente a un ambiente internacional liberalizado, caracterizado por la erosión de los acuerdos preferenciales de comercio sobre los cuales han dependido tradicionalmente, cambios ocasionados por avances tecnológicos radicales en los campos de la información y las comunicaciones, y aquellos que probablemente vendrán a raíz del establecimiento del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). Además de lo anterior, han disminuido los fondos concesionarios. Para enfrentar este desafío, los países de la región deberán emprender una reestructuración importante y un reposicionamiento global. Con el objeto de ayudar a los países del Caribe en este proceso, el Banco de Desarrollo del Caribe y el Banco Interamericano de Desarrollo, cuyas actividades se presentan en la próxima sección, han formado un equipo de tareas cuyo objetivo consiste en elaborar propuestas y programas para enfrentar los desafíos a los que deben hacer frente los países miembros del CARICOM.

## C. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

El Banco Interamericano de Desarrollo fue creado en 1959 con el objeto de contribuir y fomentar el desarrollo económico y social de los países de América Latina y el Caribe. Desde su creación, el Banco se ha transformado en una importante fuente de financiamiento para la región. Entre 1961 y 2000, el BID ha canalizado fondos por aproximadamente 107 mil millones de dólares entre préstamos y cooperación no reembolsable. Los desembolsos de préstamos representan una porción importante del financiamiento total (cuadros 7.15 y 7.16). Como se observa en el cuadro 7.17, el monto acumulativo de los desembolsos de préstamos representa el 77% a fines del año 2000 del monto acumulativo de los préstamos aprobados (83,3 mil millones de dólares). Por lo tanto, aún se deben desembolsar unos 25 mil millones de dólares.

Cuadro 7.15  
BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID):  
MONTO ANUAL Y ACUMULATIVO DE PRÉSTAMOS APROBADOSA (1961-2000)  
(En millones de dólares)

|                      | 1990    | 1991    | 1992    | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998     | 1999    | 2000    | 1961-2000 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|-----------|
| Argentina            | 13.5    | 892.7   | 1 061.0 | 951.0   | 717.2   | 1 626.2 | 977.5   | 1 262.6 | 3 847.4  | 460.9   | 832.0   | 15 753.6  |
| Bahamas              | -       | 31.8    | 21.0    | -       | 21.0    | -       | 57.5    | 0.8     | 14.0     | 23.5    | 21.8    | 295.2     |
| Barbados             | 0.1     | -       | 70.6    | 27.6    | 4.0     | 35.0    | -       | -       | 98.0     | -       | -       | 380.0     |
| Belice               | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | 3.5     | 16.0     | 24.9    | 40.8    | 85.2      |
| Bolivia              | 197.0   | 180.2   | 107.8   | 76.5    | 173.1   | 173.3   | 85.0    | 27.6    | 160.9    | 153.1   | 40.6    | 2 778.0   |
| Brasil               | 392.9   | 780.4   | 940.5   | 896.3   | 1 132.0 | 1 582.0 | 1 699.8 | 1 477.0 | 1 625.5  | 4 789.5 | 658.2   | 22 105.5  |
| Chile                | 246.0   | 230.0   | 174.5   | 50.0    | 75.0    | -       | -       | -       | -        | 265.0   | 483.7   | 4 691.2   |
| Colombia             | 444.0   | 205.0   | 535.0   | 569.0   | 42.6    | 538.4   | 197.5   | 226.5   | 446.8    | 1 037.6 | 293.0   | 8 024.7   |
| Costa Rica           | 57.5    | 91.0    | 64.0    | 572.1   | -       | 29.9    | -       | 40.6    | 16.5     | -       | 65.0    | 2 081.5   |
| Ecuador              | 170.2   | 102.3   | 193.8   | 35.3    | 573.2   | 54.0    | 65.0    | 235.1   | 107.0    | 0.8     | 186.4   | 3 663.7   |
| El Salvador          | 133.4   | 170.0   | 234.9   | 84.0    | 500.0   | 167.3   | 41.9    | 104.1   | 208.5    | 42.2    | 5.8     | 2 518.0   |
| Guatemala            | 33.6    | 15.0    | 50.7    | 132.0   | 1.4     | 188.5   | 146.9   | 183.6   | 196.0    | 236.5   | -       | 2 186.6   |
| Guyana               | 27.0    | 67.8    | 23.9    | 27.1    | -       | 76.1    | 62.0    | 41.0    | 20.3     | 84.4    | 0.9     | 702.1     |
| Haití                | 56.1    | 12.4    | -       | -       | -       | 181.1   | 82.5    | 50.0    | 95.9     | -       | -       | 757.4     |
| Honduras             | 109.5   | 216.3   | 141.6   | 29.9    | 53.9    | 231.2   | 22.5    | 20.5    | 197.4    | 85.2    | 142.1   | 2 090.3   |
| Jamaica              | 147.0   | 126.0   | 39.0    | 72.5    | 22.9    | 41.5    | 76.4    | 43.7    | 15.0     | 73.6    | 209.8   | 1 547.1   |
| México               | 958.3   | 653.1   | 550.0   | 511.8   | 1 063.4 | 1 575.9 | 1 315.8 | 271.0   | 310.5    | 918.6   | 1 400.6 | 13 879.3  |
| Nicaragua            | -       | 152.5   | 120.7   | 85.7    | 194.5   | 118.9   | 68.2    | 90.0    | 202.1    | 93.9    | 113.1   | 1 663.3   |
| Panamá               | -       | -       | 129.4   | 230.4   | 30.0    | 30.2    | 188.1   | 286.2   | 341.7    | 64.7    | 23.6    | 1 918.2   |
| Paraguay             | 30.0    | 162.0   | 201.1   | 109.9   | 20.9    | 79.8    | 174.3   | 59.4    | 66.2     | 67.3    | 174.7   | 1 713.1   |
| Perú                 | -       | 655.9   | 221.8   | 214.5   | 494.7   | 140.0   | 755.5   | 219.2   | 653.1    | 518.9   | 344.8   | 5 443.0   |
| República Dominicana | 2.3     | 29.6    | 36.4    | 151.3   | 30.3    | 107.4   | 3.3     | 95.0    | 172.5    | 259.4   | 74.3    | 1 982.2   |
| Suriname             | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | 30.3     | 0.7     | 10.3    | 58.6      |
| Trinidad y Tabago    | 2.0     | 265.4   | 33.5    | 92.5    | 2.0     | 109.0   | 256.0   | 2.1     | 1.8      | 107.0   | -       | 1 016.8   |
| Uruguay              | 35.0    | 222.7   | 208.7   | 73.0    | 32.8    | 54.0    | 384.1   | 337.3   | 233.4    | 77.8    | 44.2    | 2 322.2   |
| Venezuela            | 746.0   | 156.5   | 596.6   | 640.0   | 70.0    | 164.0   | 68.9    | 50.0    | 911.2    | 100.0   | 60.0    | 4 078.1   |
| Región               | 80.0    | -       | 266.0   | 330.0   | -       | -       | 37.0    | 890.5   | 75.0     | -       | 40.0    | 2 871.8   |
| Total                | 3 881.4 | 5 418.6 | 6 022.5 | 5 962.4 | 5 254.9 | 7 303.7 | 6 765.7 | 6 017.3 | 10 063.0 | 9 485.5 | 5 266.0 | 106 607.1 |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Informe anual*, varios años.

<sup>av</sup> Menos los ajustes de la balanza de pagos y del tipo de cambio. Desde 1998, los montos de los préstamos incluyen garantías proporcionadas por el BID. Estas sumas se relacionan con los montos aprobados, que no necesariamente equivalen a los desembolsos realizados en un año dado, pues el monto correspondiente a una operación aprobada puede desembolsarse al año siguiente.

**Cuadro 7.16**  
**BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID):**  
**COOPERACIÓN TÉCNICA NO REEMBOLSABLE**  
*(En millones de dólares)*

|                      | 1990  | 1991   | 1992  | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997  | 1998   | 1999  | 2000  | 1961-2000 |
|----------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-----------|
| Argentina            | 0.23  | 4.67   | 0.35  | 1.17   | 0.37   | 20.32  | 0.25   | 6.93  | 12.26  | 1.07  | 0.26  | 66.15     |
| Bahamas              | 0.14  | 2.73   | 1.43  | 1.50   | 0.79   | -      | 0.76   | 1.11  | 0.03   | 0.21  | 0.03  | 17.72     |
| Barbados             | 2.44  | 3.97   | 0.76  | 0.79   | 0.37   | 0.61   | 0.06   | 0.06  | 1.30   | 0.13  | 0.03  | 20.71     |
| Belice               | -     | -      | -     | 0.03   | 2.50   | 0.04   | 1.01   | 0.47  | 0.64   | 0.25  | 0.70  | 5.45      |
| Bolivia              | 4.56  | 15.91  | 3.66  | 0.41   | 4.44   | 3.46   | 3.76   | 1.83  | 2.00   | 2.81  | 2.49  | 68.88     |
| Brasil               | 0.04  | 0.67   | 3.07  | 10.92  | 19.01  | 3.37   | 12.66  | 12.23 | 12.54  | 13.47 | 3.18  | 141.61    |
| Chile                | 0.11  | 0.55   | 0.43  | 0.67   | 0.56   | 1.39   | 0.74   | 0.31  | 1.97   | 0.63  | 0.76  | 9.01      |
| Colombia             | 1.32  | 1.01   | 0.53  | 4.00   | 12.13  | 1.36   | 1.74   | 0.66  | 2.72   | 2.20  | 3.28  | 48.38     |
| Costa Rica           | 2.96  | 7.19   | 2.45  | 6.87   | 5.51   | 0.21   | 0.30   | 1.28  | 0.71   | 1.38  | 0.82  | 40.65     |
| Ecuador              | 5.56  | 2.58   | 1.13  | 3.47   | 3.58   | 1.18   | 1.83   | 3.04  | 1.28   | 5.50  | 2.28  | 50.86     |
| El Salvador          | 2.29  | 5.90   | 0.29  | 3.26   | 0.48   | 1.80   | 1.31   | 1.13  | 2.99   | 3.09  | 2.10  | 41.09     |
| Guatemala            | 0.19  | 0.44   | 3.39  | 3.27   | 2.11   | 1.94   | 2.17   | 1.79  | 4.19   | 3.74  | 2.44  | 40.63     |
| Guyana               | 0.20  | 10.79  | 1.09  | 0.59   | 1.43   | 3.96   | 2.78   | 1.10  | 3.27   | 1.17  | 1.59  | 44.34     |
| Haití                | 0.52  | 0.31   | -     | -      | 0.60   | 10.06  | 2.65   | 1.92  | 2.28   | 2.76  | 1.77  | 44.56     |
| Honduras             | 0.68  | 0.34   | 0.49  | 2.06   | 3.93   | 3.43   | 2.43   | 1.41  | 3.74   | 4.03  | 3.02  | 44.75     |
| Jamaica              | 0.56  | 1.36   | 1.73  | 0.17   | 0.91   | 2.75   | 1.09   | 1.15  | 0.28   | 0.98  | 0.55  | 29.13     |
| México               | 0.60  | 0.87   | 0.20  | 0.97   | 0.05   | 0.57   | 3.82   | 1.55  | 4.48   | 1.53  | 1.24  | 15.65     |
| Nicaragua            | 4.06  | 7.35   | 3.93  | 8.29   | 13.81  | 2.96   | 1.92   | 0.58  | 1.98   | 3.55  | 2.53  | 61.95     |
| Panamá               | -     | 2.61   | 2.49  | 0.28   | 0.65   | 1.27   | 4.19   | 0.15  | 2.92   | 0.85  | 2.35  | 30.74     |
| Paraguay             | 3.92  | 0.44   | 4.56  | 2.08   | 2.98   | 1.50   | 1.55   | 4.03  | 4.27   | 1.46  | 3.00  | 53.42     |
| Perú                 | 0.22  | 10.28  | 2.37  | 10.68  | 7.08   | 5.68   | 9.91   | 1.94  | 2.59   | 2.10  | 2.99  | 75.46     |
| República Dominicana | 0.29  | 1.44   | 1.04  | 0.02   | 4.09   | 1.81   | 1.23   | 1.77  | 3.98   | 2.93  | 2.14  | 43.97     |
| Suriname             | 3.17  | 0.19   | 0.04  | -      | 0.06   | 1.31   | 1.70   | 1.92  | 5.59   | 0.13  | 0.82  | 21.72     |
| Trinidad y Tabago    | 1.82  | 5.61   | 0.18  | 0.46   | 0.63   | 1.03   | -      | 0.06  | 1.46   | 0.17  | 0.15  | 19.23     |
| Uruguay              | 5.52  | 5.15   | 1.64  | 2.88   | 1.35   | 0.22   | 1.42   | 0.24  | 0.15   | 0.70  | 0.58  | 27.06     |
| Venezuela            | 0.33  | 1.06   | 0.23  | 2.99   | 0.63   | 0.21   | 0.99   | 0.93  | 2.03   | 0.47  | -     | 11.17     |
| Regional             | 15.13 | 46.57  | 27.92 | 36.41  | 20.96  | 42.75  | 50.00  | 28.21 | 24.23  | 23.62 | 25.63 | 597.40    |
| Total                | 56.85 | 139.97 | 65.39 | 104.21 | 111.01 | 115.18 | 112.27 | 77.78 | 105.86 | 80.94 | 66.72 | 1 671.68  |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, *Informe anual*, varios años.

Memo: No incluye financiamiento para pequeños proyectos.

**Cuadro 7.17**  
**BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID):**  
**DESEMBOLOS ANUALES Y ACUMULATIVOS (1961-2000)**  
*(En millones de dólares y en porcentajes)*

| Países      | 1990  |      | 1991  |      | 1992  |      | 1993    |      | 1994  |      | 1995    |      |
|-------------|-------|------|-------|------|-------|------|---------|------|-------|------|---------|------|
|             | Monto | %    | Monto | %    | Monto | %    | Monto   | %    | Monto | %    | Monto   | %    |
| Argentina   | 224.0 | 8.9  | 284.4 | 9.0  | 210.3 | 6.6  | 1 043.6 | 28.0 | 266.1 | 8.8  | 1 070.6 | 22.2 |
| Bahamas     | 23.0  | 0.9  | 52.4  | 1.7  | 27.6  | 0.9  | 10.0    | 0.3  | 3.9   | 0.1  | 8.3     | 0.2  |
| Barbados    | 14.8  | 0.6  | 7.6   | 0.2  | 5.3   | 0.2  | 4.8     | 0.1  | 4.8   | 0.2  | 7.1     | 0.1  |
| Belice      | -     | -    | -     | -    | -     | -    | -       | -    | -     | -    | -       | -    |
| Bolivia     | 132.9 | 5.3  | 107.4 | 3.4  | 162.7 | 5.1  | 118.5   | 3.2  | 135.7 | 4.5  | 133.4   | 2.8  |
| Brasil      | 244.1 | 9.7  | 241.0 | 7.6  | 328.5 | 10.3 | 324.5   | 8.7  | 396.2 | 13.0 | 491.3   | 10.2 |
| Chile       | 319.0 | 12.7 | 228.6 | 7.3  | 279.9 | 8.8  | 144.9   | 3.9  | 140.1 | 4.6  | 65.2    | 1.4  |
| Colombia    | 252.5 | 10.1 | 377.2 | 12.0 | 433.7 | 13.6 | 326.3   | 8.7  | 289.9 | 9.5  | 173.2   | 3.6  |
| Costa Rica  | 74.7  | 3.0  | 69.3  | 2.2  | 89.1  | 2.8  | 79.1    | 2.1  | 97.5  | 3.2  | 143.8   | 3.0  |
| Ecuador     | 147.9 | 5.9  | 138.5 | 4.4  | 110.8 | 3.5  | 138.2   | 3.7  | 172.9 | 5.7  | 243.1   | 5.0  |
| El Salvador | 46.7  | 1.9  | 36.2  | 1.1  | 62.8  | 2.0  | 107.7   | 2.9  | 122.7 | 4.0  | 124.5   | 2.6  |

(Continúa)

Cuadro 7.17 (conclusión)

| Países               | 1990    |      | 1991    |      | 1992    |      | 1993    |      | 1994    |      | 1995    |      |
|----------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
|                      | Monto   | %    |
| Guatemala            | 37.1    | 1.5  | 54.6    | 1.7  | 20.2    | 0.6  | 24.1    | 0.6  | 114.8   | 3.8  | 43.9    | 0.9  |
| Guyana               | 18.9    | 0.8  | 12.4    | 0.4  | 29.9    | 0.9  | 22.6    | 0.6  | 17.4    | 0.6  | 21.8    | 0.5  |
| Haití                | 15.1    | 0.6  | 11.1    | 0.4  | 0.4     | 0.0  | -       | -    | -       | -    | 74.1    | 1.5  |
| Honduras             | 75.3    | 3.0  | 28.5    | 0.9  | 111.1   | 3.5  | 124.9   | 3.3  | 80.9    | 2.7  | 80.8    | 1.7  |
| Jamaica              | 70.4    | 2.8  | 67.5    | 2.1  | 70.9    | 2.2  | 77.2    | 2.1  | 42.4    | 1.4  | 53.8    | 1.1  |
| México               | 321.4   | 12.8 | 513.7   | 16.3 | 401.4   | 12.6 | 396.4   | 10.6 | 343.9   | 11.3 | 985.4   | 20.5 |
| Nicaragua            | -0.1    | 0.0  | 72.5    | 2.3  | 81.3    | 2.5  | 30.7    | 0.8  | 95.9    | 3.2  | 121.5   | 2.5  |
| Panamá               | 0.2     | 0.0  | -       | -    | 55.1    | 1.7  | 15.0    | 0.4  | 13.5    | 0.4  | 90.9    | 1.9  |
| Paraguay             | 8.6     | 0.3  | 25.8    | 0.8  | 37.5    | 1.2  | 47.2    | 1.3  | 63.3    | 2.1  | 92.2    | 1.9  |
| Perú                 | 4.3     | 0.2  | 331.5   | 10.5 | 90.2    | 2.8  | 224.4   | 6.0  | 203.6   | 6.7  | 271.7   | 5.6  |
| República Dominicana | 44.3    | 1.8  | 37.3    | 1.2  | 26.3    | 0.8  | 43.4    | 1.2  | 49.1    | 1.6  | 113.8   | 2.4  |
| Suriname             | 4.2     | 0.2  | 2.7     | 0.1  | 2.5     | 0.1  | 1.7     | 0.0  | 0.8     | 0.0  | 0.1     | 0.0  |
| T. y Tabago          | 11.9    | 0.5  | 44.0    | 1.4  | 58.1    | 1.8  | 66.6    | 1.8  | 86.6    | 2.8  | 101.4   | 2.1  |
| Uruguay              | 42.2    | 1.7  | 127.0   | 4.0  | 36.6    | 1.1  | 143.6   | 3.8  | 112.6   | 3.7  | 68.2    | 1.4  |
| Venezuela            | 193.8   | 7.7  | 201.3   | 6.4  | 418.1   | 13.1 | 107.6   | 2.9  | 84.1    | 2.8  | 224.3   | 4.7  |
| Regional             | 180.7   | 7.2  | 78.6    | 2.5  | 44.7    | 1.4  | 108.0   | 2.9  | 101.7   | 3.3  | 13.9    | 0.3  |
| Total                | 2 507.6 | 100  | 3 151.1 | 100  | 3 195.0 | 100  | 3 731.0 | 100  | 3 040.4 | 100  | 4 818.3 | 100  |

| Países               | 1996    |      | 1997    |      | 1998    |      | 1999    |      | 2000    |      | 1961-2000 |      |
|----------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|-----------|------|
|                      | Monto   | %    | Monto     | %    |
| Argentina            | 577.1   | 13.4 | 974.7   | 17.8 | 1 500.0 | 22.6 | 1 441.4 | 17.2 | 961.7   | 13.6 | 11 590.0  | 13.9 |
| Bahamas              | 12.0    | 0.3  | 25.3    | 0.5  | 34.6    | 0.5  | 13.0    | 0.2  | 20.8    | 0.3  | 236.4     | 0.3  |
| Barbados             | 34.6    | 0.8  | 15.2    | 0.3  | 17.9    | 0.3  | 6.7     | 0.1  | 10.4    | 0.1  | 238.9     | 0.3  |
| Belice               | -       | -    | 0.4     | 0.0  | 0.7     | 0.0  | 3.9     | 0.0  | 11.1    | 0.2  | 16.1      | 0.0  |
| Bolivia              | 112.3   | 2.6  | 116.2   | 2.1  | 117.8   | 1.8  | 90.0    | 1.1  | 102.9   | 1.5  | 2 314.4   | 2.8  |
| Brasil               | 824.2   | 19.1 | 1 368.2 | 25.0 | 1 647.0 | 24.8 | 2 878.8 | 34.3 | 2 783.4 | 39.4 | 16 981.3  | 20.4 |
| Chile                | 49.9    | 1.2  | 22.3    | 0.4  | 22.9    | 0.3  | 93.1    | 1.1  | 88.9    | 1.3  | 4 106.2   | 4.9  |
| Colombia             | 274.3   | 6.4  | 322.6   | 5.9  | 420.2   | 6.3  | 957.5   | 11.4 | 246.1   | 3.5  | 6 810.2   | 8.2  |
| Costa Rica           | 63.0    | 1.5  | 125.4   | 2.3  | 58.3    | 0.9  | 62.1    | 0.7  | 83.3    | 1.2  | 1 700.1   | 2.0  |
| Ecuador              | 161.3   | 3.7  | 142.6   | 2.6  | 187.3   | 2.8  | 142.0   | 1.7  | 244.9   | 3.5  | 3 230.7   | 3.9  |
| El Salvador          | 234.1   | 5.4  | 128.2   | 2.3  | 132.6   | 2.0  | 131.3   | 1.6  | 113.9   | 1.6  | 2 032.9   | 2.4  |
| Guatemala            | 37.7    | 0.9  | 100.9   | 1.8  | 146.7   | 2.2  | 176.6   | 2.1  | 66.6    | 0.9  | 1 672.9   | 2.0  |
| Guyana               | 56.0    | 1.3  | 32.4    | 0.6  | 20.4    | 0.3  | 33.4    | 0.4  | 54.1    | 0.8  | 503.3     | 0.6  |
| Haití                | 42.4    | 1.0  | 49.7    | 0.9  | 62.8    | 0.9  | 56.8    | 0.7  | 33.8    | 0.5  | 535.5     | 0.6  |
| Honduras             | 148.7   | 3.4  | 50.0    | 0.9  | 58.1    | 0.9  | 78.7    | 0.9  | 68.3    | 1.0  | 1 690.4   | 2.0  |
| Jamaica              | 49.6    | 1.1  | 61.4    | 1.1  | 58.1    | 0.9  | 72.8    | 0.9  | 124.8   | 1.8  | 1 271.0   | 1.5  |
| México               | 1 048.1 | 24.3 | 554.2   | 10.1 | 683.3   | 10.3 | 517.5   | 6.2  | 839.0   | 11.9 | 11 176.6  | 13.4 |
| Nicaragua            | 69.5    | 1.6  | 73.9    | 1.4  | 108.2   | 1.6  | 84.0    | 1.0  | 81.0    | 1.1  | 1 265.9   | 1.5  |
| Panamá               | 90.0    | 2.1  | 145.2   | 2.7  | 133.2   | 2.0  | 53.6    | 0.6  | 60.7    | 0.9  | 1 331.5   | 1.6  |
| Paraguay             | 83.4    | 1.9  | 104.1   | 1.9  | 87.4    | 1.3  | 99.3    | 1.2  | 112.1   | 1.6  | 1 230.3   | 1.5  |
| Perú                 | 156.1   | 3.6  | 587.9   | 10.8 | 316.9   | 4.8  | 485.6   | 5.8  | 350.7   | 5.0  | 4 455.2   | 5.3  |
| República Dominicana | 74.4    | 1.7  | 44.9    | 0.8  | 57.5    | 0.9  | 77.9    | 0.9  | 58.3    | 0.8  | 1 354.1   | 1.6  |
| Suriname             | 0.5     | 0.0  | -       | -    | -       | -    | 18.6    | 0.2  | 0.6     | 0.0  | 35.90.0   |      |
| T. y Tabago          | 74.1    | 1.7  | 48.1    | 0.9  | 43.6    | 0.7  | 64.3    | 0.8  | 25.5    | 0.4  | 636.2     | 0.8  |
| Uruguay              | 92.4    | 2.1  | 178.7   | 3.3  | 150.8   | 2.3  | 358.5   | 4.3  | 162.9   | 2.3  | 1 906.2   | 2.3  |
| Venezuela            | -59.4   | -1.4 | 73.8    | 1.3  | 548.0   | 8.3  | 188.7   | 2.2  | 277.4   | 3.9  | 2 957.1   | 3.6  |
| Regional             | 10.1    | 0.2  | 121.9   | 2.2  | 21.4    | 0.3  | 201.1   | 2.4  | 85.1    | 1.2  | 2 012.6   | 2.4  |
| Total                | 4 316.0 | 100  | 5 468.2 | 100  | 6 635.7 | 100  | 8 387.2 | 100  | 7 068.4 | 100  | 83 292.0  | 100  |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, *Informe anual*, varios años.

Históricamente, los recursos se han asignado en proporciones similares a sectores productivos (en particular, agricultura y pesca, industria, minería y turismo), infraestructura física (energía y transportes y comunicaciones), sectores sociales (salud, educación, desarrollo urbano, inversión social, microempresas y medio ambiente) y “otros sectores” (reformas estatales, financiamiento de las exportaciones y preinversión). En los años noventa, aumentaron considerablemente los fondos asignados a los sectores sociales y otros, tales como la inversión social y la reforma y modernización del Estado. Ello refleja la preocupación de los gobiernos de la región durante el decenio de 1990 por iniciar procesos de reforma en estas áreas (véase el cuadro 7.18). En el anexo A, se presenta un resumen de los principales proyectos aprobados por el BID.

Cuadro 7.18  
BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID):  
DISTRIBUCIÓN DE PRÉSTAMOS<sup>a</sup> POR SECTOR  
(En millones de dólares)

| Sector                                | 1990             | 1991             | 1992               | 1993               | 1994             | 1995             |
|---------------------------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|
| Sectores productivos                  | 660              | 867              | 1 246              | 572                | 566              | 1 101            |
| Agricultura y pesca                   | 319              | 570              | 735                | 77                 | 125              | 507              |
| Industria, minería y turismo          | 280              | 102              | 250                | -                  | 441              | 310              |
| Ciencia y tecnología                  | <sup>b</sup> 61  | <sup>b</sup> 195 | <sup>b</sup> 261   | <sup>b</sup> 495   | -                | 284              |
| Infraestructura física                | 1 353            | 1 374            | 1 270              | 2 470              | 777              | 1 092            |
| Energía                               | 665              | 696              | 276                | 1 251              | 230              | 245              |
| Transportes y comunicaciones          | 688              | 678              | 994                | 1 219              | 547              | 847              |
| Sectores sociales                     | 724              | 838              | 1 395              | 1 565              | 3 229            | 2 731            |
| Saneamiento                           | -                | -                | -                  | -                  | -                | -                |
| Sector                                | 1990             | 1991             | 1992               | 1993               | 1994             | 1995             |
| Desarrollo urbano                     | 144              | 386              | 183                | 66                 | 1 161            | 328              |
| Educación                             | -                | -                | -                  | -                  | 969              | 107              |
| Inversión social                      | -                | -                | -                  | -                  | 266              | 1 439            |
| Salud                                 | <sup>c</sup> 468 | <sup>c</sup> 407 | <sup>c</sup> 1 170 | <sup>c</sup> 1 271 | <sup>d</sup> 748 | <sup>d</sup> 801 |
| Medio ambiente                        | -                | -                | -                  | -                  | 85               | 31               |
| Microempresas                         | <sup>e</sup> 112 | <sup>e</sup> 45  | <sup>e</sup> 42    | <sup>e</sup> 228   | -                | 25               |
| Otros                                 | 1 144            | 2 340            | 2 112              | 1 355              | 683              | 2 380            |
| Reforma y modernización del Estado    | -                | 1 985            | 1 679              | 757                | 472              | 2 005            |
| Financiamiento para las exportaciones | 76               | 88               | 30                 | 31                 | 24               | 25               |
| Preinversión y otros                  | 1 068            | 267              | 403                | 567                | 187              | 350              |
| Total                                 | 3 881            | 5 419            | 6 023              | 5 962              | 5 255            | 7 304            |

(Continúa)

Cuadro 7.18 (conclusión)

| Sector                                | 1996               | 1997  | 1998   | 1999  | 2000  | 1961-2000 |
|---------------------------------------|--------------------|-------|--------|-------|-------|-----------|
| Sectores productivos                  | 580                | 158   | 1 244  | 1 562 | 610   | 24 226    |
| Agricultura y pesca                   | 580                | 157   | 122    | 100   | 165   | 11 973    |
| Industria, minería y turismo          | -                  | 1     | 1 108  | 1 211 | 311   | 10 577    |
| Ciencia y tecnología                  | -                  | -     | 14     | 251   | 133   | 1 676     |
| Infraestructura física                | 962                | 1 999 | 1 625  | 1 057 | 872   | 29 243    |
| Energía                               | 305                | 1 040 | 832    | 367   | 437   | 16 415    |
| Transportes y comunicaciones          | 657                | 959   | 793    | 690   | 435   | 12 827    |
| Sectores sociales                     | 2 704              | 2 605 | 3 331  | 4 266 | 1 871 | 31 581    |
| Saneamiento                           | -                  | 129   | 820    | 492   | 145   | 9 015     |
| Desarrollo urbano                     | 580                | 677   | 672    | 233   | 685   | 6 655     |
| Educación                             | 243                | 613   | 294    | 400   | 271   | 4 467     |
| Inversión social                      | 650                | 792   | 1 093  | 2 484 | 618   | 7 427     |
| Salud                                 | <sup>d</sup> 1 124 | 119   | 129    | 475   | 11    | 2 139     |
| Medio ambiente                        | 107                | 255   | 108    | 82    | 142   | 1 493     |
| Microempresas                         | -                  | 20    | 215    | 100   | -     | 386       |
| Otros                                 | 2 520              | 1 255 | 3 863  | 2 602 | 1 914 | 21 557    |
| Reforma y modernización del Estado    | 2 433              | 798   | 3 841  | 2 344 | 1 885 | 17 710    |
| Financiamiento para las exportaciones | 25                 | 25    | 22     | 18    | 17    | 1 546     |
| Preinversión y otros                  | 62                 | 432   | -      | 240   | 12    | 2 302     |
| Total                                 | 6 766              | 6 017 | 10 063 | 9 486 | 5 266 | 106 607   |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Informe anual*, varios años.

<sup>a</sup> Los préstamos reflejan los montos aprobados, que no necesariamente corresponden a los desembolsos realizados en un año dado, pues el monto correspondiente a una operación aprobada puede desembolsarse al año siguiente.

<sup>b</sup> Incluye educación.

<sup>c</sup> Se refiere a la salud pública y ambiental.

<sup>d</sup> Incluye saneamiento.

<sup>e</sup> Incluye turismo.

El costo total de los proyectos para el período 1961-2000 ascendió aproximadamente a 263 mil millones de dólares. El 40% del total corresponde a fondos aportados por el BID, que proporcionó 106 mil millones de dólares (cuadro 7.19), mientras que el resto corresponde a contribuciones de los países latinoamericanos. Sin embargo, esta relación no es la misma para todos los países, puesto que la contribución del BID es mayor en los países pequeños o pobres. En Bahamas, Bolivia, El Salvador, Guyana, Haití, Nicaragua, Paraguay y Suriname, el BID financia entre un 60% y 70% de los proyectos y el resto corresponde a la contribución del país. En Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela, la contribución del BID para los proyectos no ha excedido el 40% del costo total.

En el decenio de 1990, el BID desarrolló instrumentos para apoyar la intermediación de recursos financieros a la región. Como ya se mencionó, su capacidad para apoyar un acceso estable de los países de la

región a los servicios de financiamiento de mediano y largo plazo disponibles en los mercados financieros privados internacionales será sin duda un aspecto importante del papel de los bancos multilaterales en el futuro inmediato.

El apoyo directo del BID en la canalización de recursos hacia inversiones privadas en la región se realiza principalmente a través de la Corporación Interamericana de Inversiones, el Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) y la ventanilla del BID de apoyo al sector privado.

Dentro de la ventanilla del sector privado, se pueden financiar los préstamos con fondos del BID. Esto se conoce como la “modalidad A”. Tales préstamos también pueden financiarse utilizando fondos del BID y otras instituciones financieras bajo sistemas de cofinanciamiento, lo que se conoce como la “modalidad B”.

El BID proporciona dos tipos de garantías a los acreedores privados: i) garantías parciales de riesgos, y ii) garantías parciales de préstamos. Las primeras cubren a un préstamo contra riesgos políticos específicos, como las obligaciones contractuales del Estado y la convertibilidad o transferibilidad monetaria. Las segundas se aplican a una parte del financiamiento de recursos privados y, en la práctica, transforman los préstamos de mediano plazo en operaciones de largo plazo. Las garantías proporcionadas por el BID facilitan -y mejoran la capacidad para financiar- los proyectos de inversión privada en los mercados financieros internacionales. Por ejemplo, en 1997, el proyecto sobre el río Bogotá fue el primero en abordar el tratamiento de aguas de desecho y, gracias a las garantías concedidas por el BID, se financió con recursos del mercado internacional de capitales privados.

Dado que este tipo de operaciones comenzaron a realizarse hace seis años, la ventanilla del sector privado ha cofinanciado proyectos por más de 12,7 mil millones de dólares, con un financiamiento directo por parte del BID de 2,1 mil millones. Ello representa 51 proyectos de inversión en 14 países.

La Corporación Interamericana de Inversiones, pese a ser parte del grupo del BID, es legalmente autónoma con recursos y administración independientes. Establecida en 1989, su misión es apoyar el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en los países de la región, proporcionando lo que podría denominarse “capital semilla”. Desde su creación, la Corporación Interamericana de Inversiones ha canalizado fondos por más de 8 mil millones de dólares en préstamos e inversiones de capital a más de 2.400 empresas del sector productivo y de servicios en América Latina y el Caribe.

El Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) se estableció en 1993 con el objetivo de impulsar el crecimiento del sector privado en América Latina y el Caribe. Su capital inicial fue de 1,3 mil millones de dólares proporcionados por 27 países contribuyentes. Este Fondo opera directamente con socios del sector público y privado. Desde sus inicios, el Fondo ha aprobado 386 proyectos que representan un costo total de 1,2 mil millones de dólares. El Fondo sólo desembolsó el 50% de ese monto de su capital propio. Entre 1997 y 2000, se ha registrado un aumento en los préstamos aprobados, lo que se traduce en un monto anual de 115 a 135 millones de dólares, en comparación con los 60 a 75 millones de dólares anuales del período 1994-1997. La distribución general del financiamiento se canalizó hacia el desarrollo del sector privado, el desarrollo de recursos humanos, el desarrollo de pequeñas y microempresas, y las inversiones y préstamos financiados por el Fondo de Inversiones para la Pequeña Empresa (FIPE).

Cuadro 7.19  
COSTO TOTAL DE LOS PROYECTOS Y CONTRIBUCIÓN DEL BANCO  
INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)  
(En millones de dólares y en porcentajes)

| Países      | 1995                                 |                              |          | 1996                                 |                              |          | 1997                                 |                              |          | 1998                                 |                              |          |
|-------------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|
|             | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% |
| Argentina   | 2 768.9                              | 1 626.2                      | 58.7     | 2 176.0                              | 977.5                        | 44.9     | 2 277.5                              | 1 262.6                      | 55.4     | 9 363.8                              | 3 847.4                      | 41.1     |
| Bahamas     | -                                    | -                            | -        | 97.5                                 | 57.5                         | 59.0     | 0.8                                  | 0.8                          | 100.0    | 20.0                                 | 14.0                         | 70.0     |
| Barbados    | 35.0                                 | 35.0                         | 100.0    | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | 234.1                                | 98.0                         | 41.9     |
| Belice      | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | 4.5                                  | 3.5                          | 77.8     | 32.4                                 | 16.0                         | 49.4     |
| Bolivia     | 242.5                                | 173.3                        | 71.5     | 106.2                                | 85.0                         | 80.0     | 43.3                                 | 27.6                         | 63.7     | 233.8                                | 160.9                        | 68.8     |
| Brasil      | 3 392.5                              | 1 582.0                      | 46.6     | 3 301.0                              | 1 699.8                      | 51.5     | 3 161.0                              | 1 477.0                      | 46.7     | 3 687.6                              | 1 625.5                      | 44.1     |
| Chile       | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        |
| Colombia    | 1 787.1                              | 538.4                        | 30.1     | 482.2                                | 197.5                        | 41.0     | 543.4                                | 226.5                        | 41.7     | 561.3                                | 446.8                        | 79.6     |
| Costa Rica  | 44.5                                 | 29.9                         | 67.2     | -                                    | -                            | -        | 58.9                                 | 40.6                         | 68.9     | 65.8                                 | 16.5                         | 25.1     |
| Ecuador     | 96.5                                 | 54.0                         | 56.0     | 125.0                                | 65.0                         | 52.0     | 342.4                                | 235.1                        | 68.7     | 121.7                                | 106.9                        | 87.8     |
| El Salvador | 239.1                                | 167.3                        | 70.0     | 50.2                                 | 41.9                         | 83.5     | 107.9                                | 104.1                        | 96.5     | 241.2                                | 208.5                        | 86.4     |
| Guatemala   | 410.5                                | 188.5                        | 45.9     | 168.2                                | 146.9                        | 87.3     | 236.5                                | 183.6                        | 77.6     | 227.5                                | 196.0                        | 86.2     |
| Guyana      | 76.8                                 | 76.1                         | 99.1     | 63.9                                 | 62.0                         | 97.0     | 45.6                                 | 41.0                         | 89.9     | 25.3                                 | 20.3                         | 80.2     |
| Haití       | 267.1                                | 181.1                        | 67.8     | 85.7                                 | 82.5                         | 96.3     | 55.0                                 | 50.0                         | 90.9     | 137.9                                | 95.9                         | 69.5     |
| Honduras    | 387.4                                | 231.2                        | 59.7     | 25.3                                 | 22.5                         | 88.9     | 23.6                                 | 20.5                         | 86.9     | 219.5                                | 197.4                        | 89.9     |
| Jamaica     | 68.2                                 | 41.5                         | 60.9     | 109.0                                | 76.4                         | 70.1     | 102.3                                | 43.7                         | 42.7     | 20.0                                 | 15.0                         | 75.0     |
| México      | 4 894.7                              | 1 575.9                      | 32.2     | 2 552.8                              | 1 315.8                      | 51.5     | 349.6                                | 271.0                        | 77.5     | 560.8                                | 310.6                        | 55.4     |
| Nicaragua   | 267.2                                | 118.9                        | 44.5     | 149.0                                | 68.2                         | 45.8     | 104.2                                | 90.0                         | 86.4     | 251.3                                | 202.2                        | 80.5     |
| Panamá      | 216.2                                | 30.2                         | 14.0     | 228.0                                | 188.1                        | 82.5     | 450.5                                | 286.2                        | 63.5     | 481.2                                | 341.7                        | 71.0     |
| Paraguay    | 140.2                                | 79.8                         | 56.9     | 233.3                                | 174.3                        | 74.7     | 115.6                                | 59.4                         | 51.4     | 75.0                                 | 66.2                         | 88.3     |
| Perú        | 327.5                                | 140.0                        | 42.7     | 1 152.3                              | 755.5                        | 65.6     | 326.0                                | 219.2                        | 67.2     | 1 386.5                              | 653.1                        | 47.1     |

(Continúa)

Cuadro 7.19 (conclusión)

| Países               | 1995                                 |                              |          | 1996                                 |                              |          | 1997                                 |                              |          | 1998                                 |                              |          |
|----------------------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|
|                      | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% |
| República Dominicana | 169.8                                | 107.4                        | 63.3     | 4.9                                  | 3.3                          | 67.3     | 118.1                                | 95.0                         | 80.4     | 198.5                                | 172.5                        | 86.9     |
| Suriname             | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | 30.4                                 | 30.3                         | 99.7     |
| Trinidad y Tabago    | 126.1                                | 109.0                        | 86.4     | 495.0                                | 256.0                        | 51.7     | 3.6                                  | 2.1                          | 58.3     | 2.4                                  | 1.8                          | 75.0     |
| Uruguay              | 89.0                                 | 54.0                         | 60.7     | 486.7                                | 384.1                        | 78.9     | 485.3                                | 337.3                        | 69.5     | 336.6                                | 233.4                        | 69.3     |
| Venezuela            | 320.0                                | 164.0                        | 51.3     | 116.5                                | 68.9                         | 59.1     | 96.0                                 | 50.0                         | 52.1     | 1 060.4                              | 911.2                        | 85.9     |
| Regional             | -                                    | -                            | -        | 142.0                                | 37.0                         | 26.1     | 3 150.5                              | 890.5                        | 28.3     | 500.0                                | 75.0                         | 15.0     |
| Total                | 16 366.8                             | 7 303.7                      | 44.6     | 12 350.7                             | 6 765.7                      | 54.8     | 12 202.1                             | 6 017.3                      | 49.3     | 20 075.0                             | 10 063.1                     | 50.1     |

| Países               | 1999                                 |                              |          | 2000                                 |                              |          | 1961-2000                            |                              |          |
|----------------------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|--------------------------------------|------------------------------|----------|
|                      | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% | 1<br>Costo total<br>de los proyectos | 2<br>Contribución<br>del BID | 2/1<br>% |
| Argentina            | 1 336.0                              | 460.9                        | 34.5     | 1 257.7                              | 832.0                        | 66.2     | 38 962.6                             | 15 753.6                     | 40.4     |
| Bahamas              | 33.5                                 | 23.5                         | 70.1     | 30.6                                 | 21.8                         | 71.2     | 489.7                                | 295.2                        | 60.3     |
| Barbados             | -                                    | -                            | -        | -                                    | -                            | -        | 680.9                                | 380.0                        | 55.8     |
| Belize               | 37.0                                 | 24.9                         | 67.3     | 57.1                                 | 40.8                         | 71.5     | 131.1                                | 85.2                         | 65.0     |
| Bolivia              | 199.7                                | 153.1                        | 76.7     | 51.9                                 | 40.6                         | 78.2     | 4 569.7                              | 2 778.0                      | 60.8     |
| Brasil               | 7 027.0                              | 4 789.5                      | 68.2     | 1 548.7                              | 658.2                        | 42.5     | 67 000.8                             | 22 105.5                     | 33.0     |
| Chile                | 508.9                                | 265.0                        | 52.1     | 1 141.5                              | 483.7                        | 42.4     | 11 696.6                             | 4 691.2                      | 40.1     |
| Colombia             | 1 179.1                              | 1 037.6                      | 88.0     | 428.0                                | 293.0                        | 68.5     | 19 585.3                             | 8 024.7                      | 41.0     |
| Costa Rica           | -                                    | -                            | -        | 92.0                                 | 65.0                         | 70.7     | 3 614.3                              | 2 081.5                      | 57.6     |
| Ecuador              | 455.1                                | 259.4                        | 57.0     | 197.2                                | 186.4                        | 94.5     | 6 802.2                              | 3 663.7                      | 53.9     |
| El Salvador          | 0.8                                  | 0.8                          | 100.0    | 7.4                                  | 5.8                          | 78.4     | 3 899.8                              | 2 518.0                      | 64.6     |
| Guatemala            | 53.0                                 | 42.2                         | 79.6     | -                                    | -                            | -        | 3 746.6                              | 2 186.6                      | 58.4     |
| Guyana               | 287.3                                | 236.5                        | 82.3     | 1.0                                  | 0.9                          | 90.0     | 881.3                                | 702.1                        | 79.7     |
| Haití                | 88.9                                 | 84.4                         | 94.9     | -                                    | -                            | -        | 1 055.7                              | 757.4                        | 71.7     |
| Honduras             | -                                    | -                            | -        | 171.0                                | 142.1                        | 83.1     | 3 836.0                              | 2 090.3                      | 54.5     |
| Jamaica              | 92.3                                 | 85.2                         | 92.3     | 221.2                                | 209.7                        | 94.8     | 2 343.6                              | 1 547.1                      | 66.0     |
| México               | 110.0                                | 79.1                         | 71.9     | 3 132.8                              | 1 400.6                      | 44.7     | 39 389.8                             | 13 879.3                     | 35.2     |
| Nicaragua            | 1 766.8                              | 918.6                        | 52.0     | 127.0                                | 113.1                        | 89.1     | 2 767.1                              | 1 663.3                      | 60.1     |
| Panamá               | 137.2                                | 93.9                         | 68.4     | 97.3                                 | 23.6                         | 24.3     | 3 587.5                              | 1 918.2                      | 53.5     |
| Paraguay             | 89.0                                 | 64.7                         | 72.7     | 278.5                                | 174.7                        | 62.7     | 2 528.1                              | 1 713.1                      | 67.8     |
| Perú                 | 89.8                                 | 67.2                         | 74.8     | 482.6                                | 344.8                        | 71.4     | 9 763.4                              | 5 443.0                      | 55.7     |
| República Dominicana | 613.6                                | 518.9                        | 84.6     | 86.0                                 | 74.3                         | 86.4     | 2 929.2                              | 1 982.2                      | 67.7     |
| Suriname             | 0.8                                  | 0.8                          | 100.0    | 12.8                                 | 10.3                         | 80.5     | 73.6                                 | 58.6                         | 79.6     |
| Trinidad y Tabago    | 153.6                                | 107.7                        | 70.1     | 0.4                                  | 0.3                          | 75.0     | 1 551.8                              | 1 016.8                      | 65.5     |
| Uruguay              | 110.8                                | 77.8                         | 70.2     | 70.1                                 | 44.2                         | 63.1     | 3 902.3                              | 2 322.2                      | 59.5     |
| Venezuela            | 200.0                                | 100.0                        | 50.0     | 110.0                                | 60.0                         | 54.5     | 13 158.4                             | 4 078.1                      | 31.0     |
| Regional             | -                                    | -                            | -        | 160.0                                | 40.0                         | 25.0     | 14 435.6                             | 2 871.8                      | 19.9     |
| Total                | 14 570.2                             | 9 491.7                      | 65.1     | 9 762.8                              | 5 265.9                      | 53.9     | 263 383.0                            | 106 606.7                    | 40.5     |

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Informe anual*, varios años.<sup>a</sup> Incluye garantías y excluye la participación del sector privado.

Una característica interesante del Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) es su capacidad de apalancamiento con respecto a los recursos. Ello se vio reflejado en el año 2000, cuando el cofinanciamiento promedio de los proyectos del Fondo representó un 54%.

## **D. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)**

A pesar de no ser un banco multilateral, se incluye en este estudio al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), debido a su importancia en la provisión de financiamiento en varios países de la región. Este Fondo fue creado en 1978 por la Comunidad Andina como el Fondo Andino de Reservas, con el objetivo de apoyar los requisitos financieros de sus países miembros (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela). En 1991, se extendió a otros países latinoamericanos y se transformó así en una organización regional de jure.

Entre los objetivos del Fondo, cabe mencionar los siguientes: apoyar a los países miembros que enfrentan problemas de la balanza de pagos; contribuir a la armonización de las políticas macroeconómicas y cambiarias, y mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales de los países miembros. Para ello, el Fondo provee financiamiento para las exportaciones y los siguientes mecanismos de financiamiento para los bancos centrales de los países miembros: i) líneas de crédito de reserva de apoyo a la balanza de pagos, las que se conceden por un plazo de hasta cuatro años, incluido un año de gracia, y que están sujetas a compromisos relativos al desempeño macroeconómico; ii) créditos para la reestructuración de la deuda externa pública, los que se otorgan sobre la base de acuerdos de cofinanciamiento con otras organizaciones multilaterales, por un plazo de hasta cuatro años, incluido un año de gracia; iii) créditos de liquidez, cuyo objetivo es ayudar a los países a cubrir los requisitos de liquidez de corto plazo con créditos de hasta un año; y iv) el servicio de financiamiento para contingencias, creado en 1998, que respalda los problemas de balanza de pagos de corto plazo de origen externo que no obedecen a ninguna inconsistencia fundamental de la posición de la balanza de pagos básica. El plazo del financiamiento es de seis meses, no renovable.

Entre 1978 y 2000, el Fondo Latinoamericano de Reservas desembolsó un total de 9.382.9 millones de dólares, cuyos principales receptores fueron Ecuador y Perú. Los montos desembolsados se distribuyeron proporcionalmente entre el financiamiento para las exportaciones y el apoyo a los bancos centrales de estos países, principalmente a través de créditos de balanza de pagos y de liquidez (véase el cuadro 7.20).

**Cuadro 7.20**  
**FINANCIAMIENTO PROPORCIONADO POR EL FONDO LATINOAMERICANO DE**  
**RESERVAS A LOS PAÍSES ANDINOS**  
*(Desembolsos en millones de dólares)*

|   | 1978-<br>1990 | 1991  | 1992  | 1993  | 1994    | 1995    | 1996  | 1997  | 1998    | 1999  | 2000 <sup>a</sup> | Total   |
|---|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|-------------------|---------|
| <b>Total de desembolsos por país</b>                                  |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Total   | 3 382.5       | 451.3 | 262.5 | 584.9 | 1 085.2 | 1 217.2 | 445.1 | 359.5 | 1 076.6 | 417.6 | 100.6             | 9 382.9 |
| Bolivia   | 827.3         | 48.3  | 48.6  | 53.8  | 59.9    | 30.7    | 16.0  | 43.4  | 49.1    | 68.9  | 26.8              | 1 272.8 |
| Colombia  | 664.0         | -     | 42.8  | 121.6 | 228.5   | 69.5    | 7.3   | 11.3  | 7.7     | 1.5   | -                 | 1 154.2 |
| Ecuador   | 846.6         | -     | 30.2  | 151.8 | 247.4   | 460.5   | 143.5 | 107.5 | 599.3   | 79.1  | 22.5              | 2 688.3 |
| Perú  | 751.0         | 403.0 | 125.2 | 233.1 | 520     | 645.4   | 278.3 | 197.3 | 361.1   | 207.3 | 38.2              | 3 759.9 |
| Venezuela   | 293.6         | -     | 15.7  | 24.6  | 29.4    | 11.1    | -     | -     | 59.4    | 60.8  | 13.1              | 507.7   |
| <b>Financiamiento del comercio exterior</b>                           |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Subtotal  | -             | -     | 242.7 | 584.9 | 1 085.2 | 983.6   | 411.5 | 359.5 | 582.8   | 417.6 | 100.6             | 4 768.3 |
| Bolivia   | -             | -     | 28.8  | 53.8  | 59.9    | 30.7    | 16.0  | 43.4  | 49.1    | 68.9  | 26.8              | 377.4   |
| Colombia  | -             | -     | 42.8  | 121.6 | 228.5   | 69.5    | 7.3   | 11.3  | 7.7     | 1.5   | -                 | 490.2   |
| Ecuador   | -             | -     | 30.2  | 151.8 | 247.4   | 226.9   | 109.9 | 107.5 | 105.5   | 79.1  | 22.5              | 1 080.7 |
| Perú  | -             | -     | 125.2 | 233.1 | 520     | 645.4   | 278.3 | 197.3 | 361.1   | 207.3 | 38.2              | 2 605.9 |
| Venezuela   | -             | -     | 15.7  | 24.6  | 29.4    | 11.1    | -     | -     | 59.4    | 60.8  | 13.1              | 214.1   |
| <b>Préstamos otorgados a los bancos centrales</b>                     |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Subtotal  | 3 382.5       | 451.3 | 19.8  | -     | -       | 233.6   | 33.6  | -     | 493.8   | -     | -                 | 4 614.6 |
| Bolivia   | 827.3         | 48.3  | 19.8  | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 895.4   |
| Colombia  | 664.0         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 664.0   |
| Ecuador   | 846.6         | -     | -     | -     | -       | 233.6   | 33.6  | -     | 493.8   | -     | -                 | 1 607.6 |
| Perú  | 751.0         | 403.0 | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 1 154.0 |
| Venezuela   | 293.6         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 293.6   |
| <b>Créditos de balanza de pagos</b>                                   |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Subtotal  | 1 326.1       | 403.0 | 0     | 0     | 0       | 0       | 0     | 0     | 411.3   | 0     | 0                 | 2 140.4 |
| Bolivia   | 296.9         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 296.9   |
| Colombia  | 229.0         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 229.0   |
| Ecuador   | 296.7         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | 411.3   | -     | -                 | 708.0   |
| Perú  | 232.5         | 403.0 | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 635.5   |
| Venezuela   | 271.0         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 271.0   |
| <b>Préstamos para la reestructuración de la deuda externa pública</b> |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Ecuador   | -             | -     | -     | -     | -       | 200     | -     | -     | -       | -     | -                 | 200     |
| <b>Financiamiento para contingencias<sup>b</sup></b>                  |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Colombia  | -             | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | 375.0 | -                 | 375.0   |
| <b>Créditos de liquidez</b>   |               |       |       |       |         |         |       |       |         |       |                   |         |
| Subtotal  | 2 056.4       | 48.3  | 19.8  | 0     | 0       | 33.6    | 33.6  | 0     | 82.5    | 0     | 0                 | 2 274.2 |
| Bolivia   | 530.4         | 48.3  | 19.8  | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 598.5   |
| Colombia  | 435.0         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 435.0   |
| Ecuador   | 549.9         | -     | -     | -     | -       | 33.6    | 33.6  | -     | 82.5    | -     | -                 | 699.6   |
| Perú  | 518.5         | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 518.5   |
| Venezuela   | 22.6          | -     | -     | -     | -       | -       | -     | -     | -       | -     | -                 | 22.6    |

Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas, *Informe anual* (www.flar.net).

<sup>a</sup> Hasta abril.

<sup>b</sup> Desde su creación, el Fondo Latinoamericano de Reservas aprobó sólo una operación de financiamiento para contingencias. Este financiamiento se otorgó a Colombia para el año financiero 1999-2000. Sin embargo, dado el cambio favorable experimentado por las condiciones originales para las cuales se solicitó este servicio, éste no se desembolsó, por lo que el monto de 375 millones de dólares no se incluye en el total de desembolsos.

## E. El Banco Mundial

Si bien el Banco Mundial no es una institución diseñada exclusivamente para atender a los países de América Latina, tiene un importante impacto como fuente de financiamiento. De hecho, entre los años 1990-2003, América Latina recibió en promedio el 25,5% del total de préstamos otorgados por el Banco Mundial (véase el cuadro 7.21).

Si bien a nivel sectorial, durante la década de 1990, la mayoría de los préstamos se concentraron en los sectores financiero, social, de transporte, agricultura, educación y administración del sector público, tal como se observa en el cuadro 7.22, los préstamos se han asignado por lo general a una amplia gama de sectores.

Cuadro 7.21  
BANCO MUNDIAL: DISTRIBUCIÓN REGIONAL DE LOS PRÉSTAMOS<sup>a</sup>  
(En porcentajes)

| Regiones                         | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| África                           | 19   | 15   | 18   | 12   | 13   | 10   | 13   | 9    | 10   | 7    | 14   | 20   | 19   | 20   |
| América Latina y el Caribe       | 29   | 23   | 26   | 26   | 23   | 27   | 21   | 24   | 21   | 27   | 27   | 31   | 22   | 31   |
| Asia sudoriental                 | 17   | 16   | 14   | 14   | 11   | 13   | 14   | 11   | 14   | 9    | 14   | 19   | 18   | 16   |
| Asia oriental y el Pacífico      | 18   | 20   | 25   | 24   | 29   | 25   | 25   | 25   | 34   | 34   | 20   | 13   | 9    | 12   |
| Europa y Asia central            | 11   | 17   | 10   | 16   | 18   | 20   | 20   | 26   | 18   | 18   | 20   | 16   | 29   | 13   |
| Oriente Medio y África del Norte | 7    | 9    | 7    | 8    | 6    | 4    | 7    | 5    | 3    | 5    | 6    | 3    | 3    | 6    |
| Total                            | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |

Fuente: Banco Mundial, *Informe anual*, varios años.

<sup>a</sup> Estos montos se relacionan con los préstamos otorgados, que no corresponden necesariamente a los montos desembolsados durante el mismo año de su aprobación.

Cuadro 7.22  
BANCO MUNDIAL: DISTRIBUCIÓN DE PRÉSTAMOS POR SECTOR EN AMÉRICA  
LATINA Y EL CARIBE  
(En millones de dólares y en porcentajes)

|                                    | 1990-2000 |     | 1995    |     | 1996    |     | 1997    |     | 1998    |     | 1999    |     | 2000    |     |
|------------------------------------|-----------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
|                                    | \$US      | %   | \$US    | %   | \$US    | %   | \$US    | %   | \$US    | %   | \$US    | %   | \$US    | %   |
| Agricultura                        | 6 404.4   | 11  | 460.7   | 8   | 412.8   | 9   | 730.6   | 16  | 342.0   | 6   | 520.4   | 7   | 224.2   | 6   |
| Desarrollo del sector privado      | 329.4     | 1   | -       | -   | -       | -   | -       | -   | 248.4   | 4   | 76.2    | 1   | 4.8     | 0   |
| Desarrollo urbano                  | 2 725.3   | 4   | 575.0   | 9   | 20.0    | 0   | 100.0   | 2   | 117.0   | 2   | 102.8   | 1   | 10.8    | 0   |
| Distribución de agua y saneamiento | 2 688.3   | 4   | 221.5   | 4   | 204.0   | 5   | 200.0   | 4   | 190.0   | 3   | 30.0    | 0   | 147.3   | 4   |
| Educación                          | 5 842.1   | 10  | 747.1   | 12  | 493.1   | 11  | 61.5    | 1   | 1 199.9 | 20  | 398.6   | 5   | 77.5    | 2   |
| Energía eléctrica y otros          | 1 946.8   | 3   | 161.5   | 3   | 465.4   | 10  | -       | -   | -       | -   | 30.0    | 0   | 4.8     | 0   |
| Finanzas                           | 7 653.6   | 13  | 1 909.5 | 32  | 11.9    | 0   | 630.2   | 14  | 91.5    | 2   | 826.9   | 11  | 1 311.5 | 32  |
| Administración del sector público  | 5 693.6   | 9   | 596.4   | 10  | 666.4   | 15  | 584.0   | 13  | 728.3   | 12  | 81.0    | 1   | 1 114.2 | 27  |
| Industria                          | 85.5      | 0   | -       | -   | 8.0     | 0   | -       | -   | -       | -   | -       | -   | -       | -   |
| Medio ambiente                     | 1 689.2   | 3   | 83.5    | 1   | 115.0   | 3   | 86.5    | 2   | 323.0   | 5   | 54.3    | 1   | 52.6    | 1   |
| Minería                            | 544.5     | 1   | -       | -   | 41.0    | 1   | -       | -   | 39.5    | 1   | -       | -   | -       | -   |
| Multisectores                      | 5 216.4   | 9   | 328.6   | 5   | 110.9   | 2   | 132.1   | 3   | 5.0     | 0   | 391.4   | 5   | 225.0   | 6   |
| Petróleo y gas                     | 545.4     | 1   | 11.0    | 0   | 10.6    | 0   | -       | -   | 130.0   | 2   | -       | -   | 43.4    | 1   |
| Población, salud y nutrición       | 4 032.6   | 7   | 94.6    | 2   | 1 086.4 | 24  | 136.8   | 3   | 824.0   | 14  | 309.4   | 4   | 157.6   | 4   |
| Política económica                 | 3 153.2   | 5   | -       | -   | -       | -   | -       | -   | 41.0    | 1   | 3 091.3 | 40  | 20.9    | 1   |
| Sector social <sup>b</sup>         | 4 056.7   | 7   | 00.0    | 8   | 262.0   | 6   | 405.0   | 9   | 784.0   | 13  | 1 279.9 | 17  | 640.6   | 16  |
| Telecomunicaciones                 | 56.2      | 0   | -       | -   | -       | -   | -       | -   | 6.0     | 0   | -       | -   | 28.2    | 1   |
| Transportes                        | 8 015.3   | 13  | 371.0   | 6   | 530.0   | 12  | 1 496.0 | 33  | 970.1   | 16  | 544.5   | 7   | -       | -   |
| Total                              | 60 678.5  | 100 | 6 060.4 | 100 | 4 437.5 | 100 | 4 562.7 | 100 | 6 039.7 | 100 | 7 736.7 | 100 | 4 063.4 | 100 |
| Del BIRF <sup>c</sup>              | 57 247.6  | 94  | 5 715.3 | 94  | 4 047.2 | 91  | 4 437.5 | 97  | 5 679.5 | 94  | 7 133.3 | 92  | 3 898.1 | 96  |
| De la AIF <sup>d</sup>             | 3 431.2   | 6   | 345.2   | 6   | 390.3   | 9   | 125.2   | 3   | 360.2   | 6   | 603.6   | 8   | 165.3   | 4   |

Fuente: Banco Mundial, *Informe anual*, varios años.

<sup>a</sup> Debido a los cambios en la metodología de distribución por sector de los préstamos del Banco Mundial en los años noventa, se han estandarizado los datos. Los datos para el período 1990-1992 se basan en el Informe anual de 1994; para el período 1992-1996, en el Informe anual de 1996; para 1997, en el Informe anual de 1997; y para el período 1998-2000, en el Informe anual de 2000. Los préstamos se refieren a los montos aprobados y no a los desembolsos reales durante el año en cuestión.

<sup>b</sup> Desde 1998, se hace alusión al sector social como el sector de protección social.

<sup>c</sup> Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.

<sup>d</sup> Asociación Internacional de Fomento.

## V. Conclusiones

En los años noventa, los países de América Latina y el Caribe tuvieron nuevamente acceso a los mercados financieros internacionales. Ello contrasta con la situación experimentada en los años ochenta, cuando, debido a la crisis de la deuda, los flujos de capital fueron muy escasos.

Dos características definen el renovado acceso de la región a los mercados financieros internacionales. En primer lugar, un cambio significativo en las fuentes de financiamiento, en las que la inversión extranjera directa, el mercado de bonos y los inversionistas institucionales cumplieron un papel más importante. En segundo lugar, este período

estuvo marcado por flujos de capital muy volátiles, en particular, la inversión accionaria.

Desde una perspectiva macroeconómica, las economías de la región han logrado avances importantes en términos de estabilidad de los precios y equilibrios fiscales. Sin embargo, el crecimiento registrado fue mucho menor de lo esperado. El crecimiento del PIB se vinculó estrechamente con el patrón de entradas de capital, como lo demuestran las fuertes fluctuaciones en las tasas de crecimiento. En consecuencia, el crecimiento del PIB anual promedio per cápita para la región en 1991-1999 fue tan sólo de 1.5%.

La exposición de los países de la región a los efectos de la volatilidad del financiamiento externo varía significativamente en función de su grado de acceso a dichos flujos. Los flujos de deuda e inversión de fuentes privadas se han concentrado esencialmente en los países de mayor desarrollo relativo, que recibieron alrededor del 90% del total de flujos de deuda y el 85% del total de flujos de inversión.

Los bancos multilaterales han desempeñado, y se espera que lo sigan haciendo, un papel importante como fuentes de financiamiento para los países de la región. Durante los años noventa, cumplieron una función importante en la provisión de financiamiento externo, en particular, a los países más pobres. Hasta ahora, dichos bancos se han concentrado en el financiamiento de proyectos de inversión en diversos sectores. De hecho, en los últimos años, se ha puesto mucho énfasis en el financiamiento de apoyo al Estado y en las reformas de la administración del sector social.

Una tarea que será crucial en un futuro cercano, y en la que se cree que los bancos multilaterales podrán asumir un papel de liderazgo, consiste en apoyar a los países para que tengan acceso a un financiamiento internacional más estable y de menor costo, y en especial a flujos de mediano y largo plazo. Al respecto, la Corporación Andina de Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial ya han logrado resultados positivos, en particular, a través del desarrollo de instrumentos que permiten a estas instituciones movilizar recursos para el financiamiento de inversiones sujetos a garantías prendarias, garantías, acuerdos de cofinanciamiento, y, en general, cualquier mecanismo que pueda reducir el riesgo país de las economías de la región.

Asimismo, los bancos multilaterales de desarrollo deben desempeñar una función relevante en el contexto de la nueva "arquitectura financiera internacional". Estas instituciones pueden constituir un vínculo muy importante entre los países y los mercados internacionales de capital privado al complementar el trabajo de los bancos nacionales de desarrollo en el financiamiento del desarrollo;

ayudar a formular y aplicar políticas e instrumentos dirigidos a reducir el riesgo sistémico de los mercados financieros internacionales; contribuir (sobre una base complementaria con el FMI y los fondos regionales) en la provisión de financiamiento de emergencia para enfrentar los problemas de balanza de pagos; y apoyar los procesos de coordinación macroeconómica entre los países de la región.

Por último, el Fondo Latinoamericano de Reservas puede contribuir significativamente con los esfuerzos para mejorar el acceso de los países de la región al sistema de financiamiento internacional. Al mismo tiempo, cumple una función importante en la provisión de asistencia a las economías que experimentan dificultades de la balanza de pagos de corto plazo.

## Bibliografía

- Banco Mundial (2001), *World Development Indicators*, Washington, D.C., version en CD-Rom.
- (2001a), *Global Development Finance, 2001*, Washington, D.C., version en CD-Rom.
- (varios años), *Informe anual*, Washington, D.C.
- BDC (Banco de Desarrollo del Caribe) (varios años), *Annual Reports*, Kingston.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (varios años), *Annual Report*, Washington, D.C.
- CAF (Corporación Andina de Fomento) (varios años), *Informe anual*, Caracas.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2001a), *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Santafé de Bogotá, CEPAL/Alfamoega.
- (2001b), *Una década de luces y sombras: América Latina y el Caribe en los años noventa*, Bogotá, D.C.
- (2000), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (LC/G.2123-P)*, Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.138.
- Financial Stability Forum (2000), *Report of the Working Group on Capital Flows*, abril.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (varios años), *Informe anual*.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2001a), *Balance of Payment Statistics*, Washington, D.C., marzo, version en CD-Rom.
- (2001b), *International Financial Statistics*, Washington, D.C., mayo, version en CD-Rom.
- (varios años), “A quarterly report on developments and prospects”, *Emerging Market Financing*, Washington, D.C.
- Frenkel, Roberto (2001), “Notas sobre el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional: aspectos macroeconómicos”, Santiago de Chile, CEPAL, mayo.

- García, Enrique (2000), "El rol de la banca de desarrollo", documento presentado al Seminario sobre la banca de desarrollo, Santiago de Chile.
- Mishkin, Frederic (2001), *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, N° 8087, enero.
- Ocampo, José Antonio (2000), *Developing Countries' Anti-cyclical Policies in a Globalized World*, serie Temas de coyuntura, N° 13 (LC/L.1443-P), Santiago de Chile, CEPAL, noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.G.115.
- Perry, Guillermo y Daniel Lederman (1999), *Financial Vulnerability, Spillover Effects and Contagion: Lesson from the Asian Crises for Latin America*, Washington, D.C., Banco Mundial.



## **Anexo**

Anexo 1  
RESUMEN DE LOS PRINCIPALES PROYECTOS APROBADOS POR EL BANCO  
INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID) ENTRE 1990 Y 2000  
(En millones de dólares)

| Monto aprobado | Proyecto   | País / Año |      |
|----------------|--|------------|------|
|                | Apoyo a los sectores productivos   |            |      |
| 1 200          | Programa de crédito global para las pequeñas y medianas empresas   | Brasil     | 1999 |
| 425            | Apoyo a la reforma del sector comercial  | Perú       | 1991 |
| 400            | Programa de reorganización del sector agrícola y alimentario   | México     | 1996 |
| 400            | Apoyo al desarrollo del turismo en la región noreste   | Brasil     | 1994 |
| 350            | Programa de inversiones sectoriales  | Argentina  | 1992 |
| 300            | Mejoramiento de la eficiencia agrícola   | Venezuela  | 1992 |
| 300            | Programa de crédito para las pequeñas y medianas empresas  | Brasil     | 1995 |
|                | Apoyo y reforma del sector público   |            |      |
| 800            | Programa de fortalecimiento municipal  | México     | 1999 |
| 500            | Programa de desarrollo municipal   | México     | 1994 |
| 500            | Programa de administración fiscal  | Brasil     | 1996 |
| 400            | Programa de apoyo al equilibrio fiscal y la gestión social   | Argentina  | 2000 |
| 400            | Programa de reforma pública  | Venezuela  | 1998 |
| 325            | Fortalecimiento y modernización de la administración y los servicios públicos  | Argentina  | 1991 |
| 300            | Mejoramiento de la eficiencia y gestión de las inversiones regionales  | Chile      | 2000 |
| 300            | Apoyo a las reformas políticas dirigidas a mejorar la eficiencia del sector público y desarrollar el sector privado  | Colombia   | 1990 |
| 300            | Apoyo a la reorganización de las empresas públicas   | Venezuela  | 1990 |
|                | Educación  |            |      |
| 393            | Mejoramiento del acceso a la educación básica de los niños con dificultades sociales   | México     | 1994 |
| 370            | Programa de apoyo laboral para los jóvenes   | Argentina  | 1997 |
| 300            | Financiamiento de inversiones y reformas educacionales   | Argentina  | 1994 |
|                | Infraestructura social y saneamiento   |            |      |
| 2 200          | Programa de protección social y reforma del sector social  | Brasil     | 1999 |
| 505            | Programa de financiamiento de la vivienda para familias de ingreso bajo y medio  | México     | 2000 |
| 500            | Programa de servicios sociales básicos   | México     | 1995 |
| 450            | Programa de reforma del sector social  | Argentina  | 1995 |
| 400            | Descontaminación del río Tietê   | Brasil     | 1992 |
| 350            | Reforma del sistema de seguridad social  | Venezuela  | 1998 |
| 350            | Programa de saneamiento de la Bahía de Guanabara   | Brasil     | 1993 |
| 325            | Apoyo a la ejecución de un proyecto que extenderá los servicios de abastecimiento de agua y mejorará el sistema de alcantarillados en Monterrey                              | México     | 1990 |
| 300            | Financiamiento de proyectos de saneamiento en 30 de los principales centros urbanos  | Brasil     | 1991 |
|                | Multisectorial   |            |      |
| 1 100          | Programa global de financiamiento multisectorial, que apoyará a los sectores productivos, proveedores globales de riquezas y establecimientos privados de educación superior | Brasil     | 1998 |
| 300            | Programa global de crédito multisectorial  | México     | 2000 |

(Continúa)

|                                      |  | Anexo 1 (conclusión) |      |
|--------------------------------------|--|----------------------|------|
| Monto aprobado                       | Proyecto   | País / Año           |      |
| <b>Reforma del sector financiero</b> |  |                      |      |
| 2 500                                | Programa de ajuste estructural y enriquecimiento del sistema bancario                                  | Argentina            | 1998 |
| 750                                  | Apoyo a la privatización de los bancos provinciales  | Argentina            | 1995 |
| 750                                  | Programa de reorganización del sistema financiero  | México               | 1995 |
| 550                                  | Reforma del sector financiero público  | Colombia             | 1999 |
| 400                                  | Participación en la reprogramación de la deuda adquirida con otros donantes importantes                | Argentina            | 1992 |
| 311                                  | Apoyo a la reforma del sector financiero   | Perú                 | 1999 |
| 300                                  | Reforma del sector financiero  | Colombia             | 1999 |
| 300                                  | Incremento de la eficiencia del sector financiero  | Venezuela            | 1990 |
| <b>Energía</b>                       |  |                      |      |
| 500                                  | Proyecto hidroeléctrico de Caruachi  | Venezuela            | 1993 |
| 330                                  | Financiamiento de un programa de inversiones en el sector eléctrico                                    | México               | 1990 |
| 328                                  | Estación de energía hidroeléctrica Porce II  | Colombia             | 1993 |
| 320                                  | Programa de desarrollo de la energía eléctrica   | Costa Rica           | 1993 |
| 300                                  | Reforma de las empresas nacionales de electricidad, orientada a la facilitación de las privatizaciones | Argentina            | 1992 |
| <b>Transportes y comunicaciones</b>  |  |                      |      |
| 450                                  | Apoyo a la extensión y modernización de la carretera São Paulo-Florianópolis                           | Brasil               | 1995 |
| 420                                  | Transporte ferroviario en el área metropolitana de São Paulo   | Brasil               | 1994 |
| 340                                  | Programa de corredores viales  | Argentina            | 1993 |
| 300                                  | Apoyo a un programa de corredores de transporte  | Colombia             | 1992 |
| 300                                  | Mejoramiento de la eficiencia de los sectores del transporte y las telecomunicaciones                  | México               | 1990 |
| 246                                  | Contribución al financiamiento de la extensión, la rehabilitación y el mantenimiento de la red vial    | Chile                | 1990 |

Fuente: Elaborado por el autor, sobre la base de cifras oficiales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

















