

339.43/015
c.2

ECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA



900025869 - BIBLIOTECA CEPAL

89129

La preparación de este documento fue coordinada por José Antonio Ocampo, secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, con la colaboración de Reynaldo Bajraj, secretario ejecutivo adjunto de la Comisión, y Andras Uthoff, coordinador de la Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva. En la redacción de los capítulos participaron Manuel Agosin, Ricardo Ffrench-Davis, Roberto Frenkel, Luis Felipe Jiménez, Manuel Marfán, Barbara Stallings, Rogerio Studart y Daniel Titelman.

En la elaboración y análisis del documento colaboró asimismo un numeroso grupo de funcionarios y expertos, entre otros Alicia Bárcena, Inés Bustillo, Álvaro Calderón, Jéssica Cuadros, Hubert Escaith, Ould El Hadj, Philippe Ferreira, Jan Heirman, André Hofman, Juan Carlos Lerda, Carla Macario, Ricardo Martner, Graciela Moguillansky, Rodrigo Morales, Guillermo Mundt, María Ángela Parra, Pablo Serrano, Verónica Silva, Raquel Szalachman, Varinia Tromben, Helvia Velloso y Vivianne Ventura-Dias.

CRECER CON ESTABILIDAD
El financiamiento del desarrollo en el nuevo
conflicto internacional





COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN
WWW.ECLAC.CL



México, Argentina, Colombia, Chile, Venezuela

Transversal 24 No. 40-44
Bogotá D.C. - Colombia
E-mail: alfomeg@cable.net.co
sciente@alfaomega.com.co
Página Web: <http://www.alfaomega.com.mx>

Primera edición: septiembre de 2001

Copyright © Naciones Unidas 2001

© Naciones Unidas - Cepal en coedición
con Alfomega S.A., 2001

ISBN: 958-682-320-2

© 2001 ALFAOMEGA GRUPO EDITOR, S.A. de C.V.
Pitágoras 1139, Col. Del Valle, 03100 México, D.F.

Diseño de cubierta: Juan Carlos Durán

Edición y diagramación: Alfomega S.A.

Impresión y encuadernación: Quebecor World Bogotá

Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia

PRESENTACIÓN	ix
RESUMEN	xi
Los esfuerzos nacionales	xi
El contexto internacional y regional	xiii
Capítulo 1	
EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO EN LOS AÑOS NOVENTA	1
1. Flujos de capital renovados pero volátiles	2
a) Principales rasgos del financiamiento externo de la región	2
b) La volatilidad de los flujos de capital	10
c) Los desafíos asociados a las nuevas modalidades de integración a los mercados mundiales	15
2. Políticas y desempeño macroeconómicos	19
a) Características del manejo macroeconómico	19
b) La actividad productiva	21
c) El nivel y el financiamiento de la inversión	25
3. Evolución reciente del sector financiero	29
a) Principales características de la evolución financiera reciente	29
b) Inadecuada regulación y supervisión prudencial	32
c) La penetración de la banca internacional	34
d) Los fondos de pensiones	38
e) El acceso al financiamiento por parte de sectores excluidos	39
4. Tres ejes de desarrollo institucional en materia de financiamiento del desarrollo	40
Capítulo 2	
PROMOCIÓN DE LA ESTABILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO	43
1. Flujos de capital y crisis financieras de última generación	45
2. La prevención de las crisis: aspectos internacionales	50

a)	Manejo macroeconómico global	51
b)	Un marco institucional apropiado para la estabilidad financiera	52
c)	Capacidad de respuesta efectiva frente a las crisis	55
3.	Políticas preventivas de los países receptores	56
a)	El manejo prudencial de los auges	56
b)	El régimen cambiario	60
c)	Mecanismos de “autoseguro”	62
4.	El manejo de las crisis	63
a)	El financiamiento de emergencia	63
b)	Reglas multilaterales para la suspensión y renegociación de la deuda externa	67
5.	El eslabón regional	70

Capítulo 3

INSERCIÓN COMERCIAL Y ACCESO AL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES		73
1.	Fortalecer la capacidad exportadora para acelerar el crecimiento y reducir la vulnerabilidad externa	73
a)	Creación de un ambiente promotor de las exportaciones	75
b)	Políticas de apoyo activo a las exportaciones	76
c)	Políticas para enfrentar los riesgos asociados a la variabilidad de los mercados externos	78
d)	Acceso a los mercados externos	79
e)	Las remesas de los emigrantes	81
2.	El financiamiento externo oficial	82
a)	Incertidumbres en relación con la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) y los recursos bilaterales	84
b)	El papel de la banca de desarrollo multilateral, regional y subregional	85
c)	La iniciativa para los países pobres muy endeudados	90
c)	El financiamiento de la agenda de desarrollo sostenible	96
3.	El acceso a los recursos privados internacionales	100
a)	Desarrollo de un entorno financiero atractivo para los inversionistas privados	100
b)	La inversión externa directa: características y lineamientos para potenciar su contribución al desarrollo	101

Capítulo 4

MOVILIZACIÓN DE RECURSOS NACIONALES PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO		109
1.	La complejidad del ahorro	109
2.	Políticas para aumentar el ahorro público y privado	113
a)	La reinversión de utilidades de las empresas	114

b) El ahorro de las familias	116
c) El financiamiento de la inversión pública	120
3. Políticas para desarrollar la intermediación financiera con fines de inversión productiva	125
a) La regulación y supervisión financiera	125
b) Desarrollo del mercado de capitales	130
c) La banca de desarrollo	133
d) La construcción de instituciones como política de desarrollo financiero	138

Anexo 1

FUENTES DE INFORMACIÓN UTILIZADAS PARA MEDIR LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LA REGIÓN	141
BIBLIOGRAFÍA	149

PRESENTACIÓN

En contraste con la “década perdida”, durante los años noventa América Latina y el Caribe se vio beneficiada por un renovado acceso a los mercados internacionales de capitales. Dicho acceso, unido al compromiso con el logro de equilibrios macroeconómicos básicos, se manifestó en una reducción de los déficit fiscales y de la inflación, pero sólo en una recuperación parcial del crecimiento económico. Los ritmos de crecimiento alcanzados han sido insuficientes para fortalecer los mercados de trabajo y disminuir a un ritmo satisfactorio la incidencia de la pobreza.

Esta situación refleja, en primer término, la volatilidad que, con excepción de la inversión extranjera directa y los créditos oficiales, han mostrado las fuentes de financiamiento externo, no sólo como consecuencia de la inestabilidad característica de los mercados financieros, sino también de los serios problemas de gobernabilidad del sistema financiero internacional, que la acentúa. Muestra, asimismo, la marcada vulnerabilidad de los países de la región a dichos ciclos de financiamiento, ocasionados por el énfasis en políticas macroeconómicas de carácter procíclico, y la incapacidad de elevar el ahorro y la inversión a niveles compatibles con mayores ritmos de crecimiento económico. Por último, refleja los inadecuados procesos de desarrollo financiero, y la debilidad de los marcos de regulación y supervisión de los sistemas financieros nacionales, que se han manifestado en una inusitada frecuencia de crisis financieras nacionales.

Para revertir esta situación, la Cepal propone en este documento una estrategia de crecimiento con estabilidad, cimentada en acciones en tres áreas: el fortalecimiento de la capacidad del sistema financiero internacional para prevenir y administrar crisis, y de los países para diseñar, en forma complementaria, políticas macroeconómicas nacionales más preventivas; la aceleración del desarrollo de las exportaciones y el mejoramiento de las modalidades de acceso a los mercados financieros internacionales, y el incremento de los niveles de ahorro nacional y la promoción del desarrollo financiero de los países, a fin de movilizar recursos nacionales hacia la inversión.

La versión original de este documento fue presentada por la Cepal como contribución a los debates de la Consulta Regional de América Latina y el Caribe sobre Financiamiento del Desarrollo, que tuvo lugar en Bogotá, Colombia, en noviembre de

2000. La versión definitiva que ahora se presenta constituye el aporte de la Cepal a la Conferencia Internacional sobre la Financiación del Desarrollo, convocada por las Naciones Unidas y que tendrá lugar en Monterrey, México, en marzo de 2002. Tanto para la organización de la Consulta Regional, como para la elaboración del documento, la Cepal contó con el generoso apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo.

JOSÉ ANTONIO OCAMPO
Secretario ejecutivo, Cepal
Julio de 2001

A lo largo de los años noventa, América Latina y el Caribe obtuvieron un renovado acceso al financiamiento externo, lo que facilitó avances importantes en materia de gestión macroeconómica, reducción de la inflación y recuperación del crecimiento económico. Sin embargo, con contadas excepciones, los países de la región no alcanzaron niveles de ahorro e inversión que permitieran lograr altas tasas de expansión de la producción. El ritmo promedio de crecimiento entre 1990 y 2000, del 3,3% por año, no es sólo inferior al registro alcanzado en las tres décadas anteriores a la crisis de la deuda -5,5% anual-, sino también al 6% que la Cepal ha señalado como necesario para alcanzar metas ambiciosas en materia de desarrollo económico y social, y en especial de reducción de la pobreza.

Los flujos internacionales de capital han mostrado, a su vez, dos características preocupantes. La primera ha sido su fuerte inestabilidad, de la que sólo se exceptúan los flujos de inversión extranjera directa. Ello, unido a políticas nacionales que muchas veces acentúan en vez de atenuar los ciclos del financiamiento externo, ha tendido a reflejarse en una alta correlación entre los flujos de capitales y el ciclo económico de nuestros países. La segunda es la marginación de un grupo importante de países, especialmente los de menor desarrollo relativo, de las corrientes más dinámicas de recursos de origen privado.

LOS ESFUERZOS NACIONALES

Estos hechos crean grandes desafíos, que para ser superados exigen esfuerzos importantes por parte de los países de la región, pero también un contexto internacional favorable para que fructifiquen. Para crecer en torno al 6% por año, es necesario lograr tasas de inversión que superen entre cuatro y seis puntos los niveles promedio de los años noventa. Para evitar elevar excesivamente los niveles de vulnerabilidad externa, el financiamiento de la inversión adicional debe provenir esencialmente de una expansión concomitante del ahorro nacional y estar acompañado de un adecuado desarrollo financiero nacional, que garantice la mejor forma de transferir ese ahorro hacia la inversión productiva.

Este documento destaca el papel decisivo de la reinversión de las utilidades de las empresas privadas y del ahorro público en el esfuerzo por elevar los niveles de ahorro nacional. Señala igualmente que los hogares y las personas pueden contribuir a este objetivo, especialmente a través del ahorro con fines específicos, tal como aquel que se realiza para fines pensionales, de adquisición de vivienda o de educación.

El desarrollo dinámico del sistema financiero y el mercado de capitales exige, por su parte, reglas de juego estables y marcos regulatorios fuertes, que garanticen la estabilidad de los sistemas y la adecuada protección de los ahorradores. En particular, la adopción de estándares internacionales de regulación y supervisión financiera es un desafío que la región ha abordado, pero donde queda mucho por hacer. La promoción de nuevos agentes e instrumentos, que ayuden a crear segmentos inexistentes o complementar aquéllos insuficientemente desarrollados en el mercado financiero y de capitales, es también parte esencial de esta tarea. Entre ellos se encuentran buenos mercados secundarios; fondos de inversión, de capital de riesgo y de garantía; seguros de créditos u otros instrumentos de cobertura de riesgos. Uno de los elementos esenciales para desarrollar estos nuevos mecanismos es una regulación apropiada sobre gobernabilidad financiera, que garantice los derechos de los ahorradores mediante normas sobre transparencia y entrega oportuna de información completa y confiable.

En América Latina y el Caribe, donde aún escasea el financiamiento de largo plazo y el acceso a los recursos financieros es segmentado, la banca pública de desarrollo puede desempeñar un papel importante, canalizando recursos hacia actividades a las cuales el mercado privado ofrece recursos en cantidades o condiciones subóptimas. Entre estas actividades cabe mencionar el financiamiento de la micro y pequeña empresa rural y urbana, de la vivienda social, del desarrollo sostenible, y de los procesos de reconversión productiva e innovación tecnológica. Sin embargo, para que este esfuerzo fructifique, es necesario maximizar la transparencia de los costos fiscales de los subsidios que se asignen a través de la banca de desarrollo y garantizar el pago oportuno de las obligaciones, utilizando preferiblemente a instituciones privadas como agentes de primer piso para la canalización de los recursos correspondientes.

El fortalecimiento de la capacidad exportadora es indispensable para lograr un adecuado nivel de recursos externos y reducir la vulnerabilidad externa. Es necesario, por tanto, avanzar en la creación de un ambiente proexportador, basado en tipos de cambio competitivos, políticas de apoyo activo a las exportaciones y creación de condiciones de competitividad sistémica, mediante una infraestructura de calidad, políticas ambiciosas de desarrollo tecnológico y capacitación laboral y el desarrollo de cadenas productivas dinámicas. Para que este esfuerzo dé resultados satisfactorios, es necesario, como veremos, mejorar las condiciones de acceso a los mercados externos de bienes y servicios.

La elevación de los niveles de inversión y ahorro, el desarrollo financiero y la expansión exportadora deben combinarse a nivel nacional con esfuerzos orientados a reducir la excesiva vulnerabilidad de las economías de la región frente a los ciclos de financiamiento externo. Esto implica, en particular, que los auges de financiamiento deben ser administrados con claros criterios prudenciales, ya que las crisis económicas se gestan durante los períodos de entrada excesiva de capitales, que minan gradualmente los fundamentos macroeconómicos de los países receptores.

Éste y documentos anteriores de la Cepal sugieren para ello una política que combine el uso de fondos de estabilización de ingresos públicos de carácter general; una política monetaria y crediticia preventiva durante los auges; una regulación prudencial de la cuenta de capitales, basada preferiblemente en instrumentos de precios; una fuerte regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, manejada activamente durante los auges para evitar la acumulación de riesgos excesivos, y una “política de pasivos” orientada a mejorar los perfiles temporales de la deuda pública y privada, tanto interna como externa. Por otra parte, aunque se reconoce que no hay un régimen cambiario óptimo para todos los países en todas las circunstancias, se defienden las virtudes de los regímenes de flexibilidad administrada del tipo de cambio, que buscan conciliar las demandas opuestas sobre estabilidad y flexibilidad que enfrentan actualmente los regímenes cambiarios.

EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL

El contexto externo debe proporcionar, por su parte, tres elementos esenciales. En primer lugar, acceso a los mercados para las exportaciones de los países en desarrollo. En segundo término, una nueva arquitectura financiera internacional, que, gracias a una mejor gobernabilidad global, proporcione mayor estabilidad a los flujos de capitales. En tercer lugar, mecanismos que permitan que los países de menor desarrollo relativo tengan también acceso a recursos externos en cantidades y condiciones adecuadas.

Los esfuerzos nacionales en materia de desarrollo exportador tienen como contrapartida necesaria el acceso a los mercados externos. En esta materia, subsisten en los países industrializados altos niveles de protección a productos agrícolas y manufacturas “sensibles” provenientes de los países en desarrollo, así como aplicaciones muchas veces proteccionistas de las normas de contingencia comercial y obstáculos técnicos a nuestras exportaciones. Por su parte, en el caso de los países insulares que han enfrentado una erosión significativa de sus preferencias comerciales, es necesario contar con recursos y apoyo técnico adecuados para modernizar y diversificar su base exportadora.

La enorme inestabilidad que acusa el sistema financiero internacional está asociada a la acentuada asimetría que existe entre el desarrollo dinámico de los mercados financieros mundiales, y la ausencia de una adecuada gobernabilidad macroeconómica

y financiera a nivel mundial. Una mejor gobernabilidad exige una mayor coordinación de las políticas macroeconómicas entre los principales países desarrollados, con miras a garantizar una mayor estabilidad macroeconómica global; exige asimismo, por parte de todos los países, la aceptación de mecanismos de supervisión de las políticas macroeconómicas con claros criterios prudenciales. La estabilidad financiera internacional requiere también un marco institucional apropiado de carácter global, que incluya estándares mínimos de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros y de suministro de la información que necesitan los mercados financieros para funcionar en forma adecuada. Requiere, por último, instituciones apropiadas para manejar las crisis.

Estas últimas son de dos tipos. En primer término, es necesario aumentar la capacidad de proporcionar financiamiento excepcional durante los períodos de crisis y desarrollar mecanismos adecuados para suministrar liquidez a países con fuertes fundamentos macroeconómicos que enfrenten problemas de contagio. Uno y otro objetivo sólo se lograrán si el Fondo Monetario Internacional puede contar con recursos propios, provenientes de emisiones transitorias de derechos especiales de giro. Más aún, el uso activo de tales derechos en el sistema financiero internacional es un objetivo en sí mismo, largamente defendido por los países en desarrollo, que conviene reiterar una vez más. Para evitar los llamados problemas de “riesgo moral”, es necesario, sin embargo, que estos mecanismos de financiamiento excepcional vayan atados al desarrollo de instrumentos que permitan involucrar a los agentes privados en la solución de las crisis. Manteniendo el principio de la negociación voluntaria entre acreedores y deudores, es necesario diseñar reglas internacionales que garanticen la participación de todas las partes en este tipo de negociaciones y evitar que ellas se prolonguen excesivamente, desarrollando mecanismos apropiados de arbitraje multilateral.

En cualquier caso, es importante resaltar que los esquemas orientados a garantizar la participación de los acreedores en la solución de las crisis deben ser vistos como un complemento y no como un sustituto del financiamiento excepcional, especialmente cuando el origen de las dificultades que enfrentan los países es estrictamente temporal (de iliquidez) y está asociado a problemas de contagio. De hecho, una combinación subóptima entre los dos mecanismos, que exija en todas las condiciones refinanciar las deudas como condición de acceso al financiamiento de emergencia, puede acentuar las crisis, en lugar de resolverlas, y en el largo plazo canalizar un monto insuficiente de fondos a los países en desarrollo.

El acceso a recursos implica el desarrollo de mecanismos que permitan a todos los países beneficiarse de la inversión extranjera directa y de los flujos privados de crédito. La primera se encuentra en general bien distribuida en la región, aunque su articulación con las economías nacionales debe ser objeto de atención prioritaria en el futuro. Los segundos están mucho más concentrados y deben desarrollarse, por tanto, esque-

mas de garantías o cofinanciación de los bancos multilaterales de desarrollo, con miras a facilitar el acceso al mercado de los países que no se han beneficiado de dichos flujos. Este tipo de apoyos ya ha comenzado a existir en nuevas áreas de inversión privada, especialmente en infraestructura.

Los bancos multilaterales han realizado un aporte importante al financiamiento de la región, que seguirá siendo decisivo en el futuro. Cumplen, en primer lugar, un papel esencial en la movilización de recursos hacia los países de menor desarrollo relativo. Su cartera de préstamos a todos los países de la región es diversificada, y refleja la prioridad otorgada por estas entidades a proyectos de desarrollo social, desarrollo sostenible, apoyo a las reformas del Estado y a la canalización de recursos hacia la micro y pequeña empresa, entre otras actividades de alta prioridad social. Sus condiciones, tanto en términos de costo como de plazo, son, además, más favorables a las del financiamiento privado, aún en el caso de países de mayores ingresos relativos de la región, lo que indica que los mercados privados tienden a sobreestimar el riesgo, sobre todo (pero no únicamente) durante los períodos de crisis. Proporcionan, por último, financiamiento en forma contracíclica, mitigando así los choques externos. En particular, constituyen la única fuente de financiamiento de largo plazo disponible durante las crisis. Este apoyo ha sido esencial, aun para los países de mayores ingresos relativos, y ha desempeñado un papel crucial en la renovación de la confianza en los países afectados.

La asistencia oficial para el desarrollo sigue teniendo, por su parte, un papel esencial en el financiamiento de los países menos desarrollados. El cumplimiento de la meta del 0,7% del producto interno bruto de los países industrializados, acordada en el seno de las Naciones Unidas, así como el uso más transparente y eficiente de estos recursos, deben ser las prioridades en el futuro. Estos recursos deben complementarse, además, con fondos destinados a garantizar una oferta adecuada de bienes públicos globales o con importantes externalidades, tales como la paz, el desarrollo sostenible y la lucha contra el problema mundial de la droga. Por su parte, la aplicación de la Iniciativa para los países pobres muy endeudados, de la cual son beneficiarios potenciales cuatro países de la región, debe agilizarse, garantizando, además, recursos adecuados para su financiamiento. Esto es necesario para evitar que dicho financiamiento recaiga excesivamente sobre otros países en desarrollo, tanto en forma directa como a través de mayores márgenes de intermediación y de menor disponibilidad de recursos para cooperación técnica por parte de los bancos multilaterales.

La construcción de este edificio global debe tener en cuenta tres elementos esenciales. El primero es una participación adecuada de los países en desarrollo en las instituciones correspondientes. El segundo es el mantenimiento de la autonomía de los países para adoptar las políticas que consideren apropiadas para su desarrollo. En tercer lugar, la normatividad internacional debe tener en cuenta la capacidad de absorción de los distintos países, dado su nivel de desarrollo institucional.

Es necesario destacar, finalmente, que en la interacción positiva entre los esfuerzos nacionales y un contexto internacional adecuado, las instituciones regionales desempeñan un papel decisivo. Estas instituciones abarcan los acuerdos de integración comercial, claves en la diversificación de la base exportadora de nuestros países; la nutrida red de bancos de desarrollo, conformada por el Banco Interamericano de Desarrollo y los bancos de desarrollo subregionales, que constituyen la principal fuente de financiamiento multilateral en nuestra región; el Fondo Latinoamericano de Reservas, institución casi única en el mundo en desarrollo, que ha cumplido una tarea destacada en la Comunidad Andina en las últimas décadas y ha iniciado un proceso de ampliación de su composición y, finalmente, los nuevos mecanismos de coordinación de las políticas macroeconómicas que se han comenzado a desarrollar en el marco de diferentes procesos de integración. La región debe apostar a la consolidación de todos estos procesos e instituciones y a la profundización en general de la cooperación regional. Las instituciones regionales sólidas no son antagónicas a la globalización. Por el contrario, son una contribución al desarrollo de un edificio global mucho más sólido y equilibrado.

Capítulo 1

EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO EN LOS AÑOS NOVENTA

En el último cuarto del siglo XX, la situación macroeconómica de los países latinoamericanos y caribeños estuvo vinculada en gran medida a las fluctuaciones de los flujos de capital hacia la región. En la segunda mitad de la década de los setenta y a comienzos de los años ochenta, América Latina y el Caribe recibieron un volumen masivo de créditos externos. A partir de 1982, este proceso se interrumpió bruscamente, dando paso a una fase de escasez severa y generalizada de financiamiento externo. Entre 1991 y 1994 se produjo una nueva oleada de capitales, seguida a fines de 1994 y principios de 1995, de otra fuerte contracción, que afectó en particular a México y Argentina. A esta crisis le siguió un nuevo período de abundancia de capitales en 1996 y 1997. A partir de la crisis asiática que se desencadenó en el segundo semestre de 1997 y la posterior crisis rusa de agosto de 1998, los mercados de capitales relevantes para la región se mantuvieron volátiles. Esta inestabilidad, unida a la estabilización de la inversión extranjera directa a niveles altos pero inferiores a los alcanzados hasta 1999, a la fuerte desaceleración reciente de las economías estadounidense y mundial, y a los bajos precios reales de varios productos de exportación de la región, plantean interrogantes acerca de la viabilidad de volver a atraer flujos en las magnitudes que se necesitan para asegurar el crecimiento dinámico de las principales economías de la región.

En todas estas ocasiones, los procesos expansivos y las posteriores contracciones tuvieron origen principalmente en los mercados internacionales. El acceso al financiamiento externo y una mejor gestión macroeconómica permitieron acelerar el crecimiento y reducir significativamente la tasa de inflación. Sin embargo, la inversión sólo se recuperó en forma parcial y la tasa de ahorro nacional se mantuvo virtualmente invariable. Ello se tradujo en un ritmo de crecimiento sustancialmente inferior al registrado con anterioridad a la crisis de la deuda y en una considerable dependencia de la inversión y del crecimiento económico de los vaivenes de los flujos externos de capital.

La dependencia del financiamiento internacional ha variado en gran medida de acuerdo con el nivel de desarrollo de los países. En particular, mientras la inversión extranjera directa ha beneficiado a un grupo amplio de países, los flujos de endeudamiento y de cartera más volátiles han tendido a concentrarse en los de mayor desarrollo relativo. A su vez, aunque la asistencia oficial para el desarrollo ha tenido una

importancia reducida en el conjunto de la región, ha sido una fuente importante de financiamiento para los países de menor desarrollo relativo, que también han mostrado una gran dependencia de las remesas de los emigrantes.

En este capítulo se resume la evolución del financiamiento externo, las principales características de la política macroeconómica de la región en la última década, los aspectos más importantes de la evolución del sector financiero, y sus efectos sobre la dinámica del crecimiento, el ahorro y la inversión. A partir de estas consideraciones, se esbozan los mayores desafíos pendientes en materia de financiamiento del desarrollo, que se abordan en detalle en el resto del documento.

1. FLUJOS DE CAPITAL RENOVADOS PERO VOLÁTILES

a) Principales rasgos del financiamiento externo de la región

A partir de la estructura de la balanza de pagos de los diferentes países y de la información sobre flujos internacionales de capitales¹ es posible distinguir dos rasgos característicos del financiamiento externo en la región en los años noventa. Por una parte, como reflejo de la creciente importancia de las migraciones laborales internacionales, las remesas surgieron como un ingreso corriente de importancia en algunos países pequeños –cercano al valor de las exportaciones en algunos de ellos–, lo cual les ha permitido aliviar los requerimientos de financiamiento externo. Por otra, han surgido nuevas fuentes de financiamiento externo, en su mayoría de origen privado, a las que han tenido acceso sobre todo los países más grandes. La elevada volatilidad de algunos de esos flujos ha creado nuevos desafíos para el manejo de las políticas macroeconómicas y de los mercados financieros nacionales.

i) Necesidades de financiamiento

En el conjunto de la región, las exportaciones de bienes y servicios cubrieron un 91% de las importaciones en los años noventa y el requerimiento financiero neto, representado por el saldo en cuenta corriente, ascendió a un 13% de las compras externas. Dentro de estos promedios, se aprecian, sin embargo, diferencias importantes entre los países según su nivel de desarrollo (cuadro 1.1)². Así, los países de mayor ingreso relativo generaron, mediante sus exportaciones de bienes y servicios, una proporción de las divisas requeridas para cubrir las compras externas que en promedio superó el

1. En el Anexo 1 se analizan las características y diferencias entre las fuentes de información utilizadas.
2. Para fines del análisis, los países se han clasificado en tres grupos según el PIB por habitante. El Grupo A comprende los países que en 1998 tenían un PIB *per cápita* inferior a 2.000 dólares, estimado a la tasa de cambio de mercado, e incluye a Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras,

100% durante la década pasada. En cambio, en los países de menor ingreso relativo esa proporción alcanzó sólo al 76%.

En el cuadro 1.1 se destaca igualmente la elevada y creciente participación de las transferencias corrientes netas (principalmente remesas de familiares en el extranjero) en el financiamiento de las compras externas del grupo de países de menor desarrollo relativo. El total de remesas enviadas por los emigrantes ha alcanzado un volumen significativo en los países con una alta migración laboral hacia los más desarrollados, especialmente hacia Estados Unidos. Según cálculos conservadores, en 1999 los migrantes de Centroamérica, la República Dominicana y México enviaron alrededor de 10.500 millones de dólares en remesas. A México corresponden alrededor de 6.000 millones; a Centroamérica (en rigor El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua) entre 2.500 y 3.000 millones, y más de 1.500 a República Dominicana. Por su parte, los países caribeños que son perceptores netos de remesas, con la excepción de Haití y República Dominicana, recibieron 1.000 millones de dólares en 1998, equivalentes al 7,4% del PIB (Cepal, 2000a; Torres, 2000; Samuel, 2000).

Como se observa en el cuadro 1.1, la importancia relativa de las transferencias corrientes netas (incluidas las remesas) varía en relación inversa al tamaño de las economías. Aunque México es uno de los mayores receptores de remesas en el mundo, la importancia de éstas en relación con el PIB es pequeña (1,5%). En cambio, la importancia de las remesas para la vida económica y social en El Salvador es más que evidente, puesto que representaron entre el 15% y el 20% del PIB y entre el 50% y el 100% de sus exportaciones de bienes a lo largo de los años noventa. Una situación parecida se da en República Dominicana, país con emigrantes no sólo en Estados Unidos sino también en España y otros países europeos. En las economías más dependientes de las remesas, la fuerte inyección de recursos externos de este tipo influye sobre las variables macroeconómicas, en particular el tipo de cambio y la tasa de interés.

Medidos como déficit en cuenta corriente, los requerimientos de financiamiento externo (como porcentaje del PIB de cada país) fueron en promedio mayores, aunque decrecientes, en los países de menores ingresos (véanse el gráfico 1.1.A y el cuadro 1.2). Por su parte, las necesidades de financiamiento de los países de mayor renta por habitante dependen menos de los déficit comerciales y más del servicio del capital, a los cuales deben agregarse, en términos de requerimientos brutos, las amortizaciones de la deuda.

Nicaragua, Paraguay y República Dominicana. El Grupo B comprende a los países que en 1997 tenían un PIB por habitante de 2.000 a 4.000 dólares y está integrado por Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú. El Grupo C comprende a los países que en ese mismo año tenían un PIB *per cápita* superior a 4.000 dólares, e incluye a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. En términos de población, tanto el grupo A como el B representan el 15% de la población regional y el tercero el 70%, en tanto que su participación en el PIB en 1998 era del 4,8%, el 9,5% y el 85,6%, respectivamente.

Cuadro 1.1
ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO DE LAS IMPORTACIONES^a
 (Promedio simple del porcentaje de las importaciones de bienes y servicios)

Grupos de países ^b	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Grupo A										
Exportaciones de bienes y servicios	84,1	77,3	71,9	73,0	76,3	76,8	78,3	76,4	70,9	76,0
Renta neta de empleados	-0,4	0,0	0,1	-0,7	0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,4
Renta neta del capital	-18,5	-17,8	-17,5	-15,2	-13,6	-12,1	-10,6	-8,5	-7,3	-9,9
Transferencias corrientes netas	14,9	16,5	16,8	16,9	17,9	18,8	18,6	17,9	20,8	23,6
Requerimiento financiero externo	19,8	24,0	28,7	26,0	19,2	16,8	13,8	14,2	15,6	9,7
Grupo B										
Exportaciones de bienes y servicios	96,1	98,5	97,4	84,5	86,9	83,7	84,6	86,2	84,4	98,3
Renta neta de empleados	1,0	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1
Renta neta del capital	-20,8	-17,3	-15,0	-11,6	-10,0	-10,0	-8,9	-8,9	-9,1	-16,9
Transferencias corrientes netas	8,9	10,8	10,6	8,0	8,0	6,8	7,1	5,8	5,7	4,4
Requerimiento financiero externo	14,7	7,5	6,4	18,7	14,7	19,0	16,9	13,8	15,6	9,4
Grupo C										
Exportaciones de bienes y servicios	141,9	112,9	107,0	101,1	106,5	107,3	110,1	97,0	88,5	101,4
Renta neta de empleados	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Renta neta del capital	-25,4	-19,2	-15,3	-14,7	-15,2	-13,5	-13,5	-11,9	-12,5	-14,6
Transferencias corrientes netas	3,6	2,9	3,0	2,0	2,3	2,5	2,3	1,9	1,5	2,1
Requerimiento financiero externo	-20,4	3,1	5,1	11,3	6,2	3,6	1,0	12,8	22,4	11,0
América Latina^c										
Exportaciones de bienes y servicios	107,3	96,0	92,3	86,3	90,1	89,3	91,0	86,6	81,3	92,2
Renta neta de empleados	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1
Renta neta del capital	-21,8	-18,6	-16,3	-14,2	-13,3	-12,1	-11,2	-9,9	-9,8	-13,3
Transferencias corrientes netas	9,3	10,2	10,3	9,2	9,6	9,5	9,4	8,7	9,6	10,3
Requerimiento financiero externo	5,0	12,1	13,5	18,8	13,3	13,3	10,7	13,6	17,7	9,5

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de Cepal.

a La estructura de financiamiento de las importaciones se calculó a partir de la identidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Invertiendo esa ecuación se obtiene el siguiente resultado: importaciones de bienes y servicios = exportaciones de bienes y servicios + renta neta de empleados + renta neta del capital + transferencias corrientes netas - saldo en cuenta corriente. Este último representa el requerimiento financiero externo que debe ser cubierto mediante el flujo neto de recursos de capital y la variación de reservas.

b Grupo A: comprende los países que en 1998 tenían un *per cápita* inferior a 2.000 dólares, estimado a la tasa de cambio de mercado, e incluye a Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana. Grupo B: comprende a los países que en 1997 tenían un *per cápita* de 2.000 a 4.000 dólares y está integrado por Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú. Grupo C: comprende a los países que en ese mismo año tenían un *per cápita* superior a 4.000 dólares, e incluye a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

c Promedio simple.

Cuadro 1.2
ESTRUCTURA DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE^a
 (Promedio simple del porcentaje del producto interno bruto de cada país)

Grupos de países ^b	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Grupo A										
Déficit comercial	-5,4	-6,9	-11,5	-10,7	-9,4	-10,0	-7,9	-8,9	-11,0	-11,1
Renta neta de empleados	-0,0	0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4
Renta neta del capital	-5,5	-5,3	-8,2	-7,0	-6,9	-6,3	-4,0	-3,5	-3,0	-3,5
Transferencias corrientes netas	3,7	4,1	5,9	6,5	6,1	7,6	5,9	5,9	7,3	8,3
Requerimiento financiero externo	-7,4	-8,1	-13,7	-11,5	-10,1	-8,8	-5,9	-6,4	-6,7	-6,3
Grupo B										
Déficit comercial	-3,3	-3,4	-3,7	-6,8	-4,3	-6,1	-6,8	-3,9	-4,7	-0,7
Renta neta de empleados	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1
Renta neta del capital	-6,4	-5,9	-5,1	-4,0	-3,7	-4,2	-3,6	-2,8	-3,1	-3,9
Transferencias corrientes netas	3,5	3,7	4,2	3,7	3,8	3,6	3,7	2,3	2,2	0,8
Requerimiento financiero externo	-5,8	-5,1	-4,1	-6,7	-3,9	-6,4	-5,9	-4,2	-5,4	-3,8
Grupo C										
Déficit comercial	5,8	1,9	-0,7	-1,3	0,1	1,2	2,0	0,0	-2,1	0,3
Renta neta de empleados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renta neta del capital	-3,3	-2,7	-2,5	-2,4	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	-2,3	-2,4
Transferencias corrientes netas	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5
Requerimiento financiero externo	2,9	-0,4	-2,7	-3,3	-2,1	-0,9	0,0	-2,0	-3,9	-1,6
América Latina^c										
Déficit comercial	-1,2	-2,8	-5,2	-6,3	-4,6	-5,0	-4,2	-4,3	-5,9	-3,9
Renta neta de empleados	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Renta neta del capital	-5,1	-4,7	-5,3	-4,5	-4,4	-4,4	-3,3	-2,9	-2,8	-3,3
Transferencias corrientes netas	2,5	2,7	3,5	3,5	3,4	3,9	3,4	2,9	3,3	3,2
Requerimiento financiero externo	-3,4	-4,5	-6,3	-7,2	-5,4	-5,4	-3,9	-4,2	-5,3	-3,9

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de Cepal.

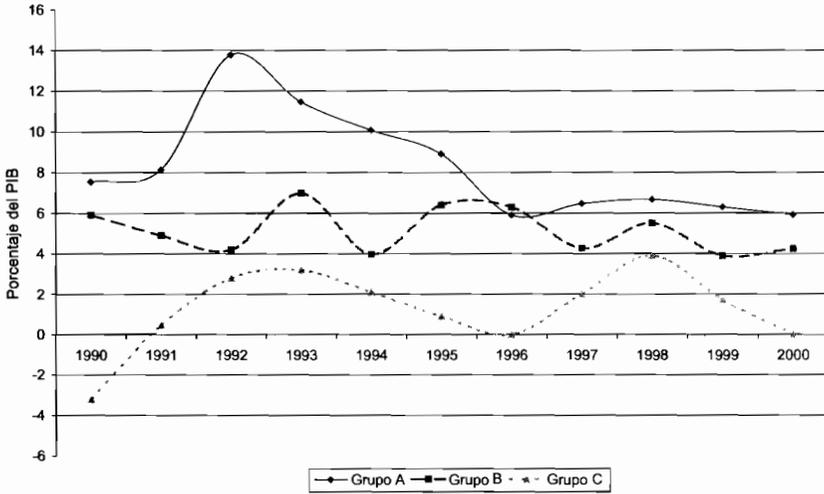
a La estructura de requerimientos de financiamiento se calculó a partir de las relaciones de identidad contable de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

b Grupo A: véase clasificación en cuadro 1.1.

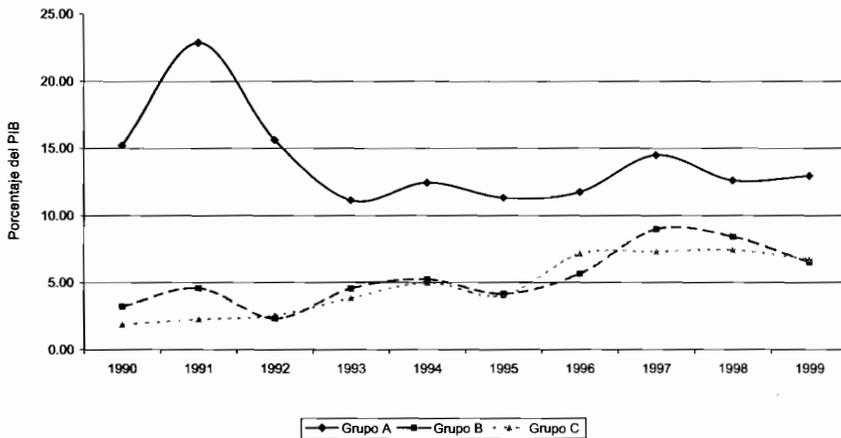
c Promedio simple.

Gráfico 1.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CUENTA CORRIENTE Y FLUJO
DE RECURSOS DE LARGO PLAZO
 (Promedios simples de los porcentajes de cada país)

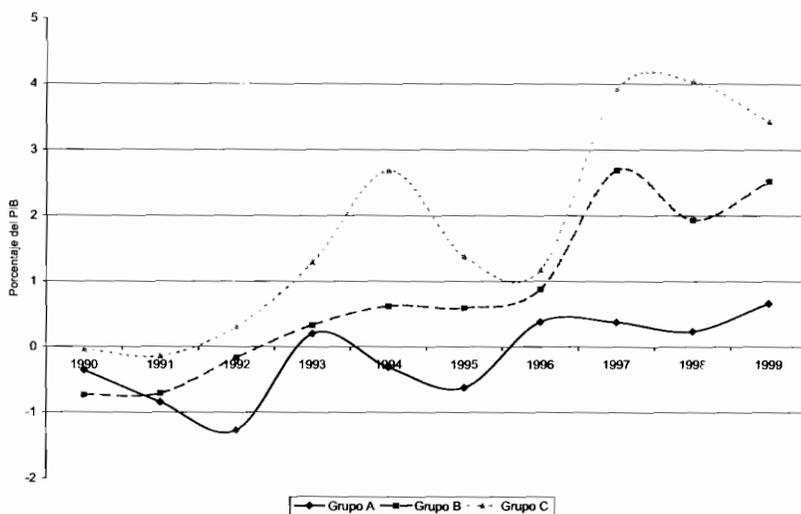
A. Déficit en cuenta corriente, por grupos de países



B. Flujo neto de recursos de largo plazo por grupos de países



C. Flujo neto de deuda de largo plazo proveniente de acreedores privados



Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., mayo de 2000; Cepal, *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1995* (LC/G.2061-P), Santiago de Chile, 2000. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.4.

Las diferencias entre distintos grupos de países también son evidentes en el financiamiento de largo plazo efectivamente recibido (véanse el gráfico 1.1.B y el cuadro 1.3). En los países de menor desarrollo relativo, dichos flujos se estabilizaron entre el 11% y el 13% del PIB desde 1993, un nivel inferior al observado a inicios de la década. En el caso de los países de desarrollo relativo intermedio, y en el de los países de mayor ingreso relativo se observó un incremento notorio de estos flujos, de poco menos del 3% del PIB en 1990 a entre 6% y 9% del PIB en 1996-1999.

ii) Composición del financiamiento externo de largo plazo

La composición del financiamiento de largo plazo ha sido igualmente variada en los distintos grupos de países. Los datos del Banco Mundial consideran las donaciones como parte del financiamiento de largo plazo. Su importancia como fuente de recursos disminuye a medida que aumenta el nivel de desarrollo de los países. En el caso de los países de menor producto relativo, llegaron a representar, en promedio, un aporte del 6,8% del PIB durante los años noventa. Cabe destacar, sin embargo, que el

aporte de estos flujos ha sido decreciente³, lo que responde a la menor afluencia de asistencia oficial para el desarrollo a nivel mundial, que hoy sólo alcanza a una tercera parte del compromiso del 0,7% del PIB de los países industrializados acordado en el marco de las Naciones Unidas.

En relación con las otras fuentes de financiamiento de largo plazo, el cuadro 1.3 muestra la pronunciada reducción de los recursos netos de deuda como aporte al financiamiento de los países de menor ingreso relativo y, por el contrario, su aumento en el caso de los países de mayores ingresos. Al mismo tiempo se verificó un importante cambio en la composición de estos flujos, en el que sobresale la creciente participación de los recursos de deuda proveniente de acreedores privados (emisiones de bonos, crédito bancario privado y deuda privada con garantía pública), especialmente en el caso de los países de ingreso relativo más alto (véase el gráfico 1.1.C). El grupo de países más pobres presenta un muy bajo acceso a estos recursos, y de hecho registra flujos netos negativos en varios años. En torno a 1998, el 93% del acervo de deuda de la región con acreedores privados estaba concentrado en seis países (véase el cuadro 1.4). En cambio, los países con menor ingreso muestran una mayor dependencia de fuentes de crédito multilaterales.

Por su parte, la inversión externa directa (IED) se transformó durante la década en la principal fuente de financiamiento de la región. Durante la década de 1990, los flujos de IED experimentaron un crecimiento notable a nivel mundial, pasando de un promedio anual de 243.000 millones de dólares entre 1990 y 1996 a cerca de 830.000 millones en 1999. Los países en desarrollo incrementaron su participación en dichos flujos. No obstante, a finales de los años noventa, el mayor riesgo asociado a las inversiones en mercados emergentes y, por el contrario, la fortaleza de la economía de los Estados Unidos y la entrada en vigencia de la moneda única en Europa aumentaron la concentración de los flujos de IED en los países industrializados (Botchwey, 2000; Cepal, 2000b). América Latina y el Caribe fueron, sin embargo, una excepción a esta tendencia reciente, puesto que registraron cada año un nuevo récord histórico de influjo de IED, que pasó de 29.600 millones de dólares a más de 86.000 millones entre 1995 y 1999, lo que representa el 50% del total de IED en países en desarrollo (Banco Mundial, 2000). La IED exhibe una tendencia creciente en los tres grupos de países de la región, pero sobre todo en los de menor y mayor ingreso por habitante, pero su mayor peso relativo se ha manifestado, desde comienzos de la década, en los países de ingreso medio. En cualquier caso, conviene destacar que sólo cuatro países (Argentina, Brasil, Chile y México), concentraron el 72% del total del flujo de IED.

3. Si los flujos de donaciones son deflactados por el IPM de Estados Unidos, se observa una reducción real del 16% entre 1995 y 1998.

Cuadro 1.3
APORTE DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LARGO PLAZO
POR GRUPOS DE PAÍSES
 (Porcentaje del PIB)

Grupo de países ^a (promedios simples)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Flujos netos totales de largo plazo										
Grupo A	15,21	22,86	15,63	11,15	12,44	11,33	11,75	14,48	12,62	12,95
Grupo B	3,21	4,58	2,33	4,56	5,24	4,16	5,67	8,98	8,42	6,51
Grupo C	1,89	2,26	2,55	3,85	4,99	4,04	7,14	7,30	7,43	6,74
I. Flujo neto deuda de largo plazo										
Grupo A	8,23	3,59	2,67	2,68	2,52	1,72	2,58	4,63	2,00	3,19
Grupo B	-0,39	0,26	-1,42	-0,08	-0,34	-0,03	-0,29	2,29	1,94	2,48
Grupo C	0,54	0,27	0,63	0,61	1,26	1,17	1,78	1,03	3,01	0,91
II. Inversión externa directa										
Grupo A	0,78	0,91	6,69	3,28	3,74	3,47	3,28	4,46	5,87	6,32
Grupo B	2,01	1,94	2,39	2,18	4,05	2,98	4,50	6,14	5,98	3,69
Grupo C	1,08	1,66	1,47	1,98	3,09	2,56	3,15	5,28	4,30	5,71
III. Inversión accionaria										
Grupo A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00
Grupo B	0,00	0,00	0,28	0,79	0,85	0,71	1,09	0,27	0,07	0,12
Grupo C	0,17	0,26	0,40	1,04	0,57	0,25	2,15	0,93	0,06	0,09
IV. Donaciones										
Grupo A	6,20	18,36	6,26	5,19	6,18	6,14	5,89	5,40	4,71	3,44
Grupo B	1,59	2,38	1,07	1,66	0,68	0,50	0,37	0,29	0,44	0,22
Grupo C	0,10	0,07	0,05	0,21	0,07	0,06	0,05	0,05	0,06	0,02

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 2001*, Washington, D.C., 2001.
 a Grupo de países: véase clasificación en cuadro 1.1.

Cuadro 1.4
ACERVO DE DEUDA CON ACREEDORES PRIVADOS, 1999

	Bonos		Bancos comerciales		Otros		Total acreedores privados	
	Millones de dólares	%	Millones de dólares	%	Millones de dólares	%	Millones de dólares	%
Argentina	74.918	27,8	15.894	7,3	71	0,8	90.883	18,4
Brasil	69.602	25,9	102.885	47,4	1.632	19,1	174.118	35,2
Colombia	8.251	3,1	13.724	6,3	908	10,6	22.883	4,6
Chile	5.320	2,0	24.785	11,4	69	0,8	30.174	6,1
México	69.767	25,9	43.624	20,1	3.250	38,0	116.641	23,6
Venezuela	21.278	7,9	5.472	2,5	1.325	15,5	28.074	5,7
Subtotal	249.137	92,6	206.382	95,0	7.254	84,8	462.773	93,5
América Latina y el Caribe	269.155	100	217.152	100	8.559	100	494.867	100

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 2001*, Washington, D.C., 2001.

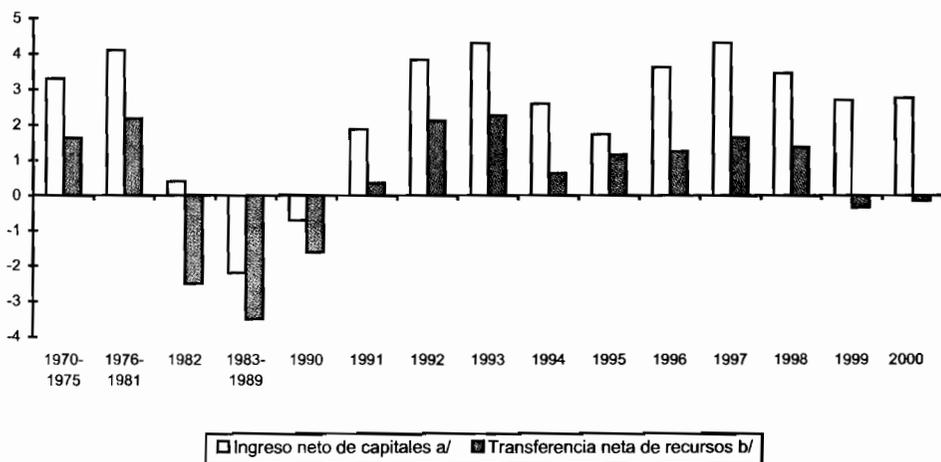
El tercer componente del financiamiento externo de largo plazo, la inversión accionaria, se caracteriza por una contribución al financiamiento de la región relativamente baja, que sólo presenta cierta importancia en los países de mayor ingreso relativo y que alcanzó su punto más alto, de 2,2% del PIB, en 1996⁴.

b) La volatilidad de los flujos de capital

La volatilidad que caracterizó a los flujos de capital hacia América Latina y el Caribe según las estimaciones de la Cepal se representa en el gráfico 1.2 (véase el anexo 1). El promedio anual de estas entradas en 1991-1999 fue equivalente a 3% del PIB, que contrasta con la dramática salida del orden del 2% del PIB en 1983-1990, pero es inferior al nivel registrado en 1977-1981, cuando representó el 5% del PIB regional. Esta magnitud sólo se registró durante los años de auge del financiamiento externo de la década (1991-1994 y 1996-1997), pero las crisis de 1995 y 1998-1999 redujeron el promedio de los noventa a la cifra mencionada.

4. Otros análisis clasifican la inversión accionaria como un flujo de corto plazo, por su potencial de reversibilidad mayor que los otros componentes. No obstante, por no tener una fecha de vencimiento preestablecida, en la contabilidad de la balanza de pagos se la considera como una operación de largo plazo.

Gráfico 1.2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESO NETO DE CAPITALES
Y TRANSFERENCIA DE RECURSOS
 (Proporción del producto interno bruto a precios corrientes)



Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales.

a Ingreso neto de capitales autónomos (incluidos los errores y omisiones).

b La transferencia neta de recursos equivale al ingreso neto de capitales autónomos y no autónomos (préstamos y uso del crédito del FMI y financiamiento excepcional) menos el saldo en la cuenta de la renta (utilidades e intereses netos).

La volatilidad ha estado estrechamente asociada a la naturaleza de los flujos (véase el cuadro 1.5). Los más volátiles han sido las emisiones de bonos, el crédito neto de los bancos comerciales y la inversión de cartera accionaria. En contraposición, la inversión extranjera directa ha sido relativamente estable e incluso ha tenido un comportamiento positivo en momentos críticos (México en 1995 y Brasil en 1998, entre otros). Los flujos oficiales, incluidos los recursos provenientes de la banca multilateral y los fondos compensatorios (créditos de la balanza de pagos), han tenido un claro comportamiento anticíclico, en tanto que, como se indicó, el flujo de asistencia oficial para el desarrollo ha sido decreciente.

Gracias a su crecimiento y estabilidad, la inversión extranjera directa se convirtió en el componente más importante del financiamiento externo. Entre 1996 y 1999 representó, en promedio, tres cuartas partes del flujo neto de capital, por lo que, de hecho, pasó a ser un elemento fundamental del financiamiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de la mayoría de los países de la región. En el 2000 dichos flujos experimentaron, sin embargo, una caída significativa (Cepal,

2001). Este hecho, unido a la posibilidad de una nueva reducción en 2001 indican que, aunque los flujos de IED se mantendrán en niveles elevados para los patrones históricos de la región, el período de crecimiento rápido de dicha inversión puede haber llegado a su fin. Cabe destacar que alrededor del 60% de la IED corresponde a creación de capital, en tanto que el 40% restante responde a adquisición de activos existentes. La naturaleza de estos flujos se examina con mayor detenimiento en el capítulo 3.

A partir del Plan Brady, que consolidó el desarrollo de un mercado secundario de bonos, esta fuente de financiamiento adquirió una importancia creciente, sólo interrumpida por las secuelas de la crisis financiera de México, en 1995, y de la crisis asiática en 1997. Este mecanismo se concentró inicialmente en los países de mayor tamaño relativo (Argentina, Brasil y México), pero se convirtió en forma rápida en una importante fuente de financiamiento para Chile, Colombia, Uruguay y Venezuela y, posteriormente, para varios países de menor tamaño relativo como Costa Rica, El Salvador, Panamá y Trinidad y Tobago.

Cuadro 1.5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO
(Flujos netos en millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a
A. Deuda											
Oficial ^b	6.823	3.435	1.220	2.674	-1.301	9.307	-8.212	-4.447	9.125	2.275	-2.701
Bonos	11	4.133	4.738	20.922	14.306	11.793	29.764	10.562	18.306	19.067	10.965
Bancos comerciales ^c	2.731	1.275	4.302	201	6.212	15.068	16.200	29.646	-7.994	-16.130	4.339
B. Inversión											
Directa	6.758	11.066	12.506	10.363	23.706	24.799	39.387	55.580	61.596	77.047	57.410
Accionaria	896	6.938	8.042	27.185	13.160	7.643	13.893	9.947	1.748	3.893	2.305
C. Fondos compensatorios^d	24.539	13.727	8.207	6.309	5.223	30.752	-271	-4.215	8.869	6.629	1.155

Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional y del Banco de Pagos Internacionales.

a Estimaciones preliminares.

b Incluye financiamiento bilateral y multilateral, excluido préstamos del Fondo Monetario Internacional.

c Desde 1998 incluye flujos de corto plazo.

d 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, del Fondo Monetario Internacional y de gobiernos de países desarrollados.

Estos flujos también han demostrado ser fluctuantes y las condiciones de financiamiento correspondientes muy sensibles a las fluctuaciones de los mercados internacionales. El plazo promedio de las nuevas emisiones de la región fluctuó durante la primera mitad de los años noventa entre tres y cinco años. En 1997, durante el período de mayor auge de las colocaciones, se elevó en forma notoria, pero se redujo nuevamente en el bienio 1998-1999 (véase el gráfico 1.3). Por su parte, los costos del financiamiento, que descendieron a su nivel más bajo en 1997, se elevaron considerablemente en agosto de 1998, después de la moratoria declarada por Rusia y, aunque han mostrado una cierta tendencia a la moderación con posterioridad, han seguido siendo superiores a los prevalecientes antes de la crisis asiática. En su conjunto, y contradiciendo las afirmaciones de que las crisis financieras son hoy intensas pero cortas, las condiciones del mercado de bonos no han recuperado, tres años después, las características que tenían antes de la crisis asiática.

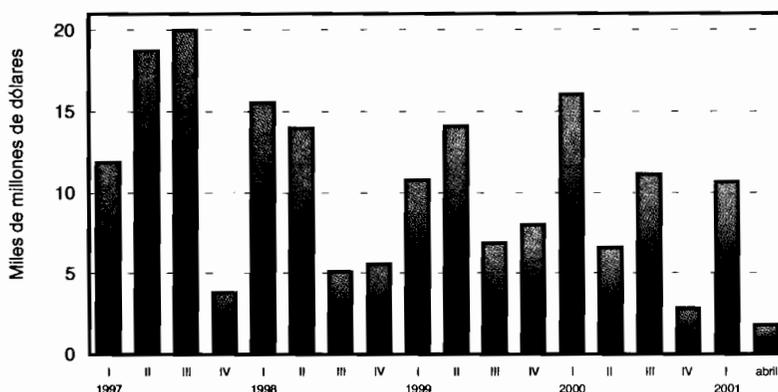
Tras una virtual interrupción de los créditos bancarios durante la crisis de la deuda (excepto las operaciones asociadas al comercio exterior), los flujos netos de la banca comercial hacia la región fueron muy moderados hasta 1993. A partir de entonces comenzaron a recuperarse y alcanzaron un máximo en 1997, pero fueron muy negativos en 1998 y 1999. Las condiciones de este financiamiento, especialmente en materia de plazos, nunca recuperaron, además, los valores observados antes de la crisis de la deuda. Por su parte, los flujos de cartera accionaria han sido, junto con la colocación de títulos de depósitos en el mercado estadounidense (ADR), las fuentes más inestables de recursos.

El financiamiento oficial y compensatorio ha mostrado, por el contrario, un comportamiento anticíclico, puesto que aumenta durante los períodos de drástico descenso del financiamiento privado, en 1995 y 1998 (véase nuevamente el cuadro 1.5). Ello refleja el apoyo brindado por el Fondo Monetario Internacional, otros organismos multilaterales y algunos gobiernos de los países desarrollados en los períodos críticos por los que atravesaron diferentes países, en particular México a fines de 1994 y Brasil en 1998 y comienzos de 1999. Vale destacar, por otra parte, que en los últimos años la entrada de recursos bilaterales ha sido negativa para la región, como resultado del pago de las deudas adquiridas por México con los Estados Unidos durante 1995. Las fuentes multilaterales han sido, por tanto, la principal fuente oficial de recursos crediticios.

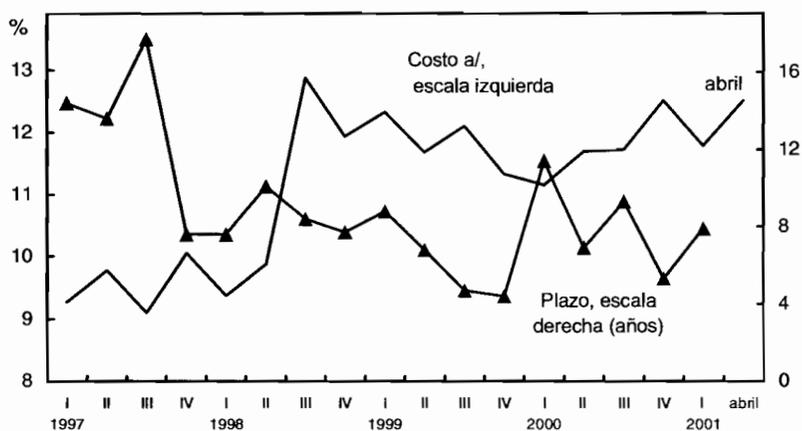
Cabe señalar que, debido a que los flujos de capital más volátiles tienden a concentrarse en los países en desarrollo de mayores ingresos relativos, las necesidades de financiamiento excepcional durante las crisis son también mayores en el caso de dichos países (Ocampo, 1999a). Este hecho se refleja en el gráfico 1.4 en relación con los créditos del Fondo Monetario Internacional. En efecto, en marcado contraste con la crisis de la deuda, cuando la necesidad de financiamiento excepcional fue elevada en los tres grupos en que hemos clasificado a los países de América Latina y el Caribe, en los años noventa las necesidades de recursos extraordinarios del Fondo se han concentrado en los países con mayores ingresos relativos.

Gráfico 1.3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS
 (En miles de millones de dólares)

A. Monto



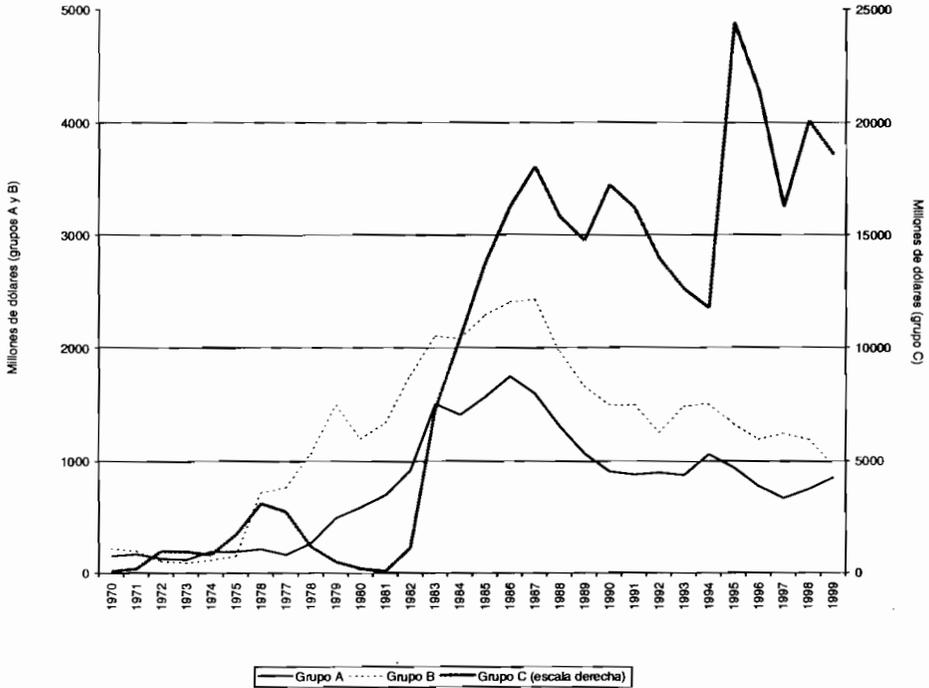
B. Costo y plazo



Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional (FMI).

a Suma del diferencial promedio de las colocaciones de bonos y el rendimiento de los bonos a largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos.

Gráfico 1.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: USO DE LOS CRÉDITOS
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
 (Dólares constantes de 1995)



Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., mayo de 2000.

c) Los desafíos asociados a las nuevas modalidades de integración a los mercados mundiales

Una observación más detenida de la forma de reintegración a los mercados voluntarios de crédito, en especial de bonos, ha dejado de manifiesto una integración segmentada al financiamiento internacional, que plantea nuevos desafíos para algunos países. Las emisiones realizadas por los gobiernos constituyen compromisos en dólares, cuyo único riesgo es el de incumplimiento. La brecha entre el costo del crédito en dólares de los gobiernos en economías emergentes y el costo de los fondos que recibe el gobierno de Estados Unidos por la emisión de bonos refleja la forma en que estos mercados valoran el riesgo soberano asociado al posible incumplimiento, y

se refleja en la prima que deben pagar para acceder a esa fuente de financiamiento. Para la mayoría de las economías emergentes tal prima representa varios puntos porcentuales (varios cientos de puntos base) por sobre el costo del crédito para el Tesoro de los Estados Unidos. Esta prima es más alta para los países de América Latina, y, dentro de éstos, para los que el mercado considera que presentan mayores riesgos, lo que refleja una integración segmentada a estos mercados. Tales riesgos están asociados a indicadores de relación entre deuda y PIB (o exportaciones) y/o a factores de incertidumbre política. Llama la atención, no obstante, que junto con responder a factores propios de cada país, dichos riesgos siguen una tendencia similar en los distintos países en respuesta a choques internacionales de distinto tipo, manifestando así fenómenos de contagio asociados al efecto “manada” con que actúan ciertos inversionistas. Los choques pueden provenir de decisiones económicas de los países industrializados, del comportamiento de títulos considerados riesgosos en los mercados de los países industrializados (los tecnológicos en los últimos años) o de conmociones en los mercados internacionales de materias primas.

Sobre esta materia, la experiencia de las principales economías emergentes con acceso al mercado de bonos muestra que, luego de la crisis asiática, la prima de riesgo ha tenido poca relación con la solvencia fiscal, y una mayor influencia de la percepción de los agentes internacionales acerca de la disponibilidad de liquidez internacional para cumplir con los contratos. Es así como, ante la inseguridad respecto de la liquidez, tales economías han tenido dificultades para reducir el costo del capital a los niveles de los países desarrollados, lo que ha afectado la inversión, aumentado las transferencias de rentas al exterior y ha puesto en peligro la sostenibilidad de las trayectorias macroeconómicas.

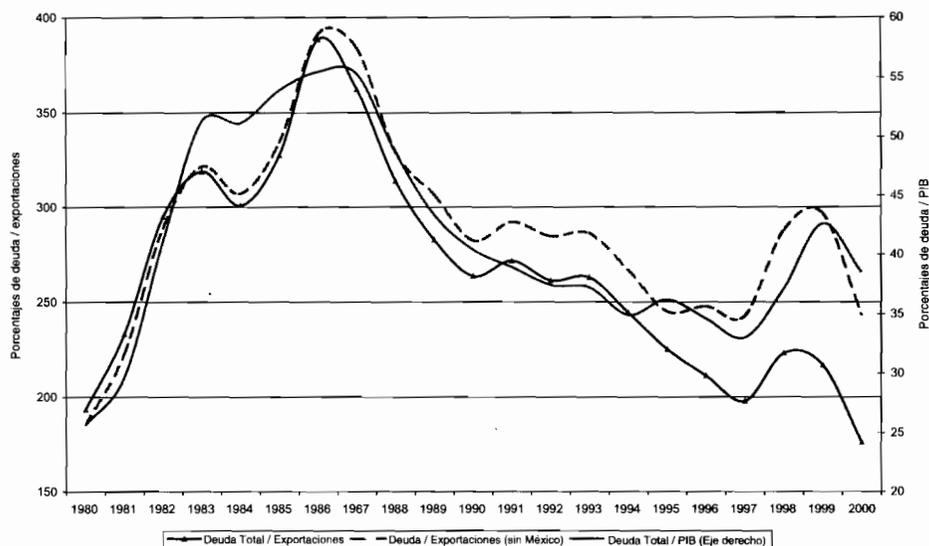
De hecho, luego de un período de integración financiera prolongado, la deuda externa pública y privada termina jugando un papel fundamental en el comportamiento del sistema financiero. El servicio de la deuda pasa a absorber una gran parte de los ingresos brutos de capital y el país reduce su capacidad para decidir el tipo y grado de apertura financiera. La opción de reducir el riesgo cambiario optando por regímenes cambiarios fijos se ha visto limitada en algunos países por esta situación. En la práctica, los flujos de deuda e inversión extranjera directa han dado origen a una restructuración de la balanza de pagos, que ha reducido la importancia relativa del déficit comercial frente a los pagos de intereses y utilidades. La vulnerabilidad ha aumentado como consecuencia de un aumento en la relación deuda/PIB (o exportaciones) y/o de déficit en cuenta corriente y PIB (o exportaciones). La vulnerabilidad se acentúa debido a que los sistemas financieros de estos países deben administrar eficientemente los calces de plazos y monedas al intermediar los recursos obtenidos mediante estas nuevas modalidades de financiamiento externo. Cuando el mercado castiga esta mayor vulnerabilidad, elevando la prima de riesgo y/o reduciendo o revirtiendo los flujos de financiamiento, se tiende a agravar la escasez de financiamiento.

Por tanto, las trayectorias de integración a la economía mundial pueden, ante ciertos *shocks* financieros internacionales, terminar en una trampa de financiamiento que, a menos que se diseñen mecanismos de provisión de recursos de emergencia adecuados a nivel internacional, pueden traducirse en serias coyunturas recesivas, que se pueden prolongar incluso durante varios años.

La evolución de la deuda externa en la región confirma estas apreciaciones. En efecto, aunque los niveles de endeudamiento externo de la región son significativamente más bajos que durante los años críticos de la crisis de la deuda de la década de 1980, siguen siendo elevados. Los coeficientes de endeudamiento externo se redujeron considerablemente a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa, y mantuvieron una trayectoria descendente durante gran parte de la década pasada. Sin embargo, la relación de deuda externa/PIB nunca recuperó los niveles de comienzos de los años ochenta y muestra una tendencia desfavorable en los últimos años (véase el gráfico 1.5). La tendencia de la relación entre deuda externa y exportaciones es más favorable, pero los coeficientes correspondientes siguen siendo más elevados que los de comienzos de la década de 1980, con la excepción de México. De hecho, como se indica en el cuadro 1.6, los coeficientes de endeudamiento externo sólo son claramente inferiores a los de 1980 en cinco países de la región; el resto de los países muestra un incremento del coeficiente deuda externa/PIB o deuda externa/exportaciones y, en un grupo amplio, en ambas relaciones. Por consiguiente, los menores riesgos de una crisis similar a la de los años ochenta no están tan vinculados a los bajos niveles de endeudamiento de los países como a la estabilización de la inflación de las economías industrializadas, que hace poco probable una fuerte elevación de las tasas de interés internacionales como el de entonces.

Cabe destacar, sin embargo, que la sobreestimación del riesgo de los países latinoamericanos y de las economías “emergentes” en general, que caracteriza a los mercados internacionales de capitales, particularmente durante los períodos de crisis, implica que las tasas de interés efectivas que pagan los países de la región en los mercados privados son elevadas, para muchos ciertamente superiores al crecimiento esperado de las exportaciones y, particularmente, del PIB. Así es como los países se ven obligados a generar un superávit comercial para cubrir el servicio de la deuda o se enfrentan a riesgos de elevación de los coeficientes de endeudamiento externo. Esta situación no se produjo en los años noventa gracias al auge virtualmente ininterrumpido de la inversión extranjera directa. Sin embargo, si dicha inversión se estabiliza o se reduce, como parece ser la tendencia en el 2000 y 2001, y sigue aumentando, como es de esperarse, la remisión de utilidades por las inversiones ya realizadas, la presión sobre la balanza comercial o sobre los coeficientes de endeudamiento externo tenderán a ser más fuertes en los próximos años.

Gráfico 1.5
COEFICIENTES DE DEUDA EXTERNA



Fuente: Cepal, sobre la base de datos oficiales.

Cuadro 1.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: COEFICIENTES DE ENDEUDAMIENTO
EXTERNO EN 2000 Y 1980^a

		Deuda/PIB				
		Menor		Mayor		
Deuda/Exportaciones	Mayor	Panamá	(51,4%)	Argentina	(52,4%)	
		Trinidad y Tobago	(22,6%)	Bolivia	(52,0%)	
				Brasil	(40,1%)	
				Colombia	(43,4%)	
				Ecuador	(110,1%)	
				Guatemala	(20,2%)	
	Menor				Guyana	(153,6%)
					Haití	(31,5%)
					Honduras	(66,7%)
					Nicaragua	(265,0%)
					Perú	(50,5%)
			Uruguay	(26,9%)		
		Costa Rica	(19,8%)	Chile	(50,5%)	
		El Salvador	(21,0%)	Jamaica	(43,9%)	
		México	(28,2%)	Paraguay	(28,6%)	
		República Dominicana	(18,5%)			
		Venezuela	(27,6%)			

Fuente: Cepal, sobre la base de datos oficiales de los países.

a Entre paréntesis se indica el porcentaje del PIB correspondiente a deuda en el año 2000.

2. POLÍTICAS Y DESEMPEÑO MACROECONÓMICOS

a) Características del manejo macroeconómico

El manejo macroeconómico mostró avances significativos pero también se enfrentó a nuevos desafíos en los años noventa, siguiendo algunos patrones básicos. Entre los avances se destaca el mantenimiento de los logros alcanzados durante los años ochenta en materia de ajuste fiscal (véase el gráfico 1.6.A). El déficit del gobierno se mantuvo, en promedio, entre el 1% y el 2% del PIB durante la mayor parte de la década, aunque experimentó un retroceso durante la crisis reciente, cuando se hicieron evidentes los graves problemas fiscales de algunos países. El mantenimiento de niveles moderados de déficit fiscal ha sido consistente, sin embargo, con una recuperación de los niveles de gasto público, gracias a un incremento del ingreso. En promedio, el gasto se ha elevado poco más de tres puntos del PIB y se ha reflejado, fundamentalmente, en una recuperación del gasto público social, que aumentó del 10,1% del PIB en 1990 a 12,4% en 1997 (Cepal, 2000c).

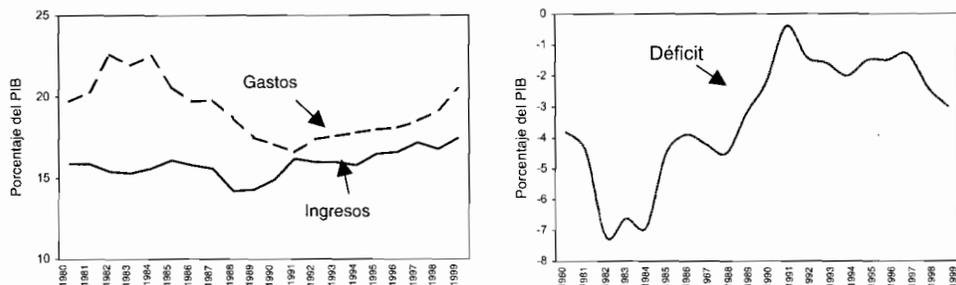
La disciplina en las cuentas fiscales fue acompañada por un estricto control monetario, que se tradujo en una elevación significativa de las tasas reales de interés. La reducción de la inflación en la mayoría de los países permitió, sin embargo, que este control fuera consistente con un aumento significativo 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 1980 y se mantuvieron muy elevadas en los años noventa (véase el gráfico 1.6.B). En efecto, después de registrar valores negativos o nulos al inicio de la década de 1980, la tasa de interés real inició un proceso ascendente que se prolongó durante todo el período 1985-1995 y colocó a la mediana de la tasa de remuneración al ahorro (depósitos a plazo) por encima del 5% anual. Con márgenes de intermediación bancaria que superaron habitualmente los diez puntos porcentuales, la mediana de la tasa activa se ubicó por encima del 15% real anual.

Por otra parte, desde comienzos de los años noventa se registró una tendencia a la apreciación real de las monedas nacionales, que perduró hasta 1998 (véase el gráfico 1.6.C). Esta revaluación, unida a la apertura comercial, se tradujo en un incremento significativo de las importaciones y un elevado déficit en cuenta corriente, que fueron financiados por el regreso a la región de los capitales externos. Como se indica más adelante, la sobrevaluación se convirtió, a la postre, en el talón 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.

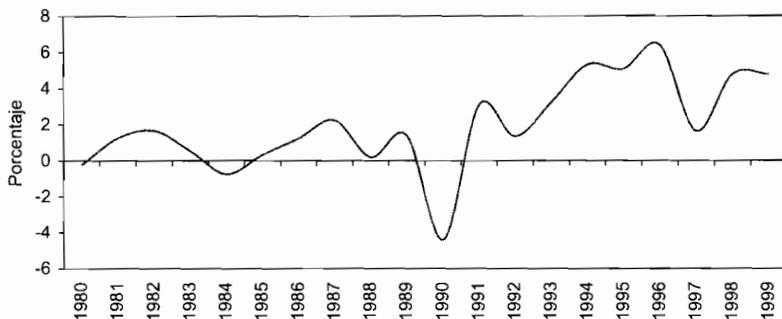
Gráfico 1.6

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

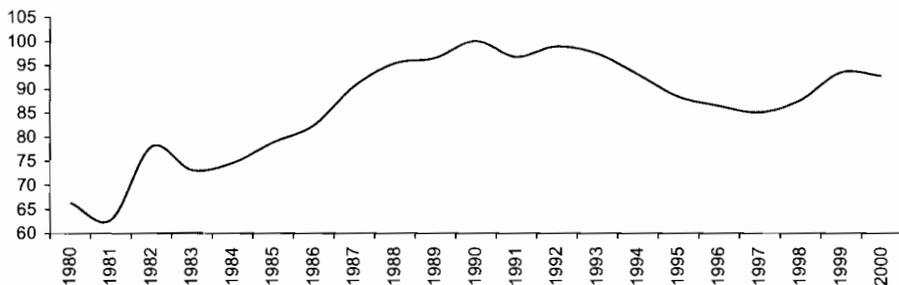
A. Ingresos, gastos y déficit de los gobiernos centrales



B. Tasa de interés pasiva real^a



C. Índice del tipo de cambio real efectivo de las importaciones^b



Fuente: Sobre la base de información de la Cepal y el Fondo Monetario Internacional.

a Mediana de 19 países.

b Mediana de 19 países. Un aumento implica devaluación del tipo de cambio.

Cabe señalar que las turbulencias cambiarias de fines de la década aceleraron la tendencia a una mayor flexibilidad cambiaria que, con algunas excepciones, predominó en la región en los años noventa. En efecto, varios países decidieron adoptar entonces 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 anterioridad⁵. De esta manera, como se indica en el cuadro 1.7, la flotación se transformó en el esquema cambiario más común en la región.

b) La actividad productiva

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 1,0% anual durante la “década perdida” a 3,2% en los años noventa. Este avance, aunque satisfactorio, no ha permitido que la región retome el ritmo de crecimiento anterior a la crisis de la deuda, 5,5% anual en 1945-1980. Este patrón de menor crecimiento relativo en relación con las tres décadas y media anteriores a la crisis de la deuda caracterizó, además, a la mayoría de los países de la región. Sólo cuatro de ellos mostraron el patrón opuesto, pero en todos los casos se trata de los países cuyo desempeño había sido pobre en el período 1945-1980; entre ellos se destaca el gran dinamismo de la economía chilena (véase el gráfico 1.7).

Cuadro 1.7
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: REGÍMENES CAMBIARIOS, 2000

Fijo, cuasifijo o dolarizado	Deslizamiento controlado o banda de flotación	Flotante ^a
Argentina	Bolivia	Brasil
Ecuador ^b	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 Tobago

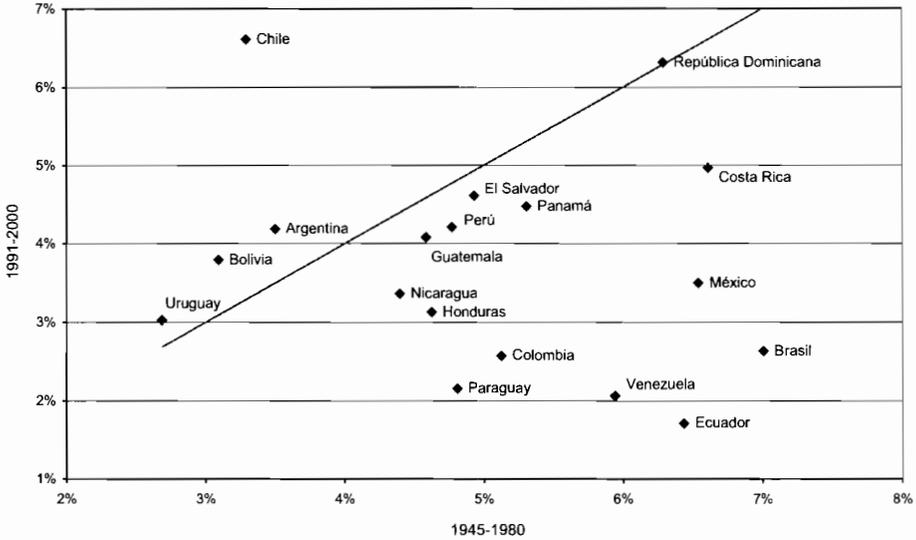
Fuente: Cepal, *Luces y sombras: América Latina y el Caribe en los noventa* (LC/G.2113-P), Santiago de Chile, 2000.

a Los esquemas de flotación suelen incluir cierto grado de intervención del banco central (flotación sucia).

b Ecuador anunció un plan de dolarización al inicio de 2000.

5. Sólo una minoría de países, entre los que destaca México, adoptó esquemas de cambio flexible antes de la crisis asiática.

Gráfico 1.7
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales de los países.

De manera consistente con estos resultados, en el conjunto de la región y en la mayoría de los países sobre los cuales existe información, el ritmo de aumento de la productividad total de los factores mostró una disminución entre 1950-1980 y 1991-1999, debido a fuertes descensos en la productividad laboral y magros aumentos de la productividad del capital. La obsolescencia provocada por el acelerado ritmo de cambio tecnológico y la destrucción de capacidades productivas en sectores no competitivos que quedaron abiertos a la competencia externa contribuyen, junto con la incapacidad de absorber productivamente a la creciente población activa (tanto por la evolución demográfica como por la creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo), a explicar este descenso del ritmo de aumento de la productividad total de los factores (Cepal, 2000 pp. 55-58).

Este ritmo de crecimiento y de aumento de la productividad es claramente insuficiente para garantizar un adecuado progreso social y, de hecho, se tradujo en un comportamiento débil de los mercados de trabajo (aumento del desempleo abierto y de la informalidad laboral, en diversos grados en los distintos países) y en niveles de pobreza que en 1999 se mantenían, en el conjunto de la región, por encima de los registrados en 1980 (Cepal, 2000d y 2000e).

El crecimiento ha sido, además, inestable y muy dependiente del financiamiento externo. En efecto, como se indica en el gráfico 1.8.A, 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.

Esta dependencia refleja un patrón de manejo macroeconómico procíclico, que en no pocos casos ha acentuado, en lugar de moderar, los efectos de las fuertes variaciones del financiamiento internacional. En particular, los episodios de auge de dicho financiamiento y la consecuente expansión del crédito interno de los países, se tradujeron en aumentos del gasto, especialmente privado, que, en conjunto con la apreciación del tipo de cambio, se reflejaron, en un contexto de mayor apertura comercial, en deterioros cíclicos de la cuenta corriente de la balanza de pagos (véase el gráfico 1.8.B). La disponibilidad de financiamiento externo e interno permitió, además, que los períodos de auge condujeran a un alza significativa de los precios de los activos internos⁶ (véase el gráfico 1.8.C).

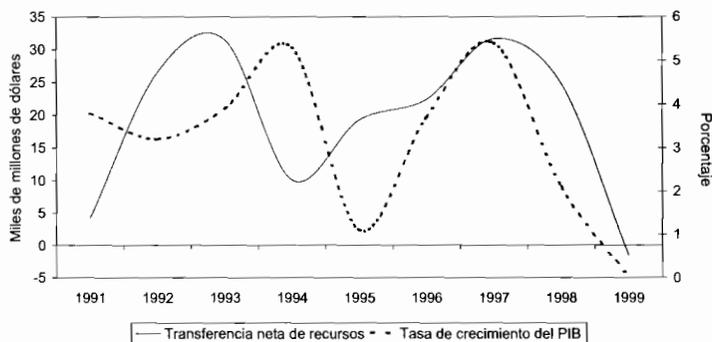
Esta combinación de factores provocó una gran susceptibilidad a la reversión de las expectativas. Tanto la cuenta corriente como el precio de los activos debieron sufrir, por tanto, ajustes significativos cuando la tendencia del financiamiento internacional cambió de signo. Las autoridades macroeconómicas debieron abordar, entonces, los desajustes generados durante los períodos de auge. Como veremos, en no pocos casos, los auges del financiamiento, en un contexto de liberalización financiera con débiles marcos de regulación y supervisión prudencial, condujeron a abiertas crisis financieras nacionales. La magnitud de los ajustes dependió de la cuantía de los desequilibrios generados en los distintos países durante los episodios de auge.

Los fuertes ciclos de la actividad económica han tenido efectos sociales significativos. Hay evidencias crecientes de que las fases del ciclo económico tienen efectos asimétricos sobre las variables sociales, entre otros, aumentos rápidos del desempleo o la informalidad, o reducciones rápidas de los salarios reales durante las crisis, seguidas de recuperaciones lentas o incompletas de dichas variables. También se dan aumentos rápidos de la pobreza seguidos por una reversión lenta de dicha tendencia, y deterioros de la distribución del ingreso durante las crisis, que no se revierten posteriormente (Cepal, 2000d, cap. 8; Lustig, 1999). La reversión incompleta del deterio-

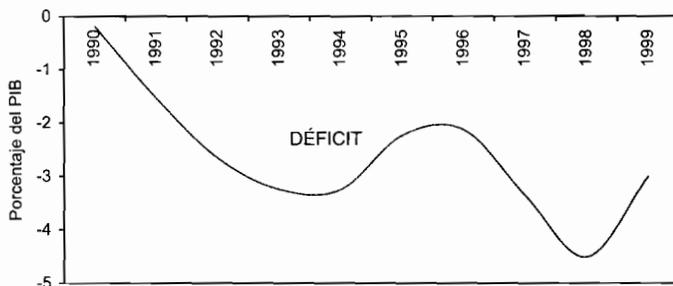
6. En la evolución de los precios de los activos incidieron factores coyunturales. El muy bajo nivel inicial de los precios de las acciones y bienes raíces explica que entre fines de 1990 y septiembre de 1994 los de las primeras aumentarían un 300% en dólares corrientes. Luego de una brusca caída, producto de la crisis mexicana, que contagió a todas las bolsas de América Latina, entre marzo de 1995 y junio de 1997 las cotizaciones bursátiles promedio prácticamente se duplicaron, impulsadas en forma directa por la entrada de inversiones de cartera.

Gráfico 1.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRINCIPALES INDICADORES EXTERNOS

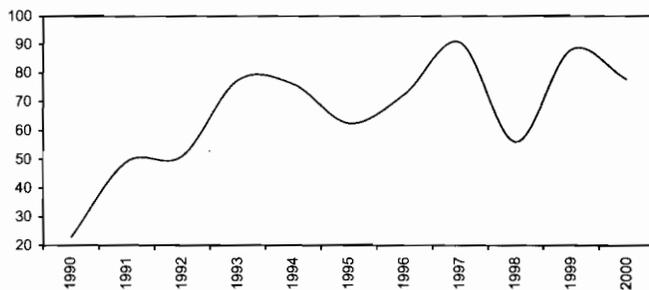
A. Crecimiento del PIB y transferencia neta de recursos



B. Balance en cuenta corriente



C. Índice de precios bursátiles (en dólares, junio 1997=100)



Fuente: Cepal, sobre la base de información de la Corporación Financiera Internacional (CFI) y del Fondo Monetario Internacional (FMI).

ro sufrido durante la crisis de la deuda por muchos indicadores –salarios reales, pobreza y distribución del ingreso–, pese a la recuperación del crecimiento económico en los años noventa, es la mejor evidencia de este comportamiento asimétrico.

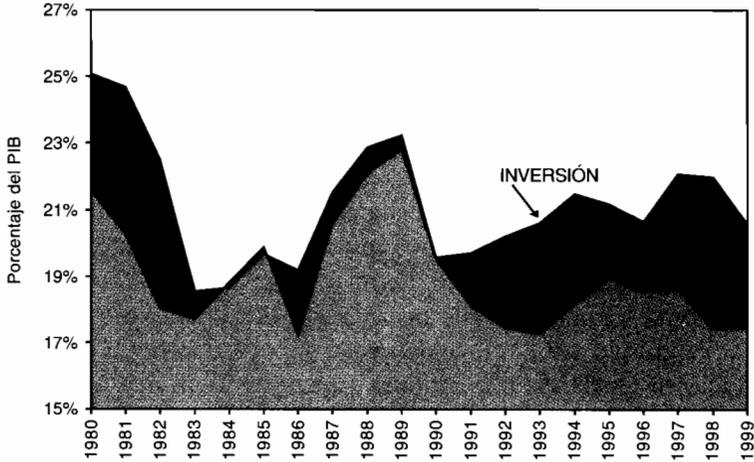
c) El nivel y el financiamiento de la inversión

La inversión experimentó una marcada caída durante la crisis de la deuda. Posteriormente, a partir de 1990, el retorno de los capitales internacionales a la región facilitó la recuperación del ritmo de acumulación de capital, pero en forma incompleta, ya que en la mayoría de los países el incremento de la inversión se logró mediante mayor financiamiento externo, sin que se expandiera en forma complementaria el ahorro nacional ni se ampliara el acceso de los inversionistas, especialmente medianos y pequeños, al financiamiento interno o externo de largo plazo. Los niveles de inversión de América Latina siguieron siendo más bajos que los anteriores a la crisis de la deuda (véase el gráfico 1.9.A). Este descenso del coeficiente de inversión ha sido más importante en los países más grandes –que estuvieron más expuestos a flujos privados de capitales–, como queda de manifiesto en la evolución del coeficiente de inversión para América Latina, que muestra una recuperación menos favorable si se calcula a partir del promedio ponderado (por el nivel del PIB) que cuando se calcula a partir del promedio simple de los países (véase el gráfico 1.9.B).

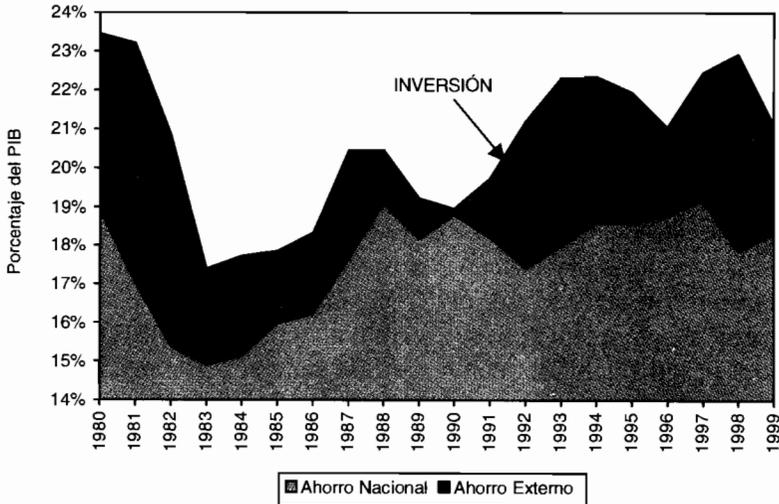
Este comportamiento indica que los procesos de liberalización financiera y apertura al mercado internacional de capitales, e incluso el ambiente de inflación y déficit públicos más bajos de los años noventa, han tenido resultados muy limitados en términos de acelerar la acumulación de capital. Moguillansky y Bielchowsky (2000) señalan, al respecto, que el aumento del crédito interno en muchos casos se vio contrarrestado por los elevados márgenes de intermediación, en tanto que las grandes empresas que lograron endeudarse en el exterior fueron favorecidas inicialmente por apreciaciones cambiarias, que no siempre respondían a un alza de la productividad. Por su parte la inversión extranjera directa presentó ciclos estrechamente vinculados a los procesos de privatización de empresas públicas, cuyas etapas se han ido agotando una vez que se satisfacen las necesidades de modernización de esos sectores. Las decisiones de inversión se volvieron vulnerables, por tanto, a la volatilidad del financiamiento externo, tanto por su efecto indirecto a través de las tasas de interés internas y el riesgo cambiario, como a través del comportamiento de la inversión externa directa. Entretanto, el acceso segmentado a recursos financieros externos y el alto costo del crédito interno en comparación con los niveles internacionales han circunscrito el financiamiento de largo plazo a unos pocos agentes y sectores. Las distintas opciones de política adoptadas para enfrentar estos desafíos se han traducido en diferentes experiencias respecto a la meta de elevar en forma sostenida y simultánea el ahorro nacional y la inversión.

Gráfico 1.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN

A. Promedio ponderado



B. Promedio simple



Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales de cuentas nacionales de los países.

El comportamiento del ahorro nacional fue decisivo en los países en los que la tasa de inversión se elevó en forma sostenida. En el cuadro 1.8 se resume lo ocurrido en cinco países de América Latina que, ya sea en la primera o en la segunda mitad de los años noventa, alcanzaron, por un lapso de tiempo superior a seis años consecutivos, ritmos promedio de crecimiento económico superiores al 5% anual (Argentina, Chile, El Salvador, Perú y República Dominicana). La capacidad de estos países para sostener altas tasas de crecimiento económico ha sido variada.

En el cuadro se distinguen dos fases en la evolución de la actividad económica de estas economías, una vez iniciada la reactivación impulsada por el renovado acceso a los flujos de financiamiento externo. Una primera, de reactivación propiamente tal, que incluye los tres primeros años, y una fase de crecimiento que abarca los tres años siguientes. La primera se caracteriza por un crecimiento basado en la mayor utilización de la capacidad productiva instalada, que ocurre luego de superar la restricción externa. La etapa de crecimiento tiene como característica distintiva que la economía está cerca de la frontera de producción y, por tanto, el ritmo de expansión está más estrechamente relacionado con el esfuerzo de inversión.

Cuadro 1.8
PAÍSES DINÁMICOS EN LOS AÑOS NOVENTA: CRECIMIENTO,
AHORRO E INVERSIÓN^a

	Crecimiento del PIB (en porcentaje)		Variación entre fases de reactivación y crecimiento (puntos porcentuales del PIB)			
	Fase de reactivación	Fase de crecimiento	Ahorro externo	Ahorro nacional	Inversión nominal	Inversión real
Grupo 1						
Chile	6,2	6,8	-2,9	+5,9	+3,0	+3,3
El Salvador	5,0	6,2	-1,9	+4,0	+3,5	+3,3
República Dominicana	5,2	6,9	-0,7	+3,7	+2,9	+7,2
Grupo 2						
Argentina	8,7	2,8	0,0	+1,9	+2,0	+2,1
Perú	9,3	3,7	-0,6	+0,7	+0,1	+2,0

Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales sobre cuentas nacionales.

a Se utilizaron promedios simples de los períodos respectivos. Para cada país se escogió un año de quiebre entre la fase recesiva y la de reactivación: Argentina (1990), Chile (1985), El Salvador (1989), Perú (1993) y República Dominicana (1993). Los tres años inmediatamente posteriores se consideran de reactivación y los tres siguientes de crecimiento.

El principal factor que explica las diferencias en la evolución de las variables macroeconómicas entre estos países es la capacidad demostrada para incrementar simultáneamente la inversión y el ahorro nacional. Argentina y Perú, que muestran caídas significativas en las tasas de crecimiento del PIB entre las fases de reactivación y crecimiento, también registran aumentos reducidos del ahorro nacional y de la inversión. Por el contrario, Chile, El Salvador y República Dominicana, cuyo crecimiento no se desacelera luego de la fase de reactivación, se caracterizan no sólo por el comportamiento mucho más favorable del coeficiente de inversión, sino, y sobre todo, por un aumento significativo del ahorro nacional.

Al respecto, hay amplia evidencia de una notable sustitución entre ahorro externo y nacional en los años noventa, lo que indica que los mayores ingresos derivados de los flujos de capitales internacionales se destinaron en proporciones importantes a incrementar el consumo. En efecto, las estimaciones disponibles indican que del 45% al 50% de los flujos de capital internacional se traducen en reducciones del ahorro nacional (Uthoff y Titelman, 1998). Como consecuencia de esto, los incrementos del coeficiente de inversión no fueron acompañados de un aumento del ahorro nacional, lo que redundó en una dependencia mayor de la inversión respecto del ahorro externo e implicó que cada vez que fue necesario realizar programas de ajuste para restablecer el equilibrio externo, éstos tuvieron un fuerte impacto negativo sobre la inversión. A la postre, la reactivación de la actividad económica no se traduce en un crecimiento sostenible, a menos que conduzca a mayor inversión y ahorro nacional, reduciendo la vulnerabilidad externa.

En términos más generales, lo ocurrido en la región indica que una recuperación de la inversión financiada con niveles de ahorro externo superiores a un 3% del PIB (el nivel promedio de los años noventa) no resulta sostenible, debido a la notable vulnerabilidad de un patrón de acumulación de este tipo ante cambios en el contexto internacional. En estas condiciones, la disminución de los flujos de capital se traduce en bruscas interrupciones de la inversión y el crecimiento económico; por tanto, para lograr un ritmo de crecimiento económico alto y estable es imprescindible aumentar simultáneamente la inversión y el ahorro nacional, para reducir la dependencia de la inversión de flujos externos volátiles (Cepal, 1996 y 2000d, cap. 9; Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

Cabe señalar que las cifras de inversión y ahorro correspondientes al Caribe muestran niveles muy diferentes de los del resto de la región. Tanto las tasas de inversión como de ahorro nacional de los países caribeños han sido significativamente más elevadas que las de América Latina (30,4% y 22,8% del PIB, respectivamente en el período 1990-1996) (Cepal, 2000e, cap. IV). Estas cifras reflejan dos hechos importantes que los diferencian del resto de la región. El primero es la amplia brecha relativa entre ahorro nacional e inversión, que genera, a su vez, una alta dependencia de recursos externos, tanto financieros como desarrollo y transferencias de los

emigrantes. El segundo es la baja eficiencia del capital, ya que las altas tasas de inversión no se han traducido en altos ritmos de crecimiento económico, lo que revela que la productividad del capital sigue siendo particularmente baja en dicha subregión (véase el recuadro 1.1). Aunque las causas de esta situación no han sido analizadas adecuadamente, es posible que se deba en parte a sobrecostos asociados a la imposibilidad de explotar las economías de escala debido al tamaño reducido de las economías.

3. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR FINANCIERO

Los procesos de liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales han dado origen a cambios importantes en las estructuras financieras, pero al mismo tiempo han dejado claramente en evidencia que el desarrollo de mercados financieros nacionales estables y profundos sigue siendo una tarea pendiente en la región. Los episodios de insolvencia bancaria vividos por muchos de los países de la región indican, a su vez, que mercados financieros profundos y estables sólo serán posibles en el marco de esquemas apropiados de regulación y supervisión prudencial, que garanticen adecuados niveles de solvencia y liquidez de los intermediarios financieros. La profundización de los mercados financieros exige, además, la adopción de medidas explícitas orientadas a promover el ahorro de largo plazo y su canalización hacia la inversión, así como el acceso al financiamiento de sectores tradicionalmente excluidos (Held, 1994; Mishkin, 1996; Wyplosz, 1998). Estos dos desafíos –incrementar el financiamiento de largo plazo y facilitar el acceso de los sectores excluidos– reflejan las grandes falencias de las reformas financieras (Cepal, 2000d, caps. 9 y 10; Ffrench-Davis, 1999).

a) Principales características de la evolución financiera reciente

Dentro del objetivo general de elevar la eficiencia del sistema financiero, la liberalización financiera que pusieron en marcha un número importante de países de la región durante las tres últimas décadas tenía como propósito sustituir un esquema de “represión financiera”, en el que la autoridad económica regulaba las tasas de interés y la oferta de fondos prestables, por un sistema de libre mercado. Uno de los resultados de este proceso ha sido una creciente profundización financiera (véase el gráfico 1.10). Calculada como la relación entre M_3 y el PIB, ésta ha aumentado desde un promedio de 25% en los años setenta a un 32% en los ochenta y 36%, en promedio, durante los noventa. Para la región en su conjunto, este coeficiente muestra una tendencia creciente a lo largo de ese período con la sola excepción de la segunda mitad de los años ochenta e inicios de los noventa, cuando el proceso fue afectado por los ajustes vinculados a la crisis de la deuda.

Recuadro 1.1 AHORRO E INVERSIÓN EN EL CARIBE

En todos los países caribeños se observa un déficit crónico en cuenta corriente, que exige el financiamiento de un alto porcentaje de la inversión con recursos externos. Las remesas de emigrantes caribeños a los Estados Unidos, Canadá, Europa y otros países del Caribe se contabilizan como ahorro externo y representan una elevada proporción de dicho financiamiento, influyendo considerablemente en la situación mencionada de la balanza de pagos y en el desarrollo general de los países. Jamaica y los integrantes de la Organización de Estados del Caribe Oriental (OECS), con la excepción de Antigua y Barbuda, son los principales receptores de remesas, que representan una importante corriente de fondos. Éstas ascienden a 9% del PIB en los países de la OECS y a mediados de los años noventa equivalían al 100% de las exportaciones de mercancías en Montserrat y Anguila, al 20% en Jamaica y al 9% en Guyana (Cepal/cdccc, 1999).

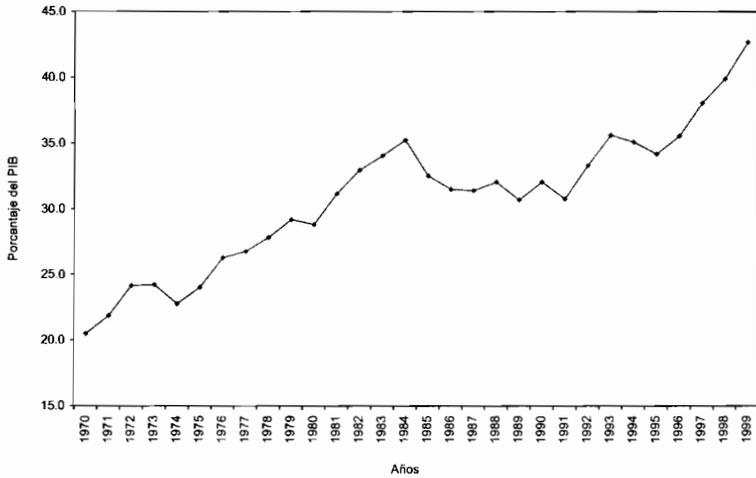
Así medido, el déficit en cuenta corriente mostró una importante mejora en los países de mayor tamaño, puesto que se redujo de un promedio de 4,9% en los años ochenta a un 0,4% en la siguiente década. Trinidad y Tobago registró un excedente en cuenta corriente estimado en un 10,7% del PIB en los años noventa, pero a expensas de la inversión. El déficit en cuenta corriente por lo general ha sido superior en los países de la OECS, en los que ascendió a un promedio del 26,6% y 18,0% del PIB en los decenios de 1980 y 1990, respectivamente.

Durante los años ochenta, mientras en los países de la OECS la inversión alcanzó a 33,2% del PIB y las economías crecieron en promedio en 5,1%, en los países de mayor tamaño relativo el coeficiente de inversión/PIB alcanzó 22,9% y se experimentó una contracción de las economías (-0,4%). Esta aparente eficiencia de la inversión en los países de la OECS varió durante los años noventa, cuando el crecimiento del PIB se redujo a un promedio del 2,1%, pese a que el coeficiente de inversión/PIB aumentó a cerca de 36,4%. Parte de este descenso del crecimiento del PIB es atribuible a la notable contracción registrada en Montserrat (-6,6%), como consecuencia del daño provocado por la erupción volcánica a la infraestructura económica del país. Por su parte, la tasa de crecimiento económico de los países de mayor tamaño mostró una marcada recuperación que la llevó a un 2,1%, mientras la tasa de inversión aumentaba al 29,3%.

Si bien estos antecedentes permiten comprobar la importancia de la inversión para el crecimiento económico de estos países, también es interesante destacar que el coeficiente de inversión en los países de la OECS ha alcanzado niveles comparables a los del sudeste asiático, pero no ha ocurrido lo mismo con las tasas de crecimiento. Asimismo, aunque las tasas de inversión de los países de mayor tamaño del Caribe superan las de América Latina, su ritmo de crecimiento económico es inferior. Uno y otro patrón indican que los coeficientes marginales capital-producto son particularmente elevados.

Aproximadamente el 22% de la formación bruta de capital corresponde a inversión pública. El ahorro público juega un papel fundamental para garantizar la estabilidad del crecimiento. Las economías de Antigua y Barbuda (entre 1993 y 1995), Belice (entre 1990 y 1992), Guyana (entre 1991 y 1993), Saint Kitts y Nevis (entre 1993 y 1995) y Santa Lucía (entre 1990 y 1992) reactivaron sus economías a tasas superiores a 4% anual. Sólo algunas de ellas pudieron continuar, después de esa fase de reactivación, creciendo dichos ritmos. Aquellas que lo hicieron (Antigua, Guyana y Saint Kitts), si bien partieron de tasas negativas de ahorro público, a lo largo del proceso de reactivación las elevaron significativamente, contribuyendo a crear un ambiente macroeconómico propicio para seguir creciendo. Todo lo contrario ocurre en los casos de Belice y Santa Lucía, economías que inician la reactivación con elevados niveles de ahorro público, que se reducen a lo largo del proceso y convergen hacia dinámicas de crecimiento inferiores a 3%.

Gráfico 1.10
EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN M_2 /PIB EN AMÉRICA LATINA^a



Fuente: Cepal, sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, varios años. Los países considerados en el cálculo de los promedios simples son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

a M_2 /PIB: 1970-1999. Promedio simple.

Pese a ello, las operaciones bancarias siguen siendo reducidas en relación con el PIB (véase el gráfico 1.11.A) y se concentran en el financiamiento de corto plazo. Esto refuerza la tendencia de las empresas a endeudarse a corto plazo para financiar inversiones de largo plazo, lo que aumenta la vulnerabilidad del sector productivo e, indirectamente, del propio sector financiero. A su vez, los márgenes del sector bancario son muy superiores a los que se observan en los países desarrollados, lo que se traduce en costos financieros más elevados para el sector empresarial nacional o en un excesivo autofinanciamiento; por ambas vías se limita su competitividad internacional y la expansión de la economía. El uso activo de financiamiento externo, tanto por parte de las empresas de mayor tamaño como del propio sector financiero, ha incrementado la vulnerabilidad del sector productivo a las variaciones del tipo de cambio.

La estructura del sector bancario también ha registrado cambios importantes en la región. Se ha reducido la participación de la banca comercial estatal y ha aumentado la participación de la banca extranjera; hay un menor número de instituciones y el tamaño medio de la banca ha tendido a aumentar, y también se observa una tendencia al mejoramiento de los niveles de capitalización y de los índices de cartera vencida respecto de la década de 1980. Pese a estos cambios, durante los años noventa se han producido crisis bancarias en al menos 13 países de la región (véase la sección 3.b).

Por su parte, los bancos de fomento, que tuvieron un importante papel en el financiamiento del desarrollo económico en otras épocas, experimentaron severas crisis durante los años ochenta y noventa que redujeron su capacidad de proveer financiamiento (Alide, 2000). Esto ha contribuido a agravar el problema de financiamiento de largo plazo, imponiendo nuevas limitaciones al crecimiento económico. La creación de instrumentos financieros que estimulen el financiamiento de largo plazo es incipiente y se está materializando, en algunos países, a través de los fondos de capital de riesgo, de inversión y de garantía, los seguros de crédito, y el desarrollo de mercados de derivados. En algunos países las reformas de los sistemas de pensiones, mediante el paso, bajo distintas modalidades, de sistemas de reparto a sistemas de capitalización individual, ha sido el cambio más importante, pero su capacidad para financiar inversión real gracias a la mayor disponibilidad de recursos de largo plazo ha sido limitada, como se verá más adelante.

Si bien la década de 1990 muestra significativos logros en la estabilización de precios, el desarrollo de mercados de largo plazo se ha visto limitado también por tener que operar en contextos de inflación superiores a los estándares internacionales. Los instrumentos financieros de largo plazo deben contar con mecanismos que los resguarden de la inflación. Los instrumentos más utilizados han sido la indización y la nominación de los títulos financieros en moneda extranjera.

Por otra parte, los mercados de valores siguen siendo de escasa magnitud (véase el gráfico 1.11.B), y los mercados primarios se han reducido en vez de ampliarse (Dowers, Gomes-Acebo y Masci, 2000). De hecho, en la mayoría de los países, especialmente los de menor desarrollo relativo, prevalecen estructuras de propiedad en las que predominan, incluso crecientemente, las sociedades familiares. El desarrollo del mercado de acciones se ha visto limitado, además, por la falta de una normativa que permita hacer frente a los riesgos asociados a la falta de transparencia y de defensa de los derechos de accionistas minoritarios en la gestión de empresas abiertas.

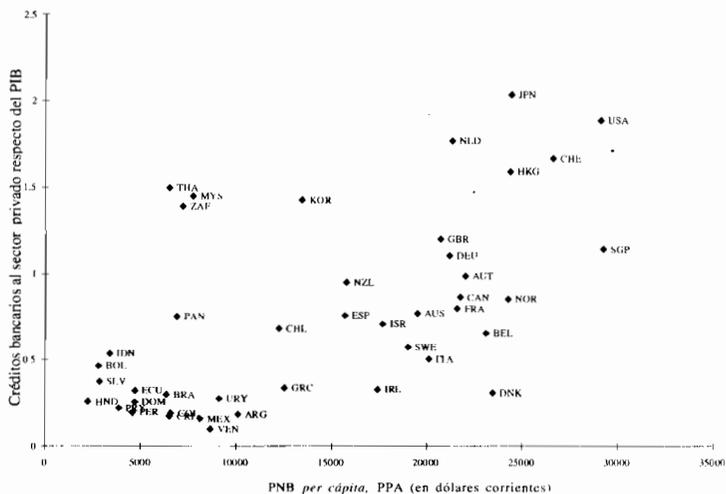
b) Inadecuada regulación y supervisión prudencial

Siguiendo un patrón virtualmente universal⁷, 13 países de la región tuvieron severos problemas de solvencia bancaria durante los años noventa (véase el cuadro 1.9). Cabe recordar, además, que este tipo de problemas también se habían manifestado con relativa crudeza en los años ochenta, cuando en ocho países de la región se produjeron severos problemas en los sistemas bancarios. Estos problemas se expli-

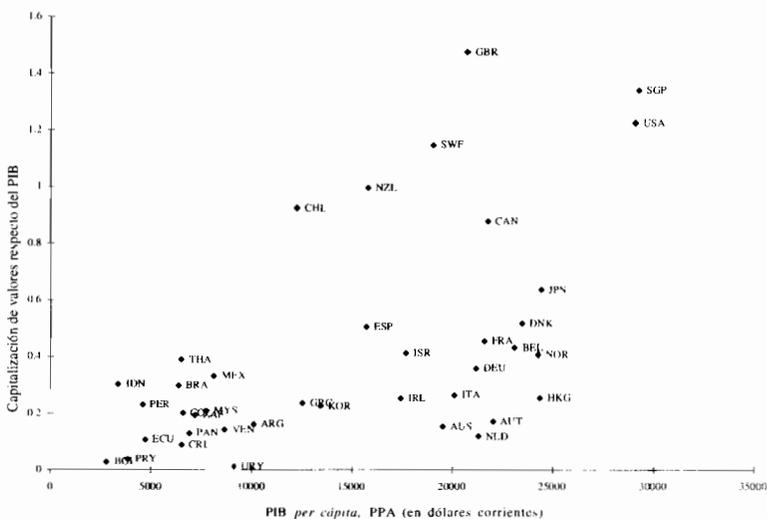
7. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (1998), 133 de sus 181 países miembros tuvieron problemas bancarios significativos entre 1980 y 1996, incluidas 41 crisis bancarias en 36 de ellos. En consecuencia, los problemas financieros han tomado una dimensión global, que no se presentaba desde la depresión de los años treinta.

Gráfico 1.11

A. Comparación internacional de la participación del crédito bancario al sector privado en el PIB



B. Comparación internacional de la participación de la capitalización de valores en el PIB



Fuente: Cepal, sobre la base de Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt y Levine Ross, "A new database on financial development and structure", Washington, D.C., Banco Mundial, enero de 1999, inédito.

can principalmente por dos factores. En primer término, casi todos los procesos de liberalización financiera se dieron en un marco institucional que tendía a provocar problemas de solvencia, caracterizado por severas fallas en la regulación y supervisión prudencial, como producto de deficiencias en el control de los riesgos, normas inadecuadas de provisiones y capital, esquemas de supervisión débiles o centrados en los aspectos contables y financieros, y una garantía estatal explícita o implícita para los depósitos y otras obligaciones (Held, 1994). En segundo lugar, los entornos macroeconómicos caracterizados por importantes cambios en los precios relativos y en el nivel de actividad económica, como los que se han dado en muchos países de la región, suelen plantear grandes riesgos sistémicos.

Debido a que en todos los países existen garantías explícitas o implícitas del Estado a los depósitos, la mayor parte de las pérdidas y de los consiguientes costos de saneamiento y rescate de los bancos y los deudores han terminado recayendo en el sector público. Los mecanismos utilizados han sido préstamos de emergencia del banco central a las entidades afectadas, compras de la cartera vencida y de alto riesgo de los bancos, reprogramaciones de crédito de deudores con problemas de pago y acceso de los deudores a un tipo de cambio preferencial. Estos programas han ocasionado pérdidas a las instituciones públicas, ya sea porque incluyen un componente de subsidio en la tasa de interés o en el tipo de cambio, o porque las entidades financieras no cumplen a la postre con sus obligaciones. El elevado costo fiscal o cuasifiscal de la resolución de las crisis financieras, que se sitúa en varios casos entre el 10% y el 20% del PIB, refleja la alta rentabilidad social de políticas orientadas a prevenir las crisis financieras.

Lo anterior indica que si bien la liberalización financiera puede incrementar en forma considerable los fondos movilizados por las instituciones financieras, las expone a nuevos y variados riesgos, en la medida que no se complementa con la formulación de reglas que garanticen su solvencia y eficiencia. Por ello, es fundamental mejorar la eficiencia operativa de las instituciones financieras y de los mercados de capital, y adoptar esquemas sólidos de regulación prudencial orientados a resguardar la solvencia de las instituciones financieras. A su vez, es necesario contar con una adecuada capacidad de supervisión para que se cumplan los objetivos de las regulaciones organizacional y prudencial. Dependiendo del desarrollo de los mercados de crédito y capital, la supervisión puede involucrar una o más autoridades especializadas del sector público, cuyo desempeño dependerá del grado de autonomía, del respaldo político y de la capacidad técnica de las instituciones.

c) La penetración de la banca internacional

La globalización de los mercados financieros ha traído aparejada una rápida restructuración de la industria bancaria nacional e internacional. La ampliación de los

Cuadro 1.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROBLEMAS BANCARIOS
EN LOS AÑOS NOVENTA

País	Año de inicio	Alcance de los problemas	Pérdidas o costos de rescate (porcentaje del PIB)
Argentina	1995	Crisis bancaria. 45 de 205 instituciones cerradas o fusionadas.	
Bolivia	1994	Problemas bancarios significativos. Cierre de dos bancos con 11% de los activos en 1994. Cuatro de 15 bancos, con 30% de los activos, con severos problemas de cartera en 1995. Problemas puntuales de insolvencia en 1999.	
Brasil	1994	Problemas bancarios significativos. De un total de 271 bancos, 76 han sido intervenidos, puestos bajo régimen especial, fusionados o liquidados. Cartera vencida de un 10% del crédito efectivo a fines de 1998.	8-11
Colombia	1998	Problemas bancarios significativos. Cartera vencida equivalente al 13% de las colocaciones de 1999.	4-5
Costa Rica	1994	Problemas bancarios significativos. Cierre de un importante banco estatal a fines de 1994. La cartera vencida (una vez deducidas las provisiones) de la banca comercial estatal excedió su patrimonio en 1995.	
Ecuador	1995	Crisis bancaria en 1999, después de problemas significativos en 1995-1996. Intervención de 11 de 40 bancos entre diciembre de 1998 y junio de 1999. Congelamiento de depósitos en marzo de 1999. Auditoría externa de bancos en abril-julio de 1999.	10-15
Guyana	1993	Problemas bancarios significativos. Liquidación y fusión de un importante banco público. Sustanciales castigos de cartera de banco sucesor en 1993-1994.	7
Haití	1994	Problemas bancarios significativos. La situación política provocó una corrida de depósitos en 1994 y, desde esa fecha, la percepción de inestabilidad financiera.	
Jamaica	1994	Problemas bancarios significativos. Cierre de un grupo de banca de inversión en 1994. Apoyo a un banco mediano en 1995.	
México	1994	Crisis bancaria. La cartera no generadora alcanzó al 12% en diciembre de 1995. Intervención de seis bancos con 17% de los activos en 1995. Amplias ventas de cartera a un fondo bancario (Fobaproa). Bancos con problemas de cartera en 1999.	15-21

Cuadro 1.9 (Cont.)
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROBLEMAS BANCARIOS
EN LOS AÑOS NOVENTA

País	Año de inicio	Alcance de los problemas	Pérdidas o costos de rescate (porcentaje del PIB)
República Dominicana	1992	Problemas bancarios significativos. Se estima que más de un 5% de la cartera es no generadora. Liquidación de tres bancos menores e intervención en 1996 del tercer banco privado en importancia con 7% de los activos.	
Paraguay	1995	Crisis bancaria. Intervención de bancos con alrededor de 10% de los depósitos en 1995. Intervención de seis bancos nacionales y restitución de depósitos en 1996-1998.	8
Venezuela	1994	Crisis bancaria. Intervención de 18 de 47 bancos en 1994-1995. Síntomas de inestabilidad financiera de bancos en 1999.	17-18

Fuente: Ch. Goodhart y otros, *Financial Regulation*, Londres y Nueva York, Routledge, anexo al cap. 1, 1998; Gerard Caprio y Daniela Klingebiel, "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, Michael Bruno y Boris Pleskovic (comps.), Washington, D.C., Banco Mundial, 1996; Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno, *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*, serie Temas de coyuntura, N° 4 (LC/L.1232-P), Santiago de Chile, 1999. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.G.13.

espacios de competencia regional y global obligó a realzar la eficiencia y en la práctica modificó la escala óptima de operación de las instituciones financieras. Si antes resultaba óptima una operación a escala nacional, con ciertas ramificaciones en otros países, en el presente la eficiencia operativa exige cada vez más la presencia en varios países, incluidos los principales centros financieros, y la oferta de una gama completa de productos financieros. Esto dio origen a un intenso proceso de fusiones y alianzas estratégicas entre bancos y otros agentes financieros a nivel mundial, y una notable penetración de la banca extranjera en los países en desarrollo.

Durante la década de 1990 la región no escapó a esta tendencia. Este proceso fue particularmente intenso entre 1996 y 1998, período en que la participación de los bancos extranjeros en los depósitos aumentó del 16% al 30% (Salomon Smith Barney, 1998). Actualmente, cerca del 60% de los préstamos y el 50% del patrimonio de los sistemas bancarios de las siete mayores economías de la región están controlados, al menos en parte, por entidades extranjeras (Salomon Smith Barney, 1999). La mayor participación de bancos internacionales fue estimulada por la estrategia de apertura aplicada por las economías, por los procesos de privatización de entidades financieras del sector público, y por la existencia de márgenes de intermediación y rentabili-

dad potencialmente elevados y nuevas oportunidades de negocios (Calderón y Casilda, 2000). Los bancos españoles han sido los más agresivos en este proceso y actualmente son dueños de una tercera parte de los activos de los 20 bancos extranjeros más grandes, lo que significa que superan a los estadounidenses, líderes históricos del sector en la región. Cabe destacar, en todo caso, que hay importantes grupos financieros privados de los países que han logrado sostenerse frente a este proceso de concentración. También subsisten importantes entidades financieras públicas, que en algunos países continúan incluso dominando la oferta de servicios financieros a nivel nacional.

Estos cambios estratégicos han tenido consecuencias positivas para el desarrollo financiero de los países, pero también los exponen a nuevos peligros. Entre las primeras cabe mencionar el aumento de la competitividad, el acceso a productos financieros característicos de sistemas más modernos y la posibilidad de que las empresas nacionales satisfagan demandas de recursos financieros de gran escala a través de la banca internacional presente en los países. Sin embargo, la ampliación de la escala y la diversificación de los componentes de los conglomerados financieros han dificultado considerablemente el ejercicio de la supervisión prudencial. Este problema también está vinculado a la expansión de los grandes grupos financieros nacionales hacia otros países, así como su presencia en centros financieros internacionales.

En efecto, como quedó demostrado por la quiebra de importantes bancos internacionales y de bancos nacionales con filiales en el exterior durante la década de 1990, las múltiples alternativas disponibles para eludir controles internos y externos, ocultar pérdidas y disfrazar operaciones ilícitas representan un enorme desafío para las instituciones responsables de la supervisión prudencial. La conformación de conglomerados financieros ha elevado las exigencias de información necesaria para evaluar adecuadamente la solvencia de los bancos. Los avances en esta materia han sido insuficientes y por el momento el intercambio de información entre supervisores descansa sobre bases de carácter informal más que institucional. Cuando no se dispone de información apropiada, las figuras legales basadas en presunciones respecto de la naturaleza de los créditos que otorga una entidad y de su relación con otros componentes del conglomerado financiero aparecen como la principal alternativa viable, a corto plazo, para evitar que la solvencia de una entidad presente en el país se vea afectada negativamente por la quiebra del banco extranjero matriz, de un integrante del conglomerado o de una filial. Lamentablemente, este tipo de disposiciones presuntivas no se incluyen debidamente en la mayoría de las legislaciones financieras de la región, lo que amenaza seriamente el carácter preventivo que debe tener la regulación y supervisión prudencial.

d) Los fondos de pensiones⁸

Otro cambio institucional importante ha sido la creación de los fondos de pensiones. Varios países de la región (Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, El Salvador, Perú y Uruguay) han transformado los sistemas de pensiones públicos de reparto en sistemas de capitalización individual, conforme a modalidades que varían de un caso a otro. Desde el punto de vista financiero⁹, un objetivo explícito de estas reformas ha sido aumentar la disponibilidad de ahorro a largo plazo para la inversión.

Los procesos han diferido en cuanto a su capacidad real para fomentar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión. Esta capacidad ha sido afectada al menos por dos factores: la forma en que los gobiernos han financiado los costos fiscales de la transición y las restricciones impuestas por las regulaciones prudenciales aplicables a la administración de los fondos. Los costos de la transición corresponden a las obligaciones del antiguo régimen previsional que sigue teniendo el Estado y a algunas generadas por el nuevo régimen: el pago de las pensiones en curso, los bonos de reconocimiento para los que se trasladan al nuevo sistema y la garantía de una pensión mínima. Estas obligaciones deben ser cubiertas sin los aportes de los contribuyentes, que se desvían a los fondos privados (Cepal, 1998a). En la medida en que el fisco no genere los ahorros netos necesarios para cubrir esos costos, el mayor ahorro neto privado tiene como contrapartida un mayor déficit público. En este caso, el Estado entra a competir con los inversionistas para acceder al mercado financiero, incluidos los fondos de pensiones, lo que reduce el efecto esperado de las reformas en términos de desarrollo financiero.

Por otra parte, aun cuando dichos costos se cubren mediante ajustes fiscales, como en el caso de Chile, entre otros, en las regulaciones prudenciales sobre administración de estos fondos se ha dado prioridad a los criterios de seguridad y liquidez de las inversiones. Esto ha generado un sesgo en las carteras de los fondos a favor de títulos de deuda pública o títulos privados de corto o mediano plazo, por lo que la canalización de recursos al financiamiento de la inversión privada a largo plazo ha sido menor al previsto (véase el cuadro 1.10).

En vista de esta situación, estos procesos deben complementarse con nuevos cambios institucionales encaminados a disponer de instrumentos financieros para que los fondos puedan constituirse efectivamente en una fuente de financiamiento de largo plazo de la inversión real. Algunos de los instrumentos que han demostrado capacidad de canalizar recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión han sido las letras hipotecarias indexadas, la emisión de bonos de empresas y acciones clasificadas por riesgo para ampliación de capital.

8. El papel de los fondos de pensiones en la canalización de ahorro financiero hacia la inversión real se examina también en el capítulo 4.

9. Como es obvio, el análisis que sigue no agota los objetivos de las reformas mencionadas. En Cepal (2000d, cap. 6) se presenta un análisis global de los efectos de estas reformas sobre los sistemas de seguridad social.

Cuadro 1.10
ADMINISTRADORAS Y MECANISMOS DE INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIONES
EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(Fines de 1999)

País	Número de administradoras	Estructura de inversión (porcentajes)		
		Instrumentos estatales	Depósitos a plazo	Otros
Argentina	14	52	20	28
Bolivia	2	66	32	2
Colombia	8	39	21	40
Chile	8	36	17	47
El Salvador	5	33	32	35
México	13	98	0	2
Perú	5	8	21	71
Uruguay	6	61	34	5

Fuente: Cepal, a partir de datos de PrimAmerica Consultores.

e) El acceso al financiamiento por parte de sectores excluidos

La manifestación de la heterogeneidad productiva en pequeñas y medianas empresas (PYME) y microempresas, en las que se concentra el grueso de las firmas y el 85% del empleo en la región, plantea otro desafío a los sistemas financieros nacionales. Entre las estrategias de apoyo y modernización de estas unidades productivas figuran la provisión de acceso a información y tecnología, a canales adecuados de comercialización y a financiamiento (Cepal, 2000d, cap. 10). Las reformas financieras han cambiado los mecanismos que tradicionalmente se utilizaban para apoyar a las pequeñas empresas y que consistían fundamentalmente en créditos subsidiados de instituciones públicas de fomento. Actualmente la estrategia de apoyo no incluye componentes de subsidio al crédito, sino la ampliación del acceso de las pequeñas unidades de producción a préstamos bancarios. Para facilitar este acceso se han creado numerosas instancias que dan apoyo a las pequeñas empresas en la elaboración de su información contable y financiera, lo que facilita a la banca el análisis de riesgo de este tipo de empresas.

En este contexto las estrategias de desarrollo financiero han estado encaminadas a fortalecer los bancos de fomento como instituciones de “segundo piso”, incluyendo la captación “mayorista” de fondos en los mercados de crédito y capital, y la oferta de líneas de crédito o de redescuento a bancos e instituciones de “primer piso”, vinculadas directamente a las empresas. Los instrumentos utilizados han sido los fondos de capital de riesgo, fondos de garantía o seguros de crédito, arrendamiento con opción de compra (*leasing*) y, en el caso específico de las microempresas, el crédito solidario.

Pese a los numerosos avances, que han permitido poner en práctica medidas cada vez más complejas e integradas, los efectos de programas de acceso al crédito siguen siendo limitados, más aún en el caso de las microempresas y el sector rural. Las medidas impulsadas se han centrado fundamentalmente en el aporte de recursos diferentes a los habitualmente disponibles (no redundancia); la adopción de medidas para asegurar que lleguen a las pequeñas unidades de producción (focalización) y que haya mayores recursos para estas empresas (adicionalidad), y la selección de deudores únicamente en función de su calidad crediticia (neutralidad). Las mayores dificultades para la aplicación de los programas de acceso al crédito han sido las asimetrías de información y riesgo, los elevados costos operacionales y la limitada información sobre créditos de bajo monto. En definitiva, pese a los esfuerzos realizados, el sector financiero carece todavía de una adecuada combinación de entidades públicas y privadas, que permita mejorar el acceso de las pequeñas empresas al financiamiento.

Otro de los propósitos de las reformas que se han puesto en marcha en las últimas décadas ha sido mejorar la capacidad de acceso a la vivienda de los estratos de ingresos bajos y medios. A partir de la década de 1980, se ha observado en la mayoría de los países de la región una reorientación de la política de vivienda social hacia esquemas basados en tres pilares fundamentales: subsidio estatal, ahorro previo y crédito hipotecario. El nuevo sistema exige la apertura de líneas de crédito hipotecario en los bancos comerciales o entidades especializadas, la fijación de normas explícitas en términos de la constitución de garantías hipotecarias, un esquema de seguros que incluya un seguro de vida hipotecario y normas sobre operaciones hipotecarias en casos de insolvencia.

La aplicación de esta estrategia se ha enfrentado fundamentalmente a problemas de dos tipos. En el plano operacional, éstos se deben a las dificultades de las familias más pobres para cumplir con el requisito de ahorro previo y son mucho más severos cuanto más alto es el precio de la vivienda, fundamentalmente como resultado del aumento del precio de la tierra. Por otra parte, desde el punto de vista financiero se han planteado problemas relacionados con la falta de financiamiento de largo plazo y de instrumentos que provean simultáneamente condiciones de seguridad, liquidez, y ofrezcan una rentabilidad atractiva para los inversionistas.

4. TRES EJES DE DESARROLLO INSTITUCIONAL EN MATERIA DE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

Durante la última década, la situación de los países de la región se caracterizó por marcados contrastes. Por una parte, logros significativos en materia de estabilidad de precios, consolidación de la situación fiscal y, en general, de la gestión macroeconómica. Por otra, sucesivas crisis económicas originadas, en gran medida, por un acceso

irregular y desigual al financiamiento externo, por la incapacidad de elevar simultáneamente los niveles de inversión y ahorro nacional, y por el desarrollo todavía inadecuado de sus sistemas financieros. Como resultado de ello, aunque el ritmo de crecimiento económico se ha recuperado en relación con la “década perdida”, sigue siendo insatisfactorio.

Los principales desafíos que enfrenta la región en el ámbito del financiamiento del desarrollo se concentran en torno a tres ejes: i) mejoramiento de la capacidad de los países en desarrollo y del sistema financiero internacional para prevenir y administrar crisis, a fin de reducir la vulnerabilidad ante choques externos; ii) mejoramiento de la capacidad de operar en la economía mundial, garantizando un desarrollo exportador dinámico y un acceso adecuado a la inversión extranjera directa y al financiamiento internacional, identificando diferentes estrategias según sea el tipo de inserción de los países, y iii) incremento de los niveles de ahorro público y privado y perfeccionamiento de los sistemas financieros nacionales para garantizar una adecuada intermediación financiera, junto con incentivar el financiamiento de largo plazo y facilitar el acceso al crédito por parte de sectores tradicionalmente excluidos.

En este contexto, resulta imprescindible examinar los problemas del sistema financiero internacional y plantear posibles caminos de acción para promover la estabilidad económica mundial, prevenir las crisis cambiarias y financieras, dar respuesta oportuna a aquéllas que se presenten, especialmente durante los períodos de restricción global de la liquidez internacional, y facilitar la solución de situaciones de sobreendeudamiento, incluso de los países de alto ingreso relativo de la región. Es esencial, en particular, que la sobreestimación del riesgo que caracteriza a los mercados durante estos períodos no contribuya a profundizar las crisis, dando origen a situaciones en las cuales las expectativas tienden a cumplirse, independientemente de las condiciones objetivas (“profecías autocumplidas”). Se debe analizar, en todos estos sentidos, el papel que deben cumplir no sólo las instituciones de carácter mundial, sino también las regionales. Asimismo, convendría analizar, desde la perspectiva de las economías nacionales, el desarrollo de políticas macroeconómicas anticíclicas, sobre todo de su manejo prudente en los períodos de bonanza; el papel del régimen cambiario, de la regulación de los flujos de capital, y de la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros.

No menos importante es distinguir las distintas modalidades de inserción en los mercados financieros internacionales por parte de los países de la región y la complementación de la agenda financiera y comercial internacional, haciendo hincapié, en uno y otro caso, en la experiencia de los países de menor desarrollo relativo. Al respecto, se debe examinar el papel de las políticas de desarrollo exportador y el acceso de los países en desarrollo a los mercados internacionales de bienes y servicios. Se deben plantear en su justa dimensión las políticas sobre flujos de inversión extranjera directa y otros capitales de largo plazo; el papel de los bancos de desarro-

llo multilaterales, regionales y subregionales en la ampliación del acceso al financiamiento internacional; la forma de recuperar y mejorar el uso de los recursos recibidos bajo la modalidad de asistencia oficial para el desarrollo, y el tipo de mecanismos que deben crearse para canalizar en forma expedita las remesas provenientes de los migrantes. Igual importancia debe otorgarse al tema de la relevancia de la Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres altamente endeudados en nuestra región.

Por último, el aumento del ahorro nacional y el desarrollo financiero nacional son requisitos esenciales de la estabilidad y el crecimiento económico. Por tanto, habría que examinar las diferentes alternativas de política y desarrollo institucionales para elevar los niveles de ahorro, otorgando primordial importancia a entornos macroeconómicos equilibrados y sostenibles, y a los incentivos de largo plazo de la innovación tecnológica y la competitividad. En particular, se destacan las medidas para potenciar los esfuerzos de ahorro que pueden realizar el sector público y las empresas privadas, y los mecanismos institucionales apropiados para fomentar el ahorro familiar y personal. Para garantizar una intermediación financiera adecuada es necesario, por otra parte, avanzar en el desarrollo de marcos eficaces de regulación y supervisión prudencial, mejorar las normas de regulación de las sociedades anónimas (governabilidad corporativa), desarrollar instrumentos y mercados líquidos que permitan el financiamiento de largo plazo, y fomentar la creación de nuevos instrumentos y actividades financieras, como los fondos de inversión y de capital de riesgo, y la titularización. Finalmente, las grandes inequidades que caracterizan a la región y que se manifiestan en problemas de acceso al sistema financiero exigen mecanismos que faciliten la concesión de créditos a las micro, pequeña y mediana empresas, y a los sectores de menores ingresos.

Capítulo 2

PROMOCIÓN DE LA ESTABILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

El dramático incremento de las corrientes financieras internacionales en años recientes ha estado acompañado de una tendencia a diversificar el tipo de financiamiento. Según se vio en el capítulo anterior, en los años noventa la región recibió recursos crecientes en la forma de inversión extranjera directa (IED) y de la expansión significativa del mercado internacional de bonos, créditos bancarios de mediano y corto plazo e inversiones de cartera en los mercados accionarios. Con la excepción de los flujos de inversión extranjera directa, estos recursos fueron altamente volátiles. Los recursos oficiales, bilaterales y multilaterales, contribuyeron a amortiguar los ciclos de financiamiento, ofreciendo recursos durante los períodos de “sequía” en los mercados privados de capitales. Por su parte, la asistencia oficial para el desarrollo, que constituye una fuente importante para los países de menor desarrollo relativo de la región, ha venido disminuyendo en forma persistente.

Existe evidencia bien documentada que muestra que los cambios en la composición de los flujos y su variación a lo largo del tiempo se originaron en gran medida en las fuentes de recursos, en particular en Estados Unidos (*véase* Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Culpeper, 1995; Griffith-Jones, 1998). Los cambios institucionales permitieron y alentaron la internacionalización financiera; a comienzos de la década, la recesión en los Estados Unidos, una demanda limitada de fondos y tasas de interés muy bajas impulsaron a los inversionistas estadounidenses a buscar otros mercados; la elevada liquidez internacional contribuyó, además, a un auge excepcional de financiamiento internacional en los años anteriores a la crisis asiática. América Latina fue un destino receptivo. Durante las coyunturas de mayor abundancia de recursos, varios países latinoamericanos recibieron entradas de capitales muy superiores a las que podían absorber.

En este documento se sostiene que las crisis financieras internacionales se gestan durante los períodos de entradas excesivas de capitales, que gradualmente minan los fundamentos macroeconómicos de los países receptores. Las crisis son, entonces, el efecto inevitable de anteriores entradas excesivas de capital.

Por otra parte, las crisis de liquidez que tienden a enfrentar las economías emergentes durante períodos de voluminosas salidas de capitales suelen dejar hondas huellas en sus economías: caídas en la actividad económica y la inversión, mayor

desempleo y un fuerte aumento de la pobreza. Como pudo verse en el capítulo anterior, ha existido una fuerte correlación entre los ciclos económicos que ha experimentado América Latina en los años noventa con las entradas netas de capital.

En el último tiempo ha cundido la noción de que, como las crisis financieras son cortas y los países afectados tienden a volver en forma relativamente rápida a los mercados de capital, no es necesario una reforma profunda al sistema financiero internacional. La información presentada en el capítulo anterior muestra la debilidad de esta aseveración. En efecto, aun cuando algunos de los países que han sufrido crisis financieras puedan retornar a los mercados de capital, las condiciones de acceso a dichos mercados tienden a empeorar, los diferenciales de tasas de interés que se aplican a sus papeles suelen aumentar y los nuevos contratos tienden a ser de plazos más cortos y contener opciones de venta que le permiten al acreedor exigir la liquidación de las obligaciones antes de su maduración normal. De hecho, tres años después de haberse desencadenado la crisis asiática, los mercados financieros no han recuperado las características que tenían anteriormente.

Por otra parte, los costos económicos y sociales de las crisis resultan muchas veces permanentes o prolongados. La trayectoria de crecimiento se desplaza bruscamente, entre otras razones por la interrupción aguda del proceso de acumulación y las pérdidas de capital, tangible e intangible (experiencia, reputación y contactos comerciales de las empresas) durante la crisis. La recuperación se ve obstaculizada durante años como resultado de las crisis financieras nacionales, cuyos costos de salvamento gravitan además, por largo tiempo, sobre las cuentas fiscales y cuasifiscales. Además, como se señaló en el capítulo anterior, los efectos sobre los indicadores sociales son asimétricos: los deterioros que experimentan el empleo, la pobreza y la distribución del ingreso durante las crisis son rápidos y, por el contrario, se revierten lentamente o resultan permanentes.

Existen dos grandes conjuntos de políticas para el manejo de las crisis financieras. Con arreglo al primero se busca minimizar la probabilidad de que ocurran a través de políticas preventivas. En relación con el segundo se reconoce que, aun cuando los países y la comunidad internacional pongan en práctica buenas políticas preventivas, las crisis siempre ocurrirán y que, por tanto, es importante contar a nivel internacional y regional con un conjunto de herramientas para hacerles frente. Un aspecto importante de la administración de las crisis es, además, impedir que se presenten fenómenos de contagio, que afectan injustificadamente a otros países con buenos fundamentos macroeconómicos.

Desde luego, esta distinción es algo artificial. De hecho, un adecuado conjunto de instituciones para el manejo de las crisis es la mejor garantía de que no se producirán, ya que la creación de dichas instituciones tendría el efecto de cambiar las expectativas y el comportamiento de los agentes financieros, de tal manera que las crisis tenderían a ser fenómenos menos frecuentes. En este sentido, las crisis son, en gran

parte, consecuencia de un comportamiento alentado por la ausencia de instituciones internacionales que regulen la globalización de las finanzas.

En la primera sección de este capítulo se examina la forma en que se originan las situaciones de riesgo o vulnerabilidad y se repasan los principales efectos macroeconómicos generados por los ingresos de capitales, haciendo hincapié en las lecciones de las experiencias recientes. La segunda está dedicada al análisis de los aspectos internacionales de la prevención de las crisis. La tercera sección analiza las medidas que pueden adoptar las economías receptoras. La cuarta sección aborda la administración de las crisis en sus dos dimensiones: el financiamiento de emergencia y las reglas multilaterales para la suspensión y renegociación de la deuda externa. La última sección se refiere a la necesidad de completar la arquitectura financiera internacional con un eslabón regional.

1. FLUJOS DE CAPITAL Y CRISIS FINANCIERAS DE ÚLTIMA GENERACIÓN

Es esencial distinguir entre distintos tipos de flujos de capital, ya que ellos tienen horizontes temporales diferentes, responden a distintos incentivos, los agentes que están detrás de ellos difieren y los efectos sobre las economías receptoras son también muy dispares. Por una parte, la inversión extranjera directa tiene horizontes de largo plazo. Asimismo, tiene el potencial de contribuir a los países receptores no sólo con capital sino también con tecnología y canales de comercialización para sus exportaciones¹. Algunos préstamos internacionales de mediano y largo plazo, provenientes de la banca internacional y de proveedores de bienes de capital, también tienen un horizonte de varios años y objetivos no especulativos, por lo cual existe una relación más estrecha entre dichos flujos y la inversión productiva.

En el otro extremo del espectro se encuentran los flujos de cartera y los préstamos bancarios de menores plazos. Para muchos de los agentes que alimentan la oferta de fondos en estos mercados, la atracción que ofrecen los “mercados emergentes” es la posibilidad de obtener ganancias de capital y cambiarias, aprovechando diferenciales de corto plazo en las tasas de interés y posibles apreciaciones en el tipo de cambio de los países receptores. La conducta de unos agentes estimula la de otros, lo que da origen a un comportamiento de “manada”: la entrada de capitales genera presiones sobre los tipos de cambio y de interés y los precios de los activos que permiten obtener utilidades extraordinarias y alimenta, por tanto, nuevas entradas. La acumulación de pasivos puede ser considerada, como una conducta indivi-

1. Sin embargo, según se vio en el capítulo anterior, una parte importante de la inversión extranjera directa ha estado representada en los últimos años por la adquisición de activos existentes (40% aproximadamente).

dual “racional” que se deriva, en gran medida, de la manera en que las acciones de los distintos agentes se retroalimentan entre sí.

Estos inversionistas con horizontes cortos continuarán, por tanto, aportando fondos hasta que comiencen a formarse expectativas de un inminente cambio de tendencia. A medida que aumentan el nivel de capital colocado en un país (o región) y el grado de dependencia del deudor de flujos adicionales (déficit de cuenta corriente, más refinanciamiento de pasivos que están venciendo o son líquidos) aumenta, también se va incrementando su sensibilidad ante cualquier noticia adversa. De hecho, luego de un incremento significativo en los precios de los activos y de la moneda local, acompañados por un creciente endeudamiento externo, la probabilidad de un cambio en las expectativas crece en forma exponencial. Cuando este cambio se produce, todos querrán ser los primeros en salir, para evitar pérdidas. La estampida posterior será, por consiguiente, desde el punto de vista del comportamiento individual de estos agentes, “racional”.

No existe aún una comprensión acabada de por qué un país se pone de moda como receptor. A veces es porque ha realizado reformas estructurales que complacen a los mercados internacionales o ha logrado un equilibrio macroeconómico que se percibe como sostenible. Otras, porque sus términos del intercambio están mejorando y no se espera que el fenómeno se revierta por algún tiempo. En algunos casos, aun cuando los operadores están conscientes de que un país tiene desequilibrios insostenibles (*vr. gr.*, Rusia antes de su crisis de 1998), las entradas de capital continúan porque los mercados siguen siendo líquidos y los agentes visualizan, por tanto, la posibilidad de retirarse antes que llegue la crisis.

En economías financieramente abiertas, como lo son la mayoría de los países latinoamericanos, el comportamiento de agentes nacionales suele acentuar los desequilibrios causados por los agentes financieros externos. En períodos de fuertes entradas de capital, las tasas de interés más altas en los mercados nacionales y las expectativas de revaluación de la moneda nacional hacen muy atractivo el endeudamiento externo, pero lo contrario se torna cierto cuando existen presiones en el sentido opuesto sobre el tipo de cambio. Por su parte, durante los períodos de auge, los inversionistas nacionales cambian igualmente la composición de sus carteras hacia activos denominados en moneda nacional; durante las crisis, liquidan activos nacionales y se refugian en activos en divisas. Más aún, según se vio en el capítulo anterior, la política macroeconómica de muchos países, lejos de atenuar los efectos de los ciclos de financiamiento externo, tiende a acentuarlos, dando paso a comportamientos procíclicos del gasto público y privado y a la revaluación del tipo de cambio durante los períodos de euforia en los mercados de capitales, lo que torna inevitables los ajustes en el sentido contrario una vez que desaparecen estas condiciones excepcionales.

El componente especulativo de estos flujos se traduce, por consiguiente, en entradas excesivas durante los auges y en la interrupción de las nuevas entradas y egresos

sustanciales durante las crisis. Estos egresos son generalmente cuantiosos en el caso de los préstamos de corto plazo y los flujos de cartera hacia las bolsas de valores. Cuando la deuda de corto plazo comienza a exceder las reservas internacionales, ello puede ser el detonante para la fuga de capitales. Todos quieren evitar quedar atrapados en un país con reservas insuficientes para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Los acreedores no renuevan sus créditos y los inversionistas de cartera liquidan sus activos, aun cuando ello signifique fuertes pérdidas del capital. La dinámica de los flujos de capital de corto plazo tiende a ser, por tanto, fuertemente desestabilizadora (Rodrik y Velasco, 1999). Por otro lado, las inversiones en bonos (que son de mediano o largo plazo), aunque quedan “atrapadas” en los países receptores durante las crisis, pierden liquidez, por lo cual los gobiernos y las empresas nacionales ven reducida la posibilidad de colocar nuevas emisiones o enfrentan un fuerte deterioro en las condiciones de financiamiento (reducción de plazos, incremento de los márgenes *–spreads–* que deben pagar y opciones de salida de los inversionistas).

La característica esencial de estos ciclos de auge y salida de capitales volátiles es que tienden a ser desproporcionados en relación con el tamaño de las economías anfitrionas. No es poco común que un país de moda en los mercados internacionales de capital reciba entradas cercanas o superiores a 10% del PIB. Asimismo, los flujos netos de capital a las economías emergentes suelen ser muy elevados con relación al tamaño de sus mercados financieros. En contraste con las economías desarrolladas, en las que la proporción entre los flujos netos de capital y la cantidad de dinero (medida por M_2) pocas veces sobrepasa el 5%, en las economías emergentes esta razón puede ubicarse entre 10% y 25% durante los períodos de bonanza (véase el cuadro 2.1).

Las entradas de esta magnitud son muy difíciles de absorber sin que ellas desestabilicen a las economías receptoras. Típicamente, el tipo de cambio real se aprecia, el déficit en cuenta corriente aumenta más allá de lo prudente, se incrementa la cantidad de dinero, los precios en los mercados accionarios e inmobiliarios se elevan en forma desproporcionada y el ahorro externo sustituye al interno. Cuando estos fenómenos se manifiestan, el país receptor entra en una zona de vulnerabilidad en la cual una “mala noticia” (económica o política) nacional, regional o proveniente incluso de lugares distantes del mundo en desarrollo, o los giros en las condiciones de los países industrializados, pueden causar una fuga de capitales y un ataque especulativo en contra de la moneda nacional.

Una característica esencial de estas fuertes fluctuaciones de los flujos internacionales de capital es que tienen un componente altamente exógeno con respecto a las políticas de los países receptores. La exogeneidad de los flujos internacionales de capital contiene una importante lección para los países receptores: no basta con mantener los equilibrios macroeconómicos para que los flujos de capital sean estables. Es más, a veces la propia estabilidad macroeconómica, si ella es percibida como permanente, puede atraer capitales en magnitudes tales que terminan por desestabilizar a las economías receptoras.

Cuadro 2.1
RELACION DE FLUJOS NETOS DE CAPITAL^a A M₂, ECONOMÍAS
DESARROLLADAS Y EMERGENTES SELECCIONADAS
(Porcentaje)

País	1990-1998	1990-1994	1995-1998
Argentina	22,0	25,5	18,2
Brasil	7,2	3,3	10,4
Canadá	3,1	4,2	1,7
Chile	18,6	18,9	19,2
Colombia	18,5	11,8	26,0
Ecuador	19,6	16,4	19,3
Estados Unidos	3,1	2,1	4,2
Indonesia	9,1	8,9	8,4
Japón	1,7	1,8	1,7
Malasia	11,2	13,2	6,3
México	18,9	23,8	12,9
República de Corea	5,7	4,7	7,0
Suiza	5,7	5,3	6,0
Venezuela	14,5	18,5	11,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., febrero de 2000.

a Entradas o salidas netas (salidas en Suiza y Japón, entradas en otros países).

Otra expresión de la exogeneidad de los flujos es el contagio. Cuando una crisis se desata en algún país, los acreedores e inversionistas internacionales tratan de adelantarse a crisis que podrían ocurrir en otros países que han experimentado fuertes entradas de capital foráneo y podrían presentar algunos de los síntomas del país en crisis. Además, algunos inversionistas internacionales fuertemente apalancados, al experimentar pérdidas en un país, se ven en la obligación de liquidar posiciones en otros países para restablecer su liquidez frente a las demandas de fondos de sus acreedores o inversionistas. Ello puede propagar la crisis financiera aun a países con buenos fundamentos macroeconómicos. Una de las evidencias del grado en que los eventos que ocurren en una determinada economía se transmiten a las demás, como resultado del comportamiento anteriormente señalado, es el alto grado de correlación que existe entre las condiciones del crédito externo entre países con distintos fundamentos macroeconómicos (Bustillo y Velloso, 2000). Tal como se señala en el cuadro 2.2, los coeficientes de correlación entre los márgenes de interés (*spreads*) sobre los bonos de las economías de la región son relativamente elevados. Si bien ello concuerda en cierta medida con las interrelaciones reales y financieras existentes entre estas economías, esas correlaciones resultan en mayor grado de la conducta de inversionistas con baja capacidad para distinguir entre países con diferentes políticas y fundamentos macroeconómicos.

Cuadro 2.2
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE MÁRGENES SOBRE BONOS
DE ALGUNOS PAÍSES
 (Diciembre 1997 – septiembre 2000)

	Argentina	Brasil	Ecuador	México	Panamá	Perú	Venezuela	EMBI+ ^a	EMBI de América Latina
Argentina	1.00								
Brasil	0.86	1.00							
Ecuador	0.27	0.21	1.00						
México	0.78	0.91	-0.02	1.00					
Panamá	0.90	0.85	0.42	0.73	1.00				
Perú	0.76	0.64	0.15	0.69	0.59	1.00			
Venezuela	0.90	0.85	0.19	0.83	0.83	0.72	1.00		
EMBI+	0.86	0.96	0.31	0.89	0.86	0.63	0.85	1.00	
EMBI de América Latina	0.94	0.98	0.26	0.91	0.90	0.73	0.92	0.96	1.00

Fuente: Cepal, basado en datos del índice positivo de bonos globales de los mercados emergentes (EMBI+).

a Índice de bonos globales de los mercados emergentes de J.P. Morgan.

El contagio tiene un fuerte componente regional. Después de la crisis mexicana de diciembre de 1994, Argentina también experimentó fuertes salidas de capital. Luego de la crisis de Tailandia en julio de 1997, hubo estampidas de capitales desde Indonesia, Malasia, Filipinas, Hong Kong (región administrativa especial de China), Singapur, provincia china de Taiwan y la República de Corea. En 1998-2000, prácticamente todos los países suramericanos han experimentado serias dificultades financieras internacionales, aun cuando en muchos de ellos sus fundamentos macroeconómicos eran bastante sólidos antes que se desencadenaran las dificultades.

Algunas economías que fueron afectadas durante la última crisis financiera internacional estaban bien preparadas para enfrentar fugas de capital; en otras, la crisis las encontró con algunos signos de fragilidad (altos coeficientes de deuda de corto plazo a reservas internacionales, elevados déficit en cuenta corriente, apreciaciones cambiarias insostenibles en el largo plazo). Es importante resaltar, sin embargo, que las crisis pueden afectar a economías con muy distintos grados de solidez. Incluso la República de Corea, uno de los países más afectados, tenía fundamentos macroeconómicos bastante sólidos: un presupuesto fiscal relativamente equilibrado, baja inflación y crecimiento notablemente alto por bastante tiempo. Ni su déficit en cuenta corriente ni la apreciación cambiaria que había experimentado en los años inmediatamente anteriores a la crisis eran excesivos. Sus deficiencias principales eran un coeficiente de deuda de corto plazo a reservas mayor que la unidad y un fuerte

apalancamiento de sus empresas, lo que las hacía muy vulnerables a alzas de tasas de interés, una contracción de la demanda y una depreciación cambiaria (Agosin, 2000a). Una de las lecciones de la crisis financiera reciente es, entonces, que ellas pueden afectar a justos y a pecadores.

Las características centrales de las crisis financieras de “nueva generación” son, por tanto, la magnitud e intensidad de los ciclos de financiamiento externo, con fuertes elementos exógenos y de contagio, determinados en gran medida por las decisiones de agentes “de horizontes estrechos”, especializados en temas de microfinanciamiento, que se retroalimentan entre sí (Pfaff, 2000). No puede sorprender que, como consecuencia de esta situación, se generen desequilibrios macroeconómicos insostenibles, precios macroeconómicos “incorrectos” o atípicos y un entorno desfavorable para la inversión productiva (particularmente en bienes y servicios transables). Es imperioso, por consiguiente, crear un entorno internacional menos propenso a generar ciclos financieros de esta naturaleza e instituciones capaces de hacer frente a la volatilidad, cuando ella se presenta. Es igualmente esencial que las autoridades macroeconómicas de los países en desarrollo eviten el ingreso a zonas de vulnerabilidad durante los períodos de euforia en los mercados internacionales de capitales, condición imprescindible para alcanzar equilibrios macroeconómicos que sean sostenibles y generen un entorno favorable a la inversión y al crecimiento.

2. LA PREVENCIÓN DE LAS CRISIS: ASPECTOS INTERNACIONALES

Las insuficiencias de la institucionalidad internacional para proporcionar un marco apropiado de gobernabilidad a las transacciones internacionales de capital se hacen cada día más evidentes. En estos momentos, la comunidad internacional no está dotada de los instrumentos para proporcionar al sistema económico mundial, cada vez más globalizado, los bienes públicos globales que requiere, entre los que se cuenta la estabilidad financiera internacional². Desde el punto de vista de la problemática que se aborda aquí, los tres elementos esenciales para garantizar una oferta adecuada de este “bien público global” son: a) la coherencia de las políticas macroeconómicas de las principales economías y el desarrollo de un marco normativo y de sistemas de vigilancia (*surveillance*) de las políticas macroeconómicas nacionales de todos los países; b) el desarrollo de una institucionalidad financiera apropiada a nivel internacional que

2. La literatura sobre los temas que siguen es abundante. Sobre el concepto de “bienes públicos globales” aplicados al sistema financiero internacional, véanse Helleiner (2000), Kaul, Grunberg y Stern (1999) y Wyplosz (1999). Sobre reforma financiera internacional, véanse, entre otros, FMI (1998, 1999 y 2000), Naciones Unidas (1999-2000), Unctad (1998), Akyüz y Cornford (1999), Eatwell y Taylor (2000), Eichengreen (1999), Fischer (1999), Griffith-Jones y Ocampo (1999), Ocampo (1999a y 1999b) y White (2000).

prevenga la acumulación de riesgos financieros excesivos; y c) la capacidad de respuesta oportuna frente a las crisis que amenacen la estabilidad financiera internacional. Como veremos más adelante en este capítulo, estos elementos tienen también dimensiones regionales.

a) Manejo macroeconómico global

Desde el quiebre del sistema de Bretton Woods de paridades fijas (pero ajustables), la variabilidad nominal y real entre las monedas de los países avanzados experimentó un enorme aumento (Krugman, 1989). La privatización del riesgo cambiario que conllevó dicha ruptura incentivó el desarrollo de mercados financieros mundiales (Eatwell, 1997; Eatwell y Taylor, 2000). Aunque el desarrollo financiero ha creado instrumentos especiales para manejar los riesgos correspondientes, también introdujo nuevos elementos de inestabilidad financiera y macroeconómica, a los cuales son particularmente vulnerables los países en desarrollo.

Esta inestabilidad está asociada a la gran asimetría que existe entre el desarrollo dinámico de los mercados financieros mundiales y la ausencia de una adecuada gobernabilidad macroeconómica y financiera a nivel mundial. Desde el punto de vista macroeconómico, la globalización exige una mayor coordinación de las políticas macroeconómicas entre los principales países desarrollados, que garanticen su coherencia y, por ende, la estabilidad macroeconómica global. Los esquemas que se elaboren con este objetivo deben garantizar una adecuada representación de los países en desarrollo, para que el diseño de las políticas macroeconómicas de las principales economías internalice los efectos que tiene sobre otras economías y reduzca la excesiva volatilidad de los tipos de cambio de las principales monedas y los ciclos agudos de disponibilidad de financiamiento, cuyos costos para los países en desarrollo han probado ser elevados.

Una contrapartida necesaria de dicha coordinación es la supervisión de las políticas macroeconómicas de todos los países y el desarrollo de estándares básicos para el manejo de las políticas fiscales, monetarias y financieras. La actividad de vigilancia, que a nivel global recae sobre el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de las consultas que se realizan en el marco del Artículo IV de su Convenio Constitutivo, debe tener un carácter claramente preventivo y, por ende, debe estar acompañada de mecanismos de seguimiento de la evolución de los mercados financieros y de la elaboración de indicadores de vulnerabilidad o alerta temprana. La naturaleza de las políticas macroeconómicas de carácter preventivo que deben adoptar las economías en desarrollo se examina más adelante.

Los criterios que ahí se exponen deben servir para mejorar los estándares de manejo macroeconómico que ha comenzado a desarrollar el FMI. Estos estándares abarcan en la actualidad los códigos de buenas prácticas de transparencia fiscal y de transpa-

rencia en las políticas monetaria y financiera, a los cuales se agregarán posiblemente códigos de buenas prácticas para el manejo de la deuda pública y de la deuda externa. En cualquier caso, estos códigos deben tener en cuenta dos principios básicos. El primero es el mantenimiento de autonomía de los países en desarrollo para diseñar sus políticas, incluida la elección del régimen cambiario y el tipo de regulación de la cuenta de capital que consideren apropiados para sus condiciones nacionales (Naciones Unidas, 1999; Ocampo, 1999). El segundo es la capacidad limitada que tienen estos países para absorber normas complejas. La adopción de estas normas debe tener en cuenta, por tanto, las limitaciones institucionales que tienen los países, especialmente los de menor desarrollo relativo, y sus tradiciones de política macroeconómica.

Según veremos más adelante, el desarrollo de esquemas de coordinación y vigilancia de las políticas macroeconómicas de carácter subregional y regional debe ser también un objetivo de los países en desarrollo. Este tema ha venido adquiriendo creciente importancia en América Latina y el Caribe como resultado de los procesos de integración en marcha y de los fenómenos de contagio que caracterizan a los mercados financieros.

b) Un marco institucional apropiado para la estabilidad financiera

La estabilidad financiera internacional requiere también un marco institucional apropiado de carácter global. Dicho marco debe tener dos elementos importantes: estándares mínimos de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros y de suministro de la información que requieren los mercados financieros para funcionar en forma apropiada. La adopción de estándares en todos estos campos cumple el doble objetivo de garantizar una mayor estabilidad de los sistemas financieros nacionales y de permitir una inserción más estable de ellos en los mercados internacionales. Al igual como se ha señalado en materia de política macroeconómica, los estándares correspondientes deben tener en cuenta la capacidad de absorción y las tradiciones regulatorias de los distintos países.

La regulación y supervisión prudencial cumple el papel fundamental de evitar que los agentes financieros asuman riesgos excesivos y de garantizar que sus patrimonios sean adecuados para los riesgos que asumen. Por una y otra vía se busca, ante todo, impedir que se generen problemas de carácter sistémico. El rigor de las normas debe ser consistente, por tanto, con los riesgos que asumen los agentes en su conjunto, y no sólo individualmente.

En el caso de los países industrializados, el énfasis relativo debe recaer sobre la regulación y supervisión de las instituciones y operaciones con mayores niveles de apalancamiento. Pese al reconocimiento de estos problemas, los avances que se han realizado en esta dirección han sido tímidos y sesgados hacia regulaciones indirectas (sobre los intermediarios que les otorgan crédito) más que directas. Por otra parte,

los países industrializados deben dar también un peso apropiado a una adecuada evaluación del riesgo de operaciones que se lleven a cabo con países que contraen endeudamiento neto, especialmente de corto plazo, en magnitudes que son desproporcionadas en relación con el tamaño de las economías y de sus sectores financieros, desincentivando, por ende, el financiamiento de alto riesgo en su fuente. Estos temas están siendo discutidos en el marco del Foro de Estabilidad Financiera creado por el Grupo de los Siete, pero este mecanismo carece de una adecuada representación de los países en desarrollo. Las normas que se deben aplicar a estos últimos se exponen más adelante en este capítulo y en forma detallada en el capítulo 4 de este informe. Para todos los países, es necesario adoptar, además, medidas eficaces para prevenir y castigar el lavado de dinero y otros delitos financieros, siguiendo las recomendaciones de las Naciones Unidas en este campo³.

La importancia de la información para el buen funcionamiento de los sistemas financieros ha sido reconocida ampliamente en la literatura económica reciente. Aunque algunos problemas de información son insolubles (la asimetría entre la información que disponen acreedores y deudores sobre los proyectos y la situación financiera de estos últimos), el suministro de información transparente contribuye, sin duda, a mejorar el funcionamiento de los mercados.

Algunos observadores han planteado que una de las causas más importantes de las crisis recientes ha sido la falta de información acerca de los países que han recibido cuantiosas entradas de capital. Sin embargo, esta argumentación es inexacta. En efecto, en términos generales, la información básica sobre las condiciones macroeconómicas de las principales "economías emergentes" estaba disponible mucho antes que se desencadenaran las crisis correspondientes. Por otra parte, según se vio en una sección anterior, aun en presencia de información adecuada, puede ser racional para agentes individuales, con horizontes temporales limitados adoptar posiciones que, desde el punto de vista colectivo, generan alto riesgo (French-Davis, 1999, cap. VIII.C). No debe ignorarse, además, que la misma información se interpreta de manera diferente en distintos momentos, dependiendo de las expectativas de los agentes económicos. Esto es cierto aun respecto de aquellos agentes económicos mejor informados (los bancos de inversión, las agencias calificadoras de riesgos, los organismos intergubernamentales y los propios gobiernos). En otras palabras, el problema esencial es la volatilidad de las opiniones y expectativas de los agentes económicos, no necesariamente la información factual que les sirve de base (Ocampo, 1999a; Eatwell y Taylor, 2000).

No obstante lo anterior, las medidas orientadas a mejorar la calidad, cantidad y transparencia de la información disponible para los agentes económicos pueden contribuir a mejorar la eficiencia de los mercados y la estabilidad de los flujos de capital

3. Véase Blum y otros (1998) y Naciones Unidas (1998).

(Ahluwalia, 2000). En tal sentido han surgido varias iniciativas importantes en los últimos años. Una de ellas es el desarrollo, por parte del FMI, de estándares de calidad y oportunidad de la información económica y financiera que se entrega a los mercados. Hasta el momento, cerca de medio centenar de países están participando en esta iniciativa. Lograr un mayor grado de uniformidad en la información acerca de la situación financiera y contable de las empresas facilita, además, una interpretación adecuada de la información. Los Estándares Internacionales de Contabilidad e Información que se han venido discutiendo en el seno de la Unctad representan una buena oportunidad para alcanzar un mayor grado de uniformidad contable entre países. El desarrollo de un mercado accionario profundo y transparente también puede morigerar las consecuencias de las fuertes oscilaciones en las corrientes internacionales de capital. A ello puede contribuir un mayor flujo de información contable de buena calidad sobre las empresas. Para ello, el Comité Internacional de Estándares Contables ha desarrollado un conjunto básico de estándares contables para que ellos sean adoptados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (Iosco, por su sigla en inglés).

Las agencias calificadoras de riesgos son una de las principales instituciones privadas responsables de proporcionar información a los inversionistas. Su desempeño durante la crisis financiera fue insatisfactorio. No fueron ajenas a la volatilidad que experimentaron las opiniones y expectativas de los agentes económicos involucrados en los mercados emergentes durante los fuertes ciclos de auge y colapso financiero de los años noventa. Este hecho, conjuntamente con la inclusión de elementos “subjetivos” en su evaluación de los riesgos soberanos, ha dado origen a un patrón procíclico de evaluación de riesgo. De este modo, en la medida en que la información que suministran es considerada relevante por los mercados, en lugar de atenuar los ciclos financieros (que es el efecto esperable de un buen sistema de información), ha tendido a intensificarlos. En no pocos casos, sin embargo, la información que suministran no es considerada relevante por los mercados, que de hecho cuentan, en el caso del riesgo soberano, con la misma información que sirve de base para las evaluaciones que hacen las agencias.

En efecto, la clasificación de riesgo de los países de América Latina en los años noventa por parte de las principales agencias calificadoras concordó con la evolución del ciclo económico, cambiando adversamente durante la crisis mexicana del peso, recuperándose en el período 1995-1997, y deteriorándose nuevamente en 1998 y 1999. Además, como se desprende del cuadro 2.3, las agencias evaluadoras no parecen haber agregado información al mercado. Durante el período julio 1998-diciembre 2000, los *spreads* ya estaban moviéndose en el 70% de los casos en la dirección que más tarde indicarían los anuncios de las agencias. En más del 70% de los casos, el cambio de los *spreads* se dio en dirección opuesta a la sugerida por las agencias, una vez hechos los anuncios correspondientes.

Cuadro 2.3
EFFECTOS DE CAMBIOS EN LAS CLASIFICACIONES DE STANDARD & POORS
Y MOODYS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO
 (Julio de 1998 a septiembre de 2000)

a) Cambio del mercado en la dirección sugerida por las modificaciones en las clasificaciones antes que fueran anunciadas			
	Sí	No	No concluyente
3 meses antes	12	5	-
1 mes antes	6	11	-
b) Cambio del mercado en la dirección sugerida por las modificaciones en las clasificaciones después que fueran anunciadas			
	Sí	No	No concluyente
3 meses después	5	12	-
1 mes después	6	10	1

Fuente: Cepal, sobre la base de datos de Merrill Lynch, *Emerging Markets Debt Quarterly*, octubre de 2000.

Por las razones mencionadas, los gobiernos de los países desarrollados, probablemente con el apoyo de las instituciones financieras multilaterales, deben impulsar a las instituciones privadas a calificar el riesgo soberano de acuerdo con parámetros estrictos y objetivos, de público conocimiento. Estos principios pueden servir de base para el establecimiento de marcos de regulación y supervisión de sus actividades y para el desarrollo de mecanismos de intercambio de información entre éstas y los organismos regulatorios. Una alternativa más radical sería remplazar la calificación del riesgo soberano que hoy en día realizan estas agencias por un sistema de calificación que apliquen las entidades de supervisión de los países donde se realicen las emisiones, de acuerdo con parámetros objetivos acordados internacionalmente.

c) Capacidad de respuesta efectiva frente a las crisis

Las crisis financieras que se experimentaron en el pasado llevaron a la creación de instrumentos nacionales para enfrentarlas. Dichos mecanismos incluyen la función de los bancos centrales como “prestamistas de última instancia”, mecanismos oportunos de intervención de entidades financieras en dificultades, los seguros de depósito y reglas ordenadas para la refinanciación o liquidación de entidades no financieras en dificultades. Aunque estos mecanismos fueron diseñados para manejar las crisis, tienen también un carácter preventivo, en la medida en que ayudan a evitar que se desarrollen expectativas desestabilizadoras que generen crisis sistémicas.

Sin embargo, la instrumentación de la mayoría de estos mecanismos a nivel internacional no parece viable, al menos en la actualidad. El único que ha sido desarrollado hasta ahora es una variante limitada del prestamista de última instancia, a través de los créditos de emergencia que otorga el FMI a los países en dificultades. Sin embargo, como veremos, su desarrollo ha quedado muy rezagado en relación con el crecimiento del mercado financiero internacional. El desarrollo de una mejor capacidad de respuesta del Fondo frente a las crisis ocasionadas por fuertes vaivenes en los mercados internacionales de capital, tiene la función de evitar que las expectativas desestabilizadoras agudicen las dificultades en los países involucrados. Durante las crisis recientes, se ha reconocido, además, la importancia de la intervención del Fondo para impedir que se generen fuertes fenómenos de contagio.

Esta forma de intervención puede dar lugar, sin embargo, a problemas de “riesgo moral”, es decir de excesiva asunción de riesgos, tanto por parte de los acreedores como de los deudores, basándose en la expectativa de que serán rescatados en caso de dificultades. Por este motivo, esta función debe desarrollarse paralelamente a marcos apropiados de regulación y supervisión prudencial de las actividades financieras y mecanismos que garanticen una adecuada participación de los acreedores en la distribución de los costos de resolución de las crisis. El primero fue ya analizado y el segundo se examinará en la cuarta sección de este capítulo.

3. POLÍTICAS PREVENTIVAS DE LOS PAÍSES RECEPTORES

Los países receptores tienen la responsabilidad de tomar medidas para evitar que los auges económicos asociados a las fuertes entradas de capitales desemboquen eventualmente en crisis. Estas medidas deben estar orientadas, ante todo, a un manejo de los auges con claros criterios prudenciales. Este manejo debe estar acompañado de la adopción de un régimen cambiario que concilie la estabilidad del tipo de cambio real con cierta flexibilidad para adaptarse a *shocks* financieros externos y de mecanismos de “autoseguro” frente a perturbaciones externas desfavorables. El peso relativo de los distintos instrumentos y medidas variará de acuerdo con las características estructurales y la tradición macroeconómica de cada país⁴.

a) El manejo prudencial de los auges

El primer elemento de toda política de prevención de crisis es una gestión macroeconómica consistente y flexible de los auges. Esta gestión debe estar orientada a impedir que los agentes públicos y privados acumulen deudas insostenibles por su magnitud y evitar, asimismo, desequilibrios de los precios más importantes, sobre todo

4. Estos temas se tratan con mayor detalle en Cepal (2000d, cap. 8).

del tipo de cambio y de los precios de los activos nacionales (financieros y bienes raíces). Como se discute con mayor extensión en el capítulo 4 de este informe, en la esfera fiscal el propósito de las autoridades debe ser la generación de un equilibrio e incluso un superávit estructural de las finanzas públicas, que contribuya a fortalecer la capacidad de ahorro de la economía y otorgue a las autoridades un mayor margen para un manejo anticíclico. Esto exige la generación de superávits fiscales durante los auge, preferiblemente por medio de fondos de estabilización de ingresos públicos –tanto tributarios como provenientes de las exportaciones de materias primas, en caso de que sean relevantes–, que otorguen la libertad necesaria para mitigar las restricciones fiscales en la fase descendente posterior y, especialmente, para evitar los efectos de las crisis para los sectores sociales más vulnerables. Cabe anotar que a los fondos de estabilización de ingresos provenientes de materias primas, que tienen ya antecedentes en varios países (fondos del café y el petróleo en Colombia, del cobre y el petróleo en Chile y del petróleo en Venezuela), se han venido agregando fondos generales de estabilización de ingresos tributarios, como parte de nuevas leyes de responsabilidad fiscal⁵. La comunidad internacional debe apoyar el diseño de estos instrumentos de estabilización⁶.

Por otra parte, en términos monetarios y cambiarios, las políticas deben estar dirigidas a prevenir que los auge coyunturales se traduzcan en aumentos excesivamente rápidos del crédito externo e interno al sector privado y en apreciaciones insostenibles del tipo de cambio real. La efectividad de estas medidas será mayor si están acompañadas de regulaciones prudenciales sobre la entrada de capitales, de un manejo activo de la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros y de una “política de pasivos” explícita, destinada a mejorar el perfil temporal de la deuda pública y privada, tanto interna como externa. Además, durante las crisis, la experiencia de las economías de Asia y América Latina en los últimos años demuestra que es contraproducente hacer excesivo hincapié en las tasas de interés como mecanismo de estabilización, frenando los ajustes del tipo de cambio, ya que ello acelera el deterioro financiero y genera presiones fiscales adicionales (el costo del rescate de los sectores financieros y el encarecimiento de la deuda pública interna, cuando ésta es cuantiosa)⁷.

Las regulaciones prudenciales sobre la entrada de capitales cumplen el papel de “política de pasivos” en el caso del endeudamiento externo y, en la medida en que son efectivas para disminuir las entradas de capitales, otorgan, además, márgenes de

-
5. Sobre la conveniencia de estos mecanismos generales de estabilización tributaria, véase Cepal (1998b).
 6. Por ejemplo, los bancos multilaterales podrían diseñar sistemas de crédito orientados a apoyar las redes de protección social con arreglo a los cuales los fondos de contrapartida nacionales se entregan durante los períodos de holgura fiscal y se mantienen en los bancos, adecuadamente remunerados, hasta el momento de desembolso del crédito durante la crisis.
 7. Véase un análisis del caso latinoamericano en Cepal (1999a).

acción a las autoridades macroeconómicas para adoptar políticas monetarias restrictivas durante los auges y evitar apreciaciones insostenibles del tipo de cambio. Los instrumentos permanentes de regulación prudencial, especialmente los impuestos o encajes variables a las entradas de capital, cuyo grado de rigor se acentúe o se reduzca a lo largo del ciclo, son preferibles a alternar entre la libre entrada de capitales y los controles cuantitativos a la salida de capitales en las épocas de crisis. De hecho, este último sistema puede ser absolutamente ineficaz si se aplica en forma improvisada durante las crisis, ya que en lugar de producir los efectos previstos, puede conducir a la evasión o elusión masiva de los controles.

Chile y Colombia tienen una experiencia positiva con el manejo de los flujos de capital a través de la imposición de encajes no remunerados a los flujos financieros⁸. Los estudios disponibles concluyen que este instrumento ha tenido efectos positivos sobre la estructura de plazos del endeudamiento externo, ya que eleva el costo del endeudamiento de corto plazo sin afectar los flujos de más largo plazo⁹. Estos estudios indican que gracias a los encajes también se ha logrado disminuir efectivamente las entradas totales de capital o, lo que es equivalente, otorgar un mayor margen para aumentar en forma sostenible las tasas de interés internas y/o modificar las expectativas de devaluación, pero estos efectos han sido objeto de mayor controversia¹⁰. En la medida en que exista una sustitución imperfecta entre capitales de corto y de largo plazo (especialmente por el lado de la oferta), los efectos que tiene este instrumento sobre la estructura de los pasivos deberían redundar también en una disminución de la entrada de capitales.

Se ha postulado que el mejoramiento de la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros sería un sustituto de la regulación prudencial de los flujos de capital (Mishkin, 1999). Es indudable que la buena regulación y supervisión financiera es un instrumento indispensable para lograr la estabilidad macroeconómica interna. Puede también contribuir a fortalecer las líneas de defensa ante las inestabilidades asociadas a los flujos de capital. Un elemento esencial en los países pequeños y financieramente abiertos es el control de los descalces entre activos y pasivos en moneda extranjera del sistema financiero. Sin embargo, el acceso directo al crédito externo por las empresas no financieras, especialmente de mayor tamaño, torna estas normas ineficaces para evitar los descalces entre los activos y pasivos en moneda extranjera para la economía en su conjunto. Los descalces que en tal sentido acumulan los agentes no financieros durante los períodos de auge afectan, a su vez,

-
8. Hasta mayo de 2000, Chile requería, además, que las entradas de inversión de cartera y directa permanecieran en el país por un año. Por su parte, Colombia regula directamente dichas inversiones.
 9. Agosin y Ffrench-Davis (2000); Agosin (1998); Larraín, Labán y Chumacero (1997); Le Fort y Lehmann (2000); Barrera y Cárdenas (1997); Ocampo y Tovar (1999) y Villar y Rincón (2000).
 10. Véanse, también, al respecto, Valdés-Prieto y Soto (1998) y De Gregorio, Edwards y Valdés (2000).

la solidez del sistema financiero, a través de las dificultades que enfrentan posteriormente los agentes no financieros endeudados en el exterior que tienen también pasivos en moneda nacional. La ventaja fundamental de los encajes o impuestos a las entradas de capitales es precisamente que se aplican por igual a agentes financieros y no financieros, a través de un instrumento de precio no discriminatorio. Esta medida ataca, además, la fuente del problema: el incremento excesivo del financiamiento externo y el diferencial que tiende a crearse durante los períodos de auge entre los costos del endeudamiento externo e interno ante las expectativas de revaluación.

El único sustituto efectivo de la regulación prudencial directa de los flujos de capital es la combinación de instrumentos de regulación prudencial de los intermediarios financieros con mecanismos tributarios que desincentiven el endeudamiento externo de los agentes no financieros (por ejemplo, con impuestos a las posiciones deudoras netas en moneda extranjera de las empresas, como lo ha sugerido Fischer, 1998). No obstante, este tipo de medida no abarca el endeudamiento de las personas naturales, ni afecta a las inversiones bursátiles. Además, el diseño de un sistema de tributos flexibles al endeudamiento externo de las empresas no financieras es bastante más complejo que la regulación en frontera de los flujos de capital.

Cabe anotar que la flexibilidad del tipo de cambio desalienta los créditos de corto plazo y algunos flujos de cartera y, en este sentido, actúa también parcialmente como “política de pasivos”, pero no ayuda a mitigar los ciclos de financiamiento de mediano plazo. Por el contrario, las fluctuaciones esperadas del tipo de cambio real pueden acentuar dichos ciclos (Ffrench-Davis y Ocampo, 2000).

La regulación y supervisión prudencial puede convertirse, en cualquier caso, en un buen instrumento para evitar el excesivo crecimiento del crédito interno durante los períodos de auge. Ello exige, sin embargo, manejar estos instrumentos con claros criterios anticíclicos (Cepal, 2000a, cap. 8), para superar los efectos procíclicos que tienen los criterios tradicionales aplicados en este ámbito, incluidos los de Basilea. En efecto, en épocas de bonanza las utilidades que obtienen los intermediarios facilitan los aumentos de capital y, por ende, mejoran su capacidad crediticia, al tiempo que el sobreendeudamiento de los agentes no financieros sólo se refleja con rezago en el cumplimiento de sus obligaciones y, por tanto, en las provisiones. Por el contrario, en tiempos de crisis, las menores utilidades y el aumento de la cartera vencida y las provisiones afectan la capacidad de crédito de las entidades financieras, lo cual puede repercutir en la liquidez y, por ende, en el cumplimiento de las obligaciones crediticias de las empresas. Este comportamiento se ve acentuado por los ciclos de precios de los activos: durante las bonanzas, los bienes inmobiliarios y las acciones que los deudores usan como garantías para sus préstamos se valoran a precios inflados y, por tanto, sustentan préstamos excesivos; lo contrario ocurre durante períodos recesivos.

Estos factores deben considerarse en el diseño de los instrumentos de regulación y supervisión prudencial de los intermediarios financieros. Durante los períodos de

auge, los requisitos de capital y/o las normas sobre calificación de riesgos deberían hacerse más rigurosos, al igual que la supervisión, especialmente de entidades financieras cuyas carteras experimenten un crecimiento acelerado. Además, podría optarse por acotar el valor de las acciones y bienes raíces que pueden utilizarse como garantías de los préstamos. Por el contrario, en períodos recesivos es importante evitar que el cumplimiento de las normas regulatorias acentúe la restricción crediticia y la iliquidez de los agentes, influyendo por esta vía la calidad de la cartera del sistema financiero.

Debe reiterarse, finalmente, que los créditos no son los únicos flujos que pueden resultar excesivos o desestabilizadores. Las inversiones de cartera suelen ser extraordinariamente volátiles y adquirir grandes dimensiones en países que comienzan el proceso de apertura financiera. Por todos estos motivos, es importante que los países puedan mantener la libertad de adoptar las políticas que sean más acordes a sus circunstancias. No deben existir, por tanto, impedimentos para que los países puedan optar por regulaciones prudenciales de los flujos de capital. Aun más, las instituciones internacionales deberían contribuir a la difusión de la experiencia acumulada en numerosos países en este campo, con el objeto de que puedan ampliar su abanico de opciones y aprender de lo ocurrido en otros.

b) El régimen cambiario

El régimen cambiario es objeto hoy en día de demandas contradictorias, que no son fáciles de conciliar. En primer lugar, en el desempeño de largo plazo y la diversificación de las exportaciones influye apreciablemente el tipo de cambio real. Desde el punto de vista comercial, es deseable, por tanto, contar con incentivos estables y apropiados para la especialización internacional. En segundo término, las perturbaciones externas fuertes, que se transmiten especialmente a través de la cuenta de capital pero también del comercio, generan una demanda de instrumentos económicos flexibles, que faciliten la absorción de dichas perturbaciones. En tercer lugar, en presencia de importantes descalces entre las monedas en las cuales están denominados los activos y pasivos de los países en desarrollo, las variaciones del tipo de cambio tienen efectos riqueza considerables.

En los últimos tiempos, ha cobrado fuerza la idea que los únicos regímenes cambiarios estables son los extremos: ya sea un tipo de cambio enteramente flexible o un “ancla dura” para el tipo de cambio (convertibilidad o dolarización). En favor de dicha visión se argumenta que los regímenes intermedios, tales como la flexibilidad administrada o las anclas “blandas”, son muy susceptibles a la especulación. Este último argumento hace hincapié en la posibilidad de que se generen endógenamente movimientos de capital ante una inconsistencia entre la política cambiaria y el resto de la política económica. Sin embargo, el gran problema que enfrentan los distintos regímenes es su capacidad para manejar fluctuaciones de la cuenta de capitales que

son en gran medida exógenas. En tal sentido, los regímenes extremos no resuelven los dilemas mencionados en el párrafo anterior, sino que renuncian a abordar alguna de las demandas que enfrenta el régimen cambiario.

Aun con políticas macroeconómicas nacionales que propendan a una baja inflación, un régimen de tipo de cambio fluctuante imparte una gran volatilidad tanto al tipo de cambio nominal como al real en un mundo en que los capitales son intrínsecamente volátiles. Una excesiva abundancia de capitales puede generar fenómenos de “enfermedad holandesa” durante los períodos de auge, cuyos efectos pueden ser duraderos. En términos más generales, la inestabilidad del tipo de cambio genera incentivos inestables en los sectores productores de bienes y servicios transables, que puede desincentivar la inversión en ellos y, por esta vía, el crecimiento económico. Por otra parte, en presencia de importantes descalses de monedas, las fluctuaciones del tipo de cambio tienen efectos riqueza procíclicos (ganancias por apreciación durante el auge y pérdidas por devaluación durante las crisis), que acentúan el ciclo económico. En los países más pequeños, la poca profundidad del mercado cambiario puede ocasionar presiones muy severas ante cambios en las expectativas de unos pocos agentes dominantes, cuyos efectos sobre la actividad económica y el nivel de precios pueden ser elevados, dados los altos coeficientes de apertura externa.

La gran ventaja del ancla nominal es que, si está acompañada de políticas fiscales prudentes, el tipo de cambio real permanece estable. Sin embargo, en muchas ocasiones la estabilidad de este precio macroeconómico sólo se logra cuando en la transición ya se ha sobrevaluado el tipo de cambio. Por otra parte, la volatilidad de los flujos de capital tiende a restarle estabilidad a la actividad interna de los países que adoptan un régimen de este tipo. Esto es aún más evidente cuando el ancla nominal se adopta conjuntamente con una caja de convertibilidad (*currency board*)¹¹. Este problema representa un gran desafío para países que han optado por un ancla nominal. Durante períodos de cuantiosas entradas de capital, la autoridad monetiza los aumentos de las reservas y la actividad económica es boyante. Durante períodos de pesimismo, salen capitales, se comprime la cantidad de dinero, cae el producto y aumenta el desempleo. La ausencia de mecanismos que faciliten el ajuste de los precios relativos ante perturbaciones externas desfavorables (baja de los precios de los productos de exportación, devaluación de un importante socio comercial o revaluación de la moneda a la cual está atado el tipo de cambio del país) puede traer consigo costos de ajuste elevados. Por su parte, la renuncia a la política monetaria implica que el banco central no puede ejercer las funciones de “prestamista de última instancia”, lo

11. En este caso, la autoridad renuncia explícitamente a la política monetaria, ya sea monetizando los aumentos en las reservas internacionales o contrayendo la liquidez cuando éstas disminuyen. Cuando se adopta un ancla nominal sin caja de convertibilidad, el banco central conserva la posibilidad de esterilizar los efectos monetarios de los cambios en las reservas internacionales.

que genera problemas no despreciables si las crisis afectan al sistema financiero nacional.

La gran virtud de los regímenes intermedios, de “flexibilidad administrada” –que incluyen la flotación sucia, las bandas cambiarias y la paridad móvil (*crawling peg*)– es que buscan conciliar la flexibilidad con la estabilidad. Como ya se ha señalado, ello puede crear presiones especulativas si las decisiones de las autoridades no concitan suficiente credibilidad. Sin embargo, en esta materia existe una diferencia sustancial entre las anclas “blandas” y los sistemas de flexibilidad administrada, ya que el primero carece de mecanismos normales de flexibilidad y, por ello, es particularmente susceptible a la especulación. Una característica esencial de los regímenes de flexibilidad administrada es que, para lograr la conciliación mencionada entre flexibilidad y estabilidad, requieren algún tipo de regulación de los flujos de capital para responder a las múltiples demandas que hemos mencionado. Algunas de sus virtudes están asociadas precisamente a la capacidad de utilizar instrumentos adicionales al tipo de cambio para manejar las presiones provenientes de la cuenta de capitales.

En términos más generales, la lección más importante que se desprende de la historia cambiaria de las últimas décadas es que no existe un régimen cambiario que sea óptimo para todos los países en todos los momentos. Cada país tiene que escoger el grado de flexibilidad cambiaria nominal que necesita, de acuerdo con sus objetivos y sus posibilidades reales de manejo de las otras variables de política económica¹².

c) Mecanismos de “autoseguro”

Una forma de prevenir las crisis es mantener reservas (actuales o contingentes) que sean adecuadas para enfrentarlas. La existencia de esta forma de “autoseguro” tiene el efecto de disuadir los ataques especulativos en contra de la moneda nacional y, por tanto, ayuda a prevenirlos.

La acumulación de reservas internacionales puede resultar, sin embargo, bastante costosa, ya que, como lo han demostrado las crisis recientes, las salidas netas de capitales pueden llegar a representar varios puntos porcentuales del PIB. En una crisis suficientemente aguda, los propios agentes nacionales pueden desplazar masivamente su demanda de activos líquidos hacia activos denominados en moneda extranjera. En términos más generales, el problema esencial es que las reservas internacionales tienen un costo de oportunidad elevado: son activos de baja rentabilidad social. Sin embargo, no cabe duda que los niveles de reservas internacionales

12. Para un análisis más detallado de los temas tratados en esta sección, véanse Frankel (1999), Hausmann (2000), Velasco (2000) y Williamson (2000).

deben ser mayores en países que se integran a los mercados internacionales de capital que en países con cuentas de capital más cerradas.

Algunos países (Argentina, México e Indonesia) han buscado el “autoseguro” a través de la negociación de líneas de crédito contingentes con los bancos internacionales privados, por las cuales pagan una comisión (que es equivalente a una opción de compra). Esta es una opción interesante y quizás menos costosa que el mantenimiento de altos niveles de reservas. No obstante, el mercado para estas líneas de crédito es aún incipiente y los montos disponibles pueden resultar, una vez más, insuficientes en casos de crisis agudas, en particular de aquellas caracterizadas por fenómenos de contagio.

Por consiguiente, el autoseguro, aunque necesario y conveniente, es costoso y, por ello, subóptimo en relación con esquemas de aseguramiento colectivo, en este caso con la provisión de la liquidez internacional necesaria a través de instrumentos multilaterales.

4. EL MANEJO DE LAS CRISIS

Por apropiadas que sean las políticas preventivas que se adopten a nivel internacional y nacional, es indudable que las crisis seguirán presentándose. Para hacerles frente, es necesario, por tanto, crear mecanismos multilaterales adecuados para manejarlas. De hecho, la existencia de una capacidad de respuesta adecuada frente a las crisis es la mejor manera de aminorar la probabilidad de que éstas se desencadenen. No menos importante, dichos mecanismos deben estar acompañados de medidas apropiadas de ajuste a nivel nacional.

En teoría, hay dos maneras de enfrentar las crisis financieras a nivel internacional. La primera es crear un servicio de financiamiento de emergencia, que replique parcialmente a nivel internacional las funciones de “prestamista de última instancia”. La segunda opción es permitir que los países afectados por la crisis suspendan en forma temporal el servicio de la deuda y las salidas de capitales de cartera. Una alternativa a la adopción de medidas unilaterales, es la definición de reglas ordenadas, de carácter multilateral, para este tipo de acciones. Como se verá, las dos opciones no son excluyentes. Por el contrario, la segunda puede ser necesaria para una adecuada distribución de los costos de solución de las crisis entre deudores y acreedores, y para evitar los problemas de “riesgo moral” asociados al financiamiento de emergencia.

a) El financiamiento de emergencia

Las crisis recientes dejaron en evidencia que la capacidad de acción oficial frente a las crisis se ha quedado rezagada en relación con el desarrollo de los mercados. En efecto, las reservas internacionales de los bancos centrales han caído dramáticamente.

te en relación con los flujos internacionales de capital. Mientras que en 1977 la relación entre los niveles de reservas internacionales de los bancos y las transacciones anuales en los mercados cambiarios era de 1 a 15, en 1998 esta cifra se había reducido a sólo 1 a 234¹³. Esto quiere decir que, junto con el aumento vertiginoso en las transacciones internacionales de capital, la capacidad que tienen aún los países más grandes para combatir tendencias especulativas en los mercados internacionales de capital ha decaído en forma sistemática.

El FMI tampoco está dotado de la autoridad y recursos para enfrentar esta tarea. Tal como está constituido, no está en condiciones de transformarse en un prestamista de última instancia (véase Eichengreen, 1999; Ocampo, 1999a; Rodrik, 1999a). En la medida en que no tiene la posibilidad de crear dinero en forma incondicional¹⁴, carece de recursos para hacer las veces de banco central de los bancos centrales. Tampoco tiene la autoridad para asegurarse que va a poder recuperar los fondos prestados. Aunque el principal mecanismo para movilizar recursos en condiciones excepcionales, los acuerdos de préstamo con los principales países industrializados, fue ampliado durante la crisis reciente, los recursos con que cuenta son todavía limitados y, por ello, han sido complementados en las coyunturas más difíciles con recursos *ad hoc* de carácter bilateral. La incertidumbre que generan todos estos mecanismos de financiamiento reducen su capacidad para generar señales de confianza, particularmente frente a crisis cuya magnitud y velocidad de propagación han sido muy superiores a las del pasado.

Por otra parte, a partir de la crisis mexicana, el FMI estableció el Mecanismo de Financiamiento de Emergencia, que faculta al Fondo para actuar con más rapidez en caso de crisis severas, y dos servicios adicionales: el Servicio Suplementario de Reservas, para necesidades de financiamiento excepcionalmente grandes; y la Línea de Crédito Contingente (LCC), diseñada para asistir a países que enfrentan fenómenos de contagio financiero. El primer servicio está sujeto a los tradicionales acuerdos contingentes (*stand by*) y ya ha sido utilizado. Para acceder a la LCC, los países deben haber sido positivamente evaluados durante las consultas anuales que se realizan en el marco del Artículo IV del Acuerdo Constitutivo del Fondo y haber adoptado algunos de los estándares mencionados en la segunda sección de este capítulo, entre otras condiciones. Para el desembolso de los recursos correspondientes, deben someterse igualmente a un acuerdo contingente. Dada la indefinición que todavía existe sobre algunas de las condiciones de esta línea, la posible señal negativa que se

13. Calculado a partir de Félix (2000, cuadro 6).

14. La creación de derechos especiales de giro (DEG) es una forma de emitir medios de pagos, pero ella requiere de un acuerdo explícito del Directorio del Fondo en cada instancia, con una mayoría del 85% de los votos. La última vez que se emitieron DEG fue en enero de 1981.

envíe a los mercados si se accede a ella y el monto modesto de los recursos disponibles, no es de extrañar que ningún país haya solicitado, hasta ahora, hacer uso de ella.

La naturaleza de la condicionalidad de los programas del Fondo ha sido objeto de una agitada controversia en los últimos años. Se ha argumentado, en primer término, que la condicionalidad macroeconómica tradicional, particularmente la adopción de políticas fiscales y monetarias restrictivas, que fueron ideadas para enfrentar crisis financieras originadas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, pueden ser inadecuadas cuando la perturbación proviene de la cuenta de capitales y, peor aún, cuando se origina en problemas de contagio. En estas condiciones, las políticas tradicionales pueden ahondar las crisis en los países afectados. La exigencia de reducir el déficit fiscal en los países asiáticos que solicitaron la asistencia del Fondo tuvo que hacerse menos estricta posteriormente, al comprobarse que las metas fiscales estaban contribuyendo a profundizar la recesión. Asimismo, se ha argumentado que las alzas en las tasas de interés que exigió el Fondo como medida para atenuar las salidas de capital agravaron la crisis de liquidez que enfrentaban las empresas, llevando a muchas a la quiebra, sin necesariamente detener inicialmente la fuga de capitales ni, por tanto, el sobreajuste del tipo de cambio (Furman y Stiglitz, 1998; Radelet y Sachs, 1998).

También ha sido objeto de mucha controversia la ampliación que ha tenido la condicionalidad en las últimas décadas, que ha pasado de las áreas macroeconómicas tradicionales a temas de estructura económica y social que, como lo señalara un informe de las Naciones Unidas, “por su misma naturaleza, deben ser determinadas por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social” (Naciones Unidas, 1999, Sección 5). La ampliación de la condicionalidad a la política social, a temas de gobernabilidad y de participación privada en la resolución de las crisis ha sido criticada por el Grupo de los 24, la principal agrupación de países en desarrollo relacionada con temas monetarios y financieros internacionales (Grupo de los 24, 1999b). La conveniencia de restringir nuevamente la condicionalidad a los terrenos tradicionales de la política macroeconómica y a temas financieros ha sido apoyada por un grupo amplio de analistas con posiciones ideológicas y visiones muy diferentes del papel del FMI¹⁵. Una evaluación externa expresó una visión similar sobre las actividades de supervisión macroeconómica del Fondo (Crow, Arriazu y Thygesen, 1999).

A la luz de estas consideraciones, es evidente que la capacidad del FMI de proveer liquidez externa durante las crisis debe ampliarse. Entre los servicios que deben ser objeto de atención especial son aquellos orientados a proteger de ataques especulativos a países con buenos fundamentos económicos, para evitar la propagación de las

15. Council on Foreign Relations (1999), Meltzer y otros (2000), Collier y Gunning (1999), Feldstein (1998), Helleiner (2000b), Ocampo (1999) y Rodrik (1999b).

crisis financieras por contagio. La mera existencia de un servicio de esta naturaleza, que contara con suficientes recursos, cambiaría el régimen internacional y el comportamiento de los agentes. Para poder llevar a cabo sus tareas, es necesario que el Fondo cuente con mayores recursos de carácter flexible. Las condiciones de acceso a sus distintas líneas de crédito deben ser también objeto de redefinición.

A pesar de las dificultades técnicas y políticas, los beneficios potenciales de los servicios financieros de carácter multilateral para los países que enfrenten fugas de capital que amenacen con desestabilizar sus economías son suficientemente grandes como para que la comunidad internacional siga buscando las formas más adecuadas de perfeccionarlos o desarrollarlos (*véanse*, al respecto, las propuestas de Williamson, 1996; Ezekiel, 1998; y Ahluwalia, 1999, entre otros). Los servicios correspondientes deben contar con suficientes recursos para poder ir en ayuda de los países afectados y ser de acceso rápido. Siguiendo el patrón establecido en las líneas de crédito recientes, los préstamos que otorguen deben ser a plazos cortos y tasas de interés más elevadas que en las líneas tradicionales del FMI, para así incentivar a los usuarios a reintegrar los préstamos lo más rápidamente posible. Sin embargo, deben ser renovables, ya que los datos disponibles indican que los mercados no retornan rápidamente a la normalidad.

Cuando existen pruebas concluyentes de desajustes macroeconómicos originados en políticas nacionales, el acceso a recursos multilaterales debe estar sujeto a condicionalidad. Sin embargo, a la luz de las controversias recientes, la conveniencia de ampliar dicha condicionalidad más allá de los terrenos tradicionales de la política macroeconómica y financiera es debatible y debe ser, por tanto, sujeto de una negociación explícita a nivel multilateral.

En los programas recientes se ha dado paso al principio de que los programas macroeconómicos que se adopten en el marco del FMI deben tomar en cuenta los efectos que dichos programas tienen sobre los sectores más vulnerables de la población. Dada la asimetría que existe en el comportamiento de las variables sociales a lo largo del ciclo (*véase*, al respecto, el capítulo 1), este principio debe mantenerse. Más aún, no debe restringirse al diseño de redes apropiadas de protección social, sino que debe aplicarse al diseño del propio paquete de medidas de ajuste macroeconómico, con base en análisis adicionales sobre el impacto social de distintas medidas de ajuste, tema sobre el cual no existe aún suficiente consenso (o conocimiento). En ésta, como en todas las áreas donde se aplique la condicionalidad, debe respetarse, además, el principio de que las políticas de ajuste deben tener efectivamente el respaldo de las autoridades nacionales respectivas (es decir, el principio de “pertenencia” —*ownership*— de las políticas). Este principio es, por lo demás, esencial para garantizar un desarrollo institucional apropiado y la propia sostenibilidad de las medidas de ajuste.

Los servicios orientados a evitar fenómenos de contagio deben ser de baja condicionalidad, no sólo porque la condicionalidad es inapropiada cuando el origen de los

desajustes son ataques especulativos por motivos ajenos a las políticas nacionales, sino también porque su aplicación amenazaría la rapidez de respuesta frente a las crisis. Para asegurarse que sus recursos no están siendo usados para defender políticas insostenibles, el Fondo debería utilizar algunos criterios básicos y no controvertidos de elegibilidad relacionados con el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del equilibrio en cuenta corriente. La definición *ex ante* de las reglas de acceso tiene, sin embargo, dificultades técnicas que deben superarse. Algunos han señalado que ello transformaría al Fondo en una entidad certificadora, y que la sola determinación de una no calificación a las líneas correspondientes podría desencadenar una crisis. Una alternativa es evitar la definición de criterios de elegibilidad *ex ante*, pero establecer un sistema de revisión rápida de las solicitudes correspondientes, con base en criterios simples, cuando el mercado esté experimentando turbulencias.

Para poder responder flexiblemente a las necesidades de financiamiento durante los períodos de crisis, los recursos del FMI deben ampliarse considerablemente. Entre las alternativas disponibles, la más apropiada es la emisión transitoria de derechos especiales de giro (DEG) en favor de todos los países miembros durante los períodos de crisis. Estas emisiones transitorias podrían ser destruidas con posterioridad, para evitar generar liquidez permanente con base en este mecanismo. Otra opción sería que las emisiones fueran realizadas exclusivamente a favor del país miembro que enfrenta una crisis y que los DEG fueran reembolsados al Fondo y destruidos una vez superada la crisis. La tercera posibilidad es que el Fondo emita DEG a su favor para uso en períodos de crisis. Estas últimas dos opciones requerirían que se enmendaran los artículos del FMI¹⁶. Desde luego, un mayor uso de los DEG en el sistema financiero internacional es un objetivo en sí mismo, largamente defendido por los países en desarrollo, y no debe quedar condicionado a la adopción de líneas de crédito específicas.

b) Reglas multilaterales para la suspensión y renegociación de la deuda externa

La alternativa al financiamiento de emergencia es una moratoria de pagos. En su forma más extrema, ella involucraría una renegociación entre el deudor y sus acreedores con miras a la reprogramación y quizás a la reducción de las deudas. Por razones obvias, este es un camino que pocos países desean tomar, porque conlleva un rompimiento de las relaciones normales con los acreedores. El restablecimiento de la credibilidad en dichas relaciones puede ser un proceso lento y costoso. Sólo los países que estén en situaciones críticas se acogerán a soluciones de este tipo.

16. Véanse diferentes variedades de la primera de estas propuestas en Naciones Unidas (1999), Council on Foreign Relations (1999), Meltzer y otros (2000) y Camdessus (2000). Sobre las dos últimas, véanse Ezekiel (1998) y Ahluwalia (1999).

Por otra parte, la conveniencia de hacer participar al sector privado en la solución de los problemas de endeudamiento y fugas de capital asociados con las crisis financieras ha sido objeto de amplio consenso en los debates recientes. En ausencia de dicha participación, la distribución de los costos de las crisis recae excesivamente sobre los deudores, los problemas de riesgo moral resultan más severos por parte de los acreedores y los recursos necesarios para enfrentar las crisis alcanzan un nivel excesivo. En cualquier caso, es importante resaltar que estos esquemas deben ser vistos como un complemento y no como un sustituto del financiamiento de emergencia, especialmente cuando el origen de las dificultades que enfrentan los países son estrictamente temporales (de iliquidez) y están asociadas a problemas de contagio. De hecho, una combinación subóptima entre los dos mecanismos, que exija en todas las circunstancias refinanciar las deudas como condición de acceso al financiamiento de emergencia, puede acentuar las crisis en lugar de resolverlas, y en el largo plazo canalizar un monto insuficiente de fondos a los países en desarrollo.

Si bien es cierto que las moratorias son soluciones extremas, ellas pueden contribuir a solucionar tanto problemas de iliquidez como de insolvencia de los países receptores. En el primer caso, la postergación de pagos en países con claros problemas de liquidez pero con buenos fundamentos macroeconómicos podría contribuir a evitar que las dificultades transitorias generen problemas más permanentes, afectando tanto a deudores como a acreedores. En el segundo caso, la renegociación de las obligaciones es un imperativo, cuya postergación lesiona a deudores y acreedores y puede generar igualmente una distribución inequitativa de los costos de las crisis entre estos últimos (entre los que retiran sus capitales y los que los mantienen en los países en crisis). En ambos casos, las moratorias permitirían distribuir los costos de las crisis en forma más equitativa entre acreedores y deudores.

A nivel nacional, existen instituciones desarrolladas a lo largo de mucho tiempo para manejar estos problemas. No existen, por el contrario, mecanismos similares a nivel internacional. Toda institución que se cree en este frente debe mantener, sin duda, la negociación voluntaria entre las partes como elemento básico, pero debe establecer al mismo tiempo reglas multilaterales para hacer frente a los dos problemas básicos de coordinación que enfrentan las negociaciones de este tipo: la posibilidad de que algunos acreedores (y, eventualmente, deudores) se resistan a participar en las soluciones (el problema del polizone) y la lentitud que puede caracterizar el proceso o las negociaciones repetidas, que tienen costos elevados para deudores y acreedores (“juego de suma negativa”).

Para resolver el primero de los problemas mencionados, es necesario incluir cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda –ya sean bonos soberanos, bonos emitidos por instituciones privadas o préstamos provenientes de la banca privada– que autoricen a los países donde están los deudores a una postergación de pagos (con acumulación de intereses) por un período limitado de tiempo, en casos de fuga de

capital por razones ajenas a su voluntad, o a declarar unilateralmente una moratoria de mayor alcance si la capacidad de pago es claramente insuficiente. Estas cláusulas deben ser de carácter universal, aplicándose igualmente a contratos de deuda asumidos por los países industrializados, para evitar que los mercados castiguen con mayores tasas de interés o un menor acceso a recursos a aquellos países que introduzcan dichas cláusulas¹⁷. Las suspensiones temporales de pagos podrían hacerse extensivas a las salidas de capital de cartera.

Aunque es difícil pensar en un esquema alternativo a la declaración de dificultades por parte de un país deudor, el FMI puede involucrarse, recomendando a los países que hagan uso de este mecanismo y quizás autorizando posteriormente las moratorias, especialmente las más permanentes, con el fin de legitimarlas. Esto último puede también ser importante para evitar problemas de “riesgo moral” por el lado de los deudores, es decir declaratorias injustificadas de moratoria –un problema que, como lo anotamos al comienzo de esta sección, es posiblemente poco importante. Algunos analistas interpretan que el Fondo, a través de su Artículo VI, ya está facultado para tomar algunas acciones de este tipo. Asimismo, el Fondo debería continuar la práctica de prestar a países que se han atrasado en sus pagos pero están realizando esfuerzos en la dirección correcta (*lending into arrears*), ya que esta práctica contribuye a que los acreedores cooperen con la resolución de las crisis.

La existencia de cláusulas de suspensión temporal de pagos podría contribuir a que las entradas de capital fuesen menos excesivas durante las bonanzas, ya que los acreedores e inversionistas estarían internalizando en forma más completa los riesgos de iliquidez o insolvencia de los países receptores. Sin embargo, esta solución no está exenta de costos, que probablemente adoptarían la forma de tasas de interés más altas.

Para resolver el segundo de los problemas anotados, sería conveniente pensar en mecanismos de arbitraje multilateral a los cuales puedan acudir las partes para solucionar controversias en los procesos de refinanciación o renegociación de la deuda. Además, sería conveniente promover los acuerdos flexibles, que permitan incorporar contingencias relativamente previsibles, con el fin de evitar renegociaciones y estimular explícitamente a los acreedores para que continúen facilitando recursos a los países en dificultades durante los períodos críticos.

Los esquemas que se desarrollen deben aplicarse a todos los países, independientemente de su nivel de desarrollo. Esto indica que los esquemas multilaterales especiales desarrollados para los países más pobres, a los cuales nos referiremos en el capítulo siguiente, son complementarios, no sustitutivos de los esquemas más genera-

17. Existen ya precedentes importantes de la introducción obligatoria de cláusulas de este tipo en los contratos de deuda, especialmente en las emisiones de bonos en el mercado inglés (Griffith-Jones, 1998).

les aludidos en este capítulo. Al desarrollar los esquemas correspondientes, debe tenerse en cuenta, además, la experiencia acumulada. En esta materia, vale la pena señalar que la renegociación reciente de la deuda ecuatoriana representa alguna mejoría en relación con las renegociaciones de la deuda durante la crisis de la deuda, de las cuales el Plan Brady resultó ser una solución tardía pero positiva.

5. EL ESLABÓN REGIONAL

Las acciones de carácter estrictamente multilateral, a las cuales hemos hecho alusión en las secciones 2 y 4 de este capítulo, deben tener también una dimensión regional. Si bien las crisis recientes han puesto de manifiesto que ciertos “bienes públicos globales” y servicios de las instituciones financieras internacionales han sido suministrados en escala subóptima, sería erróneo concluir de ello que toda la oferta adicional debe provenir exclusivamente de organizaciones de carácter mundial (Ocampo, 1999a y 1999b). Por el contrario, la estructura requerida debe contemplar un eslabón regional. Los países de una región enfrentan problemas financieros internacionales comunes y, además, como el contagio regional es un aspecto de las crisis financieras de última generación, las instituciones regionales capaces de prevenir y manejar crisis en un país podrían tener externalidades importantes para los demás países de una región. Un modelo de esta naturaleza reconoce, además, que la globalización actual es también un proceso de regionalismo abierto, donde los organismos de carácter subregional y regional deben desempeñar, por tanto, un papel cada vez más importante.

Las instituciones que se desarrollen, pueden contribuir, en primer término, a la prevención de las crisis. En este sentido, una mejor coordinación de las políticas macroeconómicas de las economías latinoamericanas y caribeñas podría contribuir a prevenir las crisis y evitar su propagación. Dicha coordinación puede incluir aspectos tan variados como la adopción de estándares comunes en materia de política fiscal y monetaria, de prácticas comunes en materia de regulación y supervisión prudencial de los intermediarios financieros, de eventuales acuerdos en torno al manejo cambiario y, a largo plazo, eventuales monedas comunes. Los países de la región han comenzado a avanzar en la primera de estas direcciones, en el contexto de los procesos subregionales de integración.

Los mecanismos regionales también pueden contribuir a la solución de las crisis. De hecho, la región tiene una de las experiencias más interesantes en esta materia, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Este Fondo tiene un historial de 20 años al servicio de la Comunidad Andina, facilitando volúmenes importantes de recursos a los cinco países miembros (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela). Para los países de menor tamaño (Bolivia y Ecuador), el FLAR ha sido un acreedor tan importante como el FMI. Con la reciente incorporación de Costa Rica, el FLAR inició un proceso de ampliación hacia países latinoamericanos que no son miembros de la

Comunidad Andina, como paso a un fortalecimiento de mayor alcance de esta institución (FLAR, 2000).

A nivel internacional, la propuesta más ambiciosa en este frente fue la de crear un Fondo Monetario Asiático, que se discutió, por iniciativa de Japón, en la reunión del FMI en Hong Kong en noviembre de 1997 (Hamada, 2000). Esta idea ha tenido una concreción reciente, en el acuerdo al cual llegaron trece países asiáticos –miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (Asean), China, República de Corea y Japón– en mayo de 2000 para establecer acuerdos de *swap* entre sus bancos centrales (Park y Wang, 2000).

En consideración a que el contagio financiero tiene un componente regional significativo, la existencia de los fondos regionales tendría ventajas importantes sobre una arquitectura que consistiera exclusivamente de un fondo global (véase Agosin, 2000b; Mistry, 1999; Ocampo, 1999; Cepal, 1999b). La primera ventaja estriba en la posibilidad de modificar las expectativas y el comportamiento de los agentes financieros con respecto a la región en su conjunto, previniendo así el contagio. Al contar con reservas internacionales ampliadas provenientes de los demás miembros del Fondo, y quizás también de líneas de crédito (incluyendo líneas contingentes) obtenidas por el Fondo en los mercados internacionales, en mejores términos y en mayores volúmenes que los países individuales, los países participantes contarían con defensas mucho mayores frente a las crisis. El Fondo podría también desempeñar un papel importante en los esfuerzos de coordinación de políticas macroeconómicas y de normas prudenciales a las cuales hemos hecho alusión.

¿Es factible crear un Fondo latinoamericano? Un estudio reciente estima que un Fondo que contara con el 15% de las reservas de once países de la región (incluidos todos los de mayor tamaño excepto México) podría proveer financiamiento para enfrentar fugas de capital equivalentes a toda la deuda de corto plazo de los países individualmente considerados (Agosin, 2000b). Asimismo, un Fondo de esta magnitud permitiría hacer frente a fugas de capitales desde todos los países considerados individualmente, equivalentes a todo su dinero (M_2), con excepción de Argentina y Brasil. En el caso argentino, un Fondo de esa magnitud alcanzaría para compensar fugas de capital equivalentes a todo el M_1 (billetes y monedas en circulación más depósitos a la vista) y más de la mitad del M_2 (M_1 más depósitos a plazo y de ahorro). Ello indica que incluso un esfuerzo por crear un fondo común con un modesto porcentaje de las reservas de los países de la región puede ponerlos a salvo de crisis financieras secuenciales. Este cálculo no considera las posibilidades de endeudamiento contingente del Fondo en los mercados internacionales de capital, ni contribuciones provenientes de países desarrollados o del FMI.

Por otra parte, cabe señalar que, aunque existe un grado de covariación entre los movimientos de capital entre distintos países, ésta no es tan elevada como para que un Fondo regional tenga que enfrentar fugas simultáneas de todos los países, que lo

harían inviable. De hecho, lo ocurrido con el FLAR indica que, aún en una subregión como la Andina, las necesidades de financiamiento excepcional están lo suficientemente distanciadas en el tiempo como para permitir que un fondo de reservas pueda cumplir una función importante. Además, la premisa fundamental es que, al disponer de capacidad para detener una crisis inicial en un país, un fondo regional contribuiría a que ésta no se propagara a los demás.

Los fondos regionales podrían tener un reconocimiento por parte del FMI como una parte integrante del sistema financiero internacional. Concebidos así, podrían convertirse parcialmente en intermediarios entre el Fondo y los países individuales. En instancias de crisis, los fondos regionales podrían ser autorizados para acceder a los recursos del FMI con un elevado grado de automaticidad. Si un nuevo servicio contingente del Fondo fuese financiado con emisiones de DEG, podría autorizarse a los fondos regionales para adquirir DEG con monedas nacionales de los miembros, para luego ser prestados a los países en crisis.

Cabe anotar que el esquema propuesto de una red de instituciones es el que ya existe en el caso de los bancos de desarrollo. En efecto, en este frente operan en la actualidad, en forma complementaria, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y cuatro bancos subregionales (la Corporación Andina de Fomento, el Banco Centroamericano de Integración Económica, el Banco de Desarrollo del Caribe y Fonplata).

Capítulo 3

INSERCIÓN COMERCIAL Y ACCESO AL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

La principal fuente de divisas para hacer frente a los pagos externos han sido los ingresos por exportaciones de bienes y servicios y, crecientemente, en la experiencia de países de menor desarrollo de la región, las remesas que los trabajadores migrantes envían a sus países de origen. Por otra parte, tal como se analizó en el capítulo anterior, el acceso oportuno y en magnitudes apropiadas al mercado financiero internacional permite un mejor diseño de las políticas macroeconómicas orientadas a enfrentar fluctuaciones en los niveles de actividad interna y aquellas originadas en cambios en los mercados mundiales, a la vez que constituye una importante fuente de recursos para el financiamiento de la inversión, que debería complementar los esfuerzos de ahorro interno.

A partir de los rasgos del financiamiento externo hacia la región discutidos en el capítulo 1, y de las características de la base exportadora, en este capítulo se proponen orientaciones que favorecen el desarrollo exportador, como primera línea del fortalecimiento del financiamiento externo. Posteriormente, se aborda el acceso a los recursos externos de largo plazo –tanto oficiales como privados y, entre estos últimos, los financieros, como la inversión extranjera directa– y se analizan lineamientos para incrementar su aporte al desarrollo de las economías de la región. Al analizar los recursos oficiales, se examinan también los problemas relacionados con el financiamiento del desarrollo sostenible y la iniciativa internacional para los países pobres muy endeudados.

1. FORTALECER LA CAPACIDAD EXPORTADORA PARA ACELERAR EL CRECIMIENTO Y REDUCIR LA VULNERABILIDAD EXTERNA

El fortalecimiento de la capacidad exportadora es la primera línea de acción para lograr un nivel adecuado de recursos externos (Cepal, 1998b y 2000d). Ella contribuye al desarrollo a través del financiamiento de las necesidades de importaciones (mitigando, de paso, las restricciones que esto puede imponer al crecimiento económico) y, por otra, de la reducción de la vulnerabilidad externa.

A pesar de los importantes esfuerzos encaminados a la diversificación de productos y mercados en las últimas décadas, las economías de América Latina y el Caribe continúan exhibiendo una elevada concentración de sus exportaciones en productos

básicos. Con excepción de México, y de algunas economías caribeñas para las cuales los servicios son la principal fuente de ingreso, los demás países de la región, si bien redujeron la proporción del valor de sus exportaciones correspondiente a productos básicos y de manufacturas intensivas en recursos naturales (*commodities* industriales), siguieron manteniendo una elevada dependencia de dichos productos (véase el cuadro 3.1).

Este grado de concentración supone una gran vulnerabilidad a las fluctuaciones de los precios externos de sus exportaciones, como se ilustra en el cuadro 3.2 que muestra que, en promedio, las fluctuaciones en torno a la tendencia fueron mayores durante los años ochenta, en comparación con los noventa, y fue sistemáticamente mayor la variabilidad de los valores unitarios de exportación que aquella de los valores unitarios de importación. También se aprecia que la variabilidad es mayor entre los países de menor desarrollo relativo de la región, lo que determina una mayor inestabilidad de sus ingresos provenientes del comercio exterior y afecta los niveles de inversión y crecimiento.

Cuadro 3.1
PARTICIPACIÓN DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS Y LOS MANUFACTURADOS
INTENSIVOS EN RECURSOS NATURALES
(Porcentaje del total de las exportaciones)

País	1965	1999
Argentina	60,8	56,5
Barbados	8,9	22,5
Belice	21,9	36,2
Bolivia	97,9	44,1
Brasil	78,7	43,0
Chile	96,1	73,0
Colombia	92,8	77,0
Costa Rica	78,2	29,7
Ecuador	89,5	81,7
El Salvador	80,3	47,0
Guatemala	77,3	60,9
Honduras	87,3	60,0
Jamaica	63,8	...
México	76,4	17,3
Nicaragua	83,3	66,0
Panamá	92,9	74,9
Paraguay	51,5	62,9
Perú	65,4	62,9
Trinidad y Tobago	90,0	82,6
Uruguay	12,3	24,9
Venezuela	99,4	95,2

Fuente: Cepal, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 1999-2000* (LC/G.2085-P), Santiago de Chile, marzo de 2000. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.17.

Cuadro 3.2
VARIABILIDAD DE LOS VALORES UNITARIOS DE EXPORTACIÓN,
DE IMPORTACIÓN Y DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO
(Porcentajes)^a

	Valor unitario de las exportaciones			Valor unitario de las importaciones			Términos del intercambio		
	1980-1989	1990-2000	1980-2000	1980-1989	1990-2000	1980-2000	1980-1989	1990-2000	1980-2000
Grupo A	7,3	3,4	5,5	3,7	2,2	3,0	9,0	3,9	6,5
Grupo B	4,0	3,3	3,5	2,3	2,1	2,2	5,1	3,2	4,0
Grupo C	4,7	3,1	3,9	2,6	1,7	2,0	6,2	2,9	4,5

Fuente: Cepal, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, Edición 1998* (LC/G.2038-P), Santiago de Chile, marzo de 1999. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.99.II.G.3; *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2000* (LC/G.2123-P), Santiago de Chile, diciembre de 2000. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.00.II.G.138.

a Estimado como el porcentaje de desviación absoluta media respecto de los valores de la tendencia, medida por el promedio móvil de tres años.

En los esfuerzos orientados a expandir y diversificar la base exportadora, la creación de un ambiente que promueva las exportaciones es la clave central, en ausencia del cual probablemente otros esfuerzos no rendirán los frutos esperados. Son importantes, asimismo, las políticas encaminadas a enfrentar el riesgo asociado a la variabilidad de los mercados externos. Para que todos estos esfuerzos logren sus propósitos, es necesario contar con un acceso adecuado a los mercados externos. Estos temas se complementan con unas anotaciones sucintas sobre el mejor uso de las remesas de los emigrantes.

a) Creación de un ambiente promotor de las exportaciones

Tres componentes claves para crear un ambiente proexportador son la mantención de tipos de cambio real competitivos y estables, la eliminación de sesgos que discriminen contra las exportaciones y el desarrollo de condiciones de eficiencia sistémica.

La pieza central de toda política de fomento exportador es un tipo de cambio competitivo y estable. Es, en efecto, muy difícil que otras medidas logren contrarrestar los efectos negativos sobre la rentabilidad de las exportaciones que se derivan de tipos de cambio reales bajos o inestables. Ello tiene dos dimensiones diferentes. Al nivel nacional, el conjunto de políticas macroeconómicas debe orientarse a mantener niveles de tipo de cambio real compatibles con el crecimiento y el equilibrio externo de mediano y largo plazo, evitando atrasos importantes, no compensados por aumen-

tos en la productividad, y apreciaciones que resultan de la entrada transitoria de recursos externos. A su vez, la creciente integración de los mercados regionales ha traído nuevos desafíos en este ámbito. La evidencia reciente demuestra que la volatilidad en los tipos de cambio bilaterales trae consigo efectos negativos sobre el comercio intra y extrarregional¹. En este sentido, resulta apropiado considerar los aportes positivos al desarrollo exportador de la región que pueden obtenerse del establecimiento de mecanismos regionales de coordinación macroeconómica, así como de otras propuestas para mejorar la estabilidad externa analizadas en el capítulo 2 de este informe (Agosin, 2000b y Mora, 2000).

Uno de los principales sesgos desfavorables a las exportaciones tiene su origen en los altos impuestos arancelarios, que encarecen los insumos transables de la producción exportable (sean éstos importados o producidos internamente) al que se suman los insuficientes sistemas de reintegro o de suspensión de aranceles. Si bien en la región se ha observado una tendencia hacia la reducción de los niveles arancelarios y de su dispersión, en ciertos casos continúa actuando un desincentivo a la exportación proveniente de este factor, por lo cual es ineludible su reducción o compensación mediante sistemas apropiados. Entre estos últimos, los mecanismos de suspensión de aranceles son más eficaces para los exportadores habituales que los instrumentos de devolución de aranceles y han sido, de hecho, claves para el dinamismo exportador de los países de Asia suroriental y de México. Las zonas francas son, por supuesto, un mecanismo adicional, que tiene una importancia relativa muy elevada para varios de los países pequeños de la cuenca del Caribe.

Un ambiente que promueva las exportaciones requiere, asimismo, condiciones de eficiencia sistémica. Sin duda, el crecimiento estable de las exportaciones depende del avance sostenido de la productividad, en lo cual inciden políticas en favor de la difusión y adaptación tecnológica. Pero también son piezas importantes de la competitividad externa el nivel de eficiencia de la infraestructura de exportación (sistemas de transporte, puertos, sistemas de almacenamiento, entre otros), el desarrollo de las complementariedades entre las empresas exportadoras y las cadenas productivas de las cuales forman parte, y la eliminación de trabas, en especial la simplificación de los trámites.

b) Políticas de apoyo activo a las exportaciones

En materia de apoyo a las exportaciones han sido fundamentales las medidas orientadas a la identificación de la demanda externa y de promoción en los mercados

1. Estudios recientes señalan que una variación en el tipo de cambio real bilateral de un 10% por encima o debajo de la media de esta variable (calculando la media en cada punto del tiempo) está asociado con una reducción de las exportaciones de un 8,6% (Mora, 2000).

externos de la oferta exportable. Esta labor ha recaído tradicionalmente en los organismos públicos de promoción, pero recientemente el sector privado también ha incursionado en la prestación de servicios de apoyo a las exportaciones. Los organismos públicos o las asociaciones privadas pueden también cumplir un papel importante en la promoción de distintas formas de asociación entre los exportadores, por productos o mercados de destino, para aprovechar las economías de escala y las externalidades que genera su presencia conjunta en los mercados externos. Estas actividades son particularmente importantes para las empresas pequeñas y medianas que incursionan en los mercados externos.

El segundo elemento esencial en este ámbito es el desarrollo de mecanismos adecuados de financiamiento y seguro de pre y pos embarque. A pesar de la importancia que tienen estos aspectos, en particular para las empresas pequeñas y medianas, que no disponen de acceso a préstamos en el exterior, su desarrollo presenta notorias deficiencias en la mayoría de los países de la región, con algunas excepciones, como es el caso del Banco de Comercio Exterior (Bancoldex) en Colombia y del Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) en México, así como la creciente importancia que ha otorgado a esta materia el gobierno de Brasil. Cabe señalar que el financiamiento de las empresas exportadoras es compatible con los acuerdos de la Ronda Uruguay, siempre que no se subsidien las tasas de interés.

Un tipo de actividades que no ha recibido suficiente impulso es la creación de una banca de inversión u otras entidades privadas especializadas en la canalización de capital de riesgo hacia empresas o actividades nuevas destinadas a diversificar la base exportadora. En esta materia, pese a algunos esfuerzos aislados, la Fundación Chile y algunas actividades realizadas por los bancos nacionales de desarrollo siguen siendo ejemplos aislados. Estos esfuerzos deben estar articulados con aquellos orientados a fomentar empresas de base tecnológica.

Aunque las nuevas reglas de la Organización Mundial del Comercio restringen la mayoría de los subsidios a la exportación, aún existen márgenes que permiten diseñar programas con contenidos de subsidio². Al establecer programas de este tipo, es importante que los subsidios correspondientes sean moderados, temporales y sujetos a evaluación periódica, y que su objetivo esencial sea contribuir a diversificar la base exportadora o los mercados de destino.

2. En particular, la OMC permite el uso de subsidios horizontales (no específicos a actividades propiamente exportadoras). También se autorizan los subsidios a proyectos de desarrollo tecnológico que cubran hasta el 75% de sus costos. Queda espacio también para algunos subsidios directos bajo el resguardo de la llamada cláusula *de minimis*.

c) Políticas para enfrentar los riesgos asociados a la variabilidad de los mercados externos

El manejo de los riesgos que conlleva la variabilidad externa del comercio muestra la permanente vigencia de las orientaciones en favor de una mayor diversificación del comercio, tanto en términos de productos como de mercados de destino. Dicho manejo resalta igualmente la importancia de desarrollar mecanismos de “autoprotección” que permitan amortiguar los efectos de los cambios en los precios externos sobre la economía interna y de mecanismos de carácter internacional, basados en instrumentos de administración de riesgos, con el fin de contrarrestar los efectos de las fluctuaciones en los precios externos de las exportaciones.

En el ámbito de la autoprotección frente a la variabilidad externa, algunos países han utilizado fondos nacionales de estabilización de precios de las exportaciones³. Estos esfuerzos nacionales contribuyen a atenuar los efectos internos de la volatilidad externa y, en general, sus efectos sobre la estabilidad de los ingresos de los productores y/o los ingresos públicos han sido valorados positivamente. No obstante, a veces han sido criticados por no aislar totalmente al país respecto de estas fluctuaciones, objetivo que no sólo es inapropiado —ya que no es conveniente aislar a los productores nacionales de las tendencias de los precios internacionales— sino que además se traduciría en su insostenibilidad financiera.

En el campo del aseguramiento externo, han existido varios intentos de reducción de las fluctuaciones en los precios de exportación, por medio de acuerdos de productores y consumidores, esquemas de existencias reguladoras (*buffer stocks*), o esquemas de aranceles variables, y juntas de comercialización. En el ámbito multilateral, durante la Cuarta Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad), realizada en 1976, se aprobó un Programa Integrado para los Productos Básicos, y se reconoció la necesidad de que los gobiernos negociaran un Fondo Común para los Productos Básicos, con el propósito de viabilizar los instrumentos financieros para sustentar los acuerdos individuales de estabilización de precios. Las negociaciones para la aprobación y ratificación de este Fondo fueron difíciles, debido a discrepancias entre los grandes países industrializados, y aunque el acuerdo fue formalmente firmado al final de los años ochenta, los acuerdos por productos ya habían caducado, se habían dejado de aplicar o se habían reducido significativamente sus funciones de estabilización de precios.

3. Estos esquemas se aplican esencialmente a los productos de exportación, aunque en Chile se han utilizado para moderar los efectos internos de las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo. También existen esquemas de bandas de precios para productos agropecuarios en varios países, con el fin de aminorar los efectos internos de las fluctuaciones de los precios de dichos productos. Sin embargo, el análisis de este último mecanismo rebasa los alcances de este documento.

Más recientemente, ha resurgido el interés en la utilización de los instrumentos de mercado para la administración de riesgos y se ha sugerido que las agencias de financiamiento multilateral deberían desempeñar el papel de intermediario-puente entre los proveedores de estos instrumentos y las entidades en los países en desarrollo que no tienen acceso a ellos. La aplicabilidad en la escala apropiada, y en particular el costo, de estos instrumentos de apoyo a las exportaciones de la región, aún está por establecerse. En particular, estas alternativas pueden resultar onerosas para países con elevada concentración de exportaciones y/o altamente expuestos a fluctuaciones regionales sistémicas.

Cabe resaltar que tanto los mecanismos de autoprotección como los instrumentos de aseguramiento internacional pueden ayudar a mitigar los riesgos, pero no reducen la exposición a estos riesgos y tienen costos que pueden llegar a ser elevados. Por ello, la principal estrategia proactiva de reducción del riesgo continúa siendo la diversificación de las exportaciones y de los mercados de destino.

d) Acceso a los mercados externos

Toda estrategia de desarrollo y diversificación de las exportaciones tiene como elemento necesario una mejora en las condiciones de acceso a los mercados de destino. No obstante los logros alcanzados por la Ronda Uruguay, persiste la aplicación en ciertos casos de niveles arancelarios muy elevados (*véase* el cuadro 3.3) a productos que son importantes para la región, así como aranceles altamente variables como resultado de la “arancelización” de restricciones cuantitativas. Estos problemas son particularmente importantes en el caso de los productos agropecuarios, donde, adicionalmente, los altos subsidios otorgados por los países industrializados a su producción, que fue sólo objeto de recortes moderados durante la Ronda Uruguay, continúan generando distorsiones importantes en los mercados internacionales. Al mismo tiempo, persiste el escalonamiento de aranceles a medida que aumenta el grado de elaboración, lo que perjudica a la exportación de bienes manufacturados por parte de los países en vías de desarrollo. En relación con las restricciones cuantitativas, aún se permite el uso de cuotas textiles, bajo el compromiso de su gradual desmantelamiento, en tanto que ciertas exportaciones de la región han sido afectadas por prácticas que son equivalentes a las restricciones voluntarias a las exportaciones, que fueron explícitamente prohibidas en los acuerdos de la Ronda Uruguay.

Por otra parte, a pesar de su mayor regulación a raíz de la creación de la OMC, ha continuado el uso difundido de medidas para contingencias comerciales —derechos antidumping y compensatorios, y cláusulas de salvaguardias— que, a veces, se aplican con fines proteccionistas. En efecto, cerca de la mitad de los casos de controversias examinados en el Órgano de Solución de Diferencias de la OMC se refieren a disputas por la aplicación de estas medidas, que han afectado recientemente varios rubros

Cuadro 3.3
EXISTENCIA DE ARANCELES EXTREMOS EN EL SECTOR AGRÍCOLA
SEGÚN PRINCIPALES MERCADOS DE DESTINO
DESPUÉS DE LA RONDA URUGUAY

Mercado	Porcentajes de posiciones arancelarias con aranceles superiores a 12%	Número de posiciones arancelarias con aranceles superiores a 100%	Productos con aranceles extremos
Unión Europea	45	33	> 200%: carnes, jugo de uva
Japón	40	146	> 300%: mantequilla, trigo, maní, arroz
Estados Unidos	19	26	> 100%: maní, tabaco, derivados del tabaco
Canadá	11	68	> 200%: leche en polvo, mantequilla, queso

Fuente: Elaborado sobre la base de Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo/Organización Mundial del Comercio (Unctad/OMC), *The Post-Uruguay Round Tariff Environment for Developing Country Exports: Tariff Peaks and Tariff Escalation* (TD/B/COM.1/14/Rev.1), Ginebra, 28 de enero de 2000.

exitosos de exportación de países de la región. Es importante señalar que, si bien estas medidas afectan a una proporción reducida del comercio, desalientan otras iniciativas de exportación, porque crean gran incertidumbre respecto del acceso ininterrumpido a los mercados de acuerdo con reglas estables. Por otra parte, los derechos adicionales cobrados por concepto de antidumping son, por lo general, bastante más altos que el nivel arancelario promedio.

Otras barreras que discriminan en la práctica en contra de las exportaciones regionales son los estándares técnicos, sanitarios y fitosanitarios. A pesar de que éstos también han sido objeto de una mayor regulación multilateral, su aplicación por los países desarrollados implica, muchas veces, exigencias difíciles de cumplir por los países en desarrollo. Por ello, es necesario avanzar en cuanto a distinguir las regulaciones que se justifican por esas razones de las que son fundamentalmente un modo de erigir barreras no arancelarias.

Estas consideraciones resaltan la importancia de continuar los esfuerzos multilaterales orientados a eliminar prácticas comerciales que afectan adversamente a los países en desarrollo, especialmente en el caso de los productos agropecuarios, de las manufacturas intensivas en mano de obra y de otras manufacturas que se consi-

deran “sensibles” en los países industrializados. Debe anotarse, por otra parte, que muchos países pequeños, especialmente del Caribe, se han visto afectados adversamente por la erosión de las preferencias de que gozaban en los mercados de los países industrializados. En este caso, es esencial garantizar que estos países no sólo tengan acceso a dichos mercados, sino que cuenten con recursos y apoyo técnico adecuados para modernizar y diversificar su base exportadora.

Una línea de acción prioritaria en favor de la diversificación de la base exportadora se apoya en el considerable incremento del comercio intrarregional, resultado entre otras cosas, de acuerdos y tratados bilaterales y multilaterales de integración. La información disponible señala que ese comercio exhibe una mayor proporción de manufacturas que el comercio extrarregional, contribuyendo de este modo a la desconcentración de las exportaciones. A su vez, ello representa un paso clave en una estrategia orientada hacia la incorporación de la región a los segmentos más dinámicos y de mayor contenido tecnológico del comercio mundial. Durante la crisis reciente, este comercio mostró, sin embargo, una gran vulnerabilidad cíclica, en particular en Suramérica, tanto como resultado de la contracción de las economías como de las fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales. Como ya se ha señalado, ello resalta la importancia de contar con mecanismos más desarrollados de coordinación de las políticas macroeconómicas a nivel subregional y regional.

e) Las remesas de los emigrantes

Según se vio en el capítulo 1, las remesas de los emigrantes se han convertido en una fuente importante de recursos externos, especialmente para los países de menor desarrollo relativo. Para lograr un uso más eficiente de esta fuente de financiamiento se han identificado tres áreas de orientación de política, asociadas, respectivamente, al costo de envío, al potencial uso productivo de esos recursos y a la capacidad organizadora y empresarial de los migrantes.

i) Costos del envío de las remesas

La ausencia de mecanismos formales y competitivos para el envío de remesas ha permitido a las agencias especializadas castigar el tipo de cambio al cual se entregan las remesas y cobrar comisiones elevadas por el servicio. Todo lo anterior se ha traducido en elevados costos para el envío de remesas, lo que resta poder de compra y ahorro a las familias receptoras. Aunque con ciertas variaciones de un país a otro se ha sugerido regular este mercado, mediante la promoción de la competencia, ya sea incentivando la participación de agencias financieras formales en los envíos, dando transparencia a las condiciones del envío (comisiones y tipo de cambio), aumentando el poder de negociación de los emigrantes a través de su organización,

recurriendo a organizaciones no gubernamentales para crear alianzas o aprovechando, cuando corresponda, las ventajas de la internacionalización de la banca y el desarrollo de instrumentos idóneos, como cuentas en dólares y tarjetas de crédito que se paguen en Estados Unidos.

ii) Uso productivo de las remesas

A pesar de la importancia de esta fuente de recursos, llama la atención que, contrariamente a lo que ocurre con las exportaciones y la inversión extranjera directa, no existen respecto de las remesas políticas públicas de apoyo. De hecho, no hay una política regional que considere a los focos de expulsión de población como unidades donde el migrante y su familia puedan constituirse en agentes de desarrollo, asignando parte de su capacidad de ahorro a proyectos que den dinamismo a esas zonas. Hay evidencias importantes de que esto puede dar resultados satisfactorios, ya que cuando esta capacidad de ahorro ha sido debidamente canalizada las respuestas han sido positivas. Existe entonces, un amplio potencial de desarrollo financiero y productivo, que incluye la adaptación y profundización de esquemas que combinan recursos públicos y remesas para financiar proyectos de desarrollo, el diseño de proyectos piloto con capital público inicial, y el diseño de incentivos tributarios apropiados y de instrumentos financieros atractivos para que el ahorro de los migrantes pueda invertirse en sus países de origen. Entre otros, podrían ejecutarse proyectos de inversión en propiedades raíces o en empresas productivas, y desarrollo de productos 'idiosincráticos' para el mercado de emigrantes en el país de destino. Finalmente, dentro del ámbito de la promoción de otras fuentes de financiamiento, es posible utilizar las remesas como garantías, para facilitar el acceso al crédito que otorgan las bancas sociales y de desarrollo.

iii) Capacidad de organización

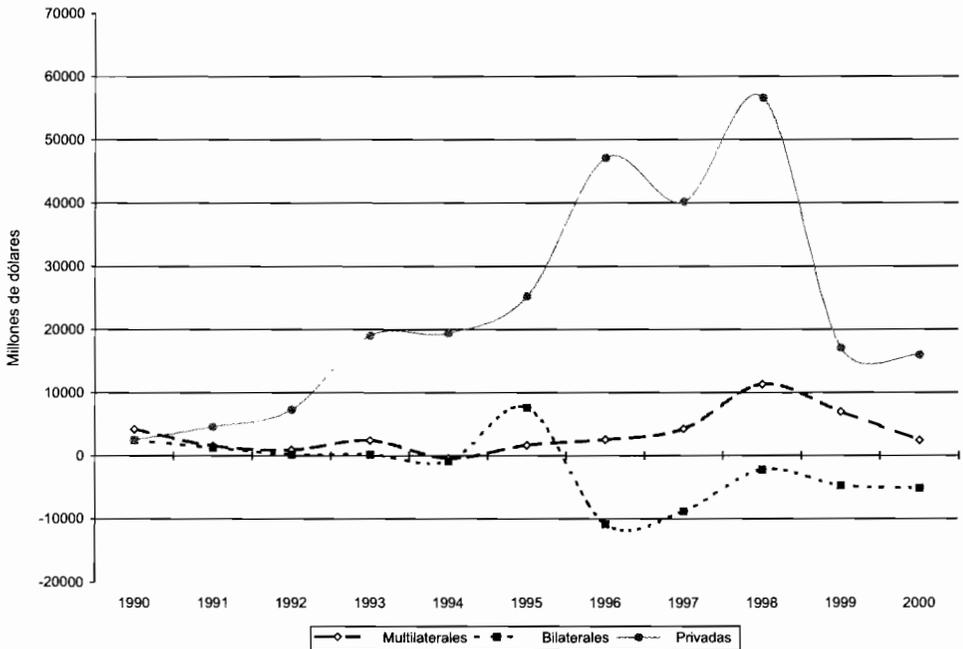
Dado el elevado número de migrantes, su organización en forma efectiva puede ser muy provechosa. Por una parte, puede servir para desarrollar una red de información y distribución de los productos provenientes de sus países de origen. Por otra, una vez organizados, sus raíces comunes los llevan a querer impulsar proyectos de infraestructura comunitaria, lo que exige diseños institucionales adecuados para potenciar su capacidad de desarrollo, especialmente en las áreas de educación y capacitación.

2. EL FINANCIAMIENTO EXTERNO OFICIAL

En la década de 1990 se produjeron ciertas situaciones preocupantes en relación con la disponibilidad futura de financiamiento oficial para la región. En primer lugar, en

comparación con los otros componentes de los flujos de deuda, aquéllos de carácter bilateral han experimentado una reducción neta en sus niveles, en tanto los de origen multilateral han crecido a un ritmo lento, según se ilustra en el gráfico 3.1. En segundo lugar, los niveles de asistencia oficial para el desarrollo, de particular importancia para los países de menor desarrollo relativo de la región, han tendido a disminuir (véase el cuadro 3.4). Por otra parte, aunque la iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados generó importantes expectativas para algunos países pobres de la región, enfrenta todavía dificultades de instrumentación, que afectan tanto a los países elegibles como a los otros países de la región y a los organismos regionales y subregionales que tienen recursos comprometidos en dichos países. Finalmente, uno de los cambios más favorables en el frente del financiamiento oficial ha sido la puesta en marcha de actividades específicas para el financiamiento de la agenda de desarrollo sostenible, pero su alcance sigue siendo todavía limitado.

Gráfico 3.1
AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO SEGÚN FUENTES



Cuadro 3.4
ASISTENCIA OFICIAL NETA PARA EL DESARROLLO RECIBIDA POR
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
 (Millones de dólares)

	1994	1995	1996	1997	1998	AOD/PIB 1997 (%)
Grupo A	3.026	3.570	3.546	2.853	2.793	3,2
Grupo B	694	833	729	748	787	0,4
Grupo C	1.097	1.095	999	674	615	0,1
América Latina y el Caribe	4.817	5.498	5.274	4.275	4.195	0,3

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., mayo de 2000.

a) Incertidumbres en relación con la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) y los recursos bilaterales

Aunque hay algunas señales positivas recientes, el futuro de la asistencia oficial para el desarrollo despierta grandes incertidumbres, ligadas al hecho de que los presupuestos destinados para ayuda oficial reflejan las condiciones internas de los países donantes, más que una respuesta a las necesidades de los países receptores. El primer factor de incertidumbre, observado desde principios de los años noventa, proviene de los cambios en la asistencia oficial originados en ajustes presupuestarios en los países donantes. En segundo lugar, la opinión pública de estos países ha exhibido creciente escepticismo respecto de la efectividad de esta asistencia. Por último, el fin de la guerra fría cambió ciertos intereses estratégicos y comerciales que anteriormente favorecían la asistencia oficial, al tiempo que la entrada de capitales privados hacia los países en desarrollo redujo la percepción de la urgencia de esta ayuda.

De acuerdo con el Banco Mundial, América Latina y el Caribe recibieron en 1999 el 7,3% del total de la asistencia oficial para el desarrollo. Es interesante notar que, durante la última década (1990-1999) hubo cambios notables en los sectores de destino de dichos fondos. Las manufacturas, la agricultura, la energía tradicional y las comunicaciones se convirtieron en sectores menos atractivos para estos fondos públicos, en tanto que los servicios sociales básicos y la protección del medio ambiente pasaron a recibir una atención creciente.

Es imperativo que los niveles de asistencia oficial se recuperen, con vista a cumplir la meta del 0,7% del PIB de los países industrializados acordada en el marco de las Naciones Unidas. El destino preferencial de dichos recursos deben ser los países de menor desarrollo relativo y los pequeños Estados insulares, en los que la vulnerabilidad ante los desastres naturales, la erosión de las preferencias comerciales y las

fluctuaciones económicas se han agudizado dramáticamente en décadas recientes. En todos estos países, los programas deben ser evaluados esencialmente en función de su impacto social. La asistencia oficial debe apoyar, igualmente, la provisión de bienes públicos globales o con fuertes externalidades internacionales, entre los cuales se encuentran la paz, la agenda ambiental mundial (cambio climático y conservación de la biodiversidad) y la lucha contra el problema mundial de las drogas. En todos los casos, es necesario que los países receptores mejoren la eficiencia y transparencia en el uso de estos recursos, que son, por lo demás, condiciones necesarias para la convivencia interna y la integración a un mundo globalizado.

Cabe anotar que los recursos bilaterales no concesionales también cumplen un papel importante en el financiamiento de la región, especialmente de los países de menor desarrollo relativo. Las consideraciones anteriores son igualmente válidas para estos recursos. Según vimos en el capítulo anterior, los recursos bilaterales han sido utilizados igualmente como apoyo a programas de financiamiento de emergencia. Como ahí lo señalamos, aunque pueden seguir cumpliendo un papel útil en un contexto de escasez de recursos multilaterales, son subóptimos en relación con estos últimos y su función como mecanismo de estabilización debe estar sujeta a una agenda más amplia de reforma de la arquitectura financiera internacional.

b) El papel de la banca de desarrollo multilateral, regional y subregional

Los bancos de desarrollo multilaterales (Banco Mundial), regionales (Banco Interamericano de Desarrollo, BID) y subregionales (Corporación Andina de Fomento, CAF; Banco Centroamericano de Integración Económica, BCIE; Banco de Desarrollo del Caribe, BDC; y Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata, Fonplata) son un importante complemento del esfuerzo interno de financiamiento de la inversión y del financiamiento externo privado. El papel clave de las instituciones financieras regionales y subregionales durante la década de 1990 se manifestó nítidamente a través de su participación en el suministro de recursos crediticios a la región. El cuadro 3.5 muestra que estos recursos son particularmente importantes para los países de menor desarrollo relativo, para los cuales la Asociación Internacional de Fomento (AIF) del Banco Mundial cumple también un papel importante. El financiamiento multilateral de todas estas fuentes representa el 84,7% del crédito externo de largo plazo recibido por estos países en 1995-1998. Los recursos de los bancos regionales y subregionales también son muy importantes para los países con ingresos por habitante entre 2.000 y 4.000 dólares (véase el grupo B del cuadro 3.2) y representan el 15,0% del crédito de largo plazo en el mismo período y poco más de la mitad en la primera parte de la década. Los montos son más reducidos para los países de mayores ingresos relativos.

Cuadro 3.5
FLUJOS NETOS DE DEUDA SEGÚN FUENTES (LARGO PLAZO)
 (Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990-1994	1995-1999
Grupo A												
Flujo neto de deuda de largo plazo	1.118	498	297	958	639	988	1.289	1.968	930	1.740	100,0	100,0
Fuentes públicas	1.060	675	753	781	836	1.017	917	1.377	812	1.271	117,0	77,1
Multilaterales	355	341	565	517	740	1.118	894	1.475	900	1.271	71,7	81,8
Banco Mundial	43	25	9	9	122	340	183	194	246	566	5,9	22,1
BID y otros bancos de desarrollo	312	316	557	507	618	778	712	1.282	654	705	65,8	59,7
Bilaterales	705	334	188	265	96	-101	23	-98	-89	-59	45,2	-4,7
Fuentes privadas	58	-177	-456	176	-197	-29	372	591	18	528	-17,0	22,9
Grupo B												
Flujo neto de deuda de largo plazo	-184	-335	-573	1.237	2.120	1.967	3.151	5.412	2.102	5.517	100,0	100,0
Fuentes públicas	145	107	-445	130	-539	-337	-596	299	197	1.315	-26,5	4,8
Multilaterales	5	-349	-122	345	-493	171	141	654	832	1.673	-26,6	19,1
Banco Mundial	-329	-367	-701	9	-586	-164	-204	121	162	507	-86,7	2,3
BID y otros bancos de desarrollo	344	18	579	326	93	334	345	533	670	1.166	60,0	16,8
Bilaterales	130	455	-323	-215	-46	-507	-737	-354	-636	-359	01	-14,3
Fuentes privadas	-329	-441	-128	1.107	2.659	2.304	3.746	5.113	1.905	4.203	126,5	95,2
Grupo C												
Flujo neto de deuda de largo plazo	8.294	7.318	8.746	19.514	15.365	31.580	34.397	28.257	62.671	12.090	100,0	100,0
Fuentes públicas	5.489	2.089	843	1.747	-1.598	8.604	-8.591	-6.221	8.091	-286	14,5	0,9
Multilaterales	3.844	1.586	492	1.581	-671	374	1.509	2.120	9.589	4.010	11,5	10,4
Banco Mundial	3.225	747	-178	452	-778	-266	384	430	2.000	1.077	5,9	2,1
BID y otros bancos de desarrollo	619	838	670	1.130	107	640	1.125	1.690	7.589	2.933	5,7	8,3
Bilaterales	1.645	504	352	165	-927	8.230	-10.101	-8.341	-1.498	-4.296	2,9	-9,5
Fuentes privadas	2.805	5.229	7.902	17.768	16.963	22.976	42.988	34.478	54.580	12.375	85,5	96,1
América Latina y el Caribe												
Flujo neto de deuda de largo plazo	9.228	7.482	8.470	21.709	18.125	34.535	38.837	35.637	65.703	19.347	100,0	100,0
Fuentes públicas	6.694	2.871	1.152	2.658	-1.300	9.284	-8.270	-4.545	9.100	2.241	18,6	4,0
Multilaterales	4.214	1.578	935	2.443	-424	1.662	2.545	4.249	11.321	6.954	13,5	13,8
Banco Mundial	2.939	406	-871	480	-1.242	-89	363	744	2.409	2.150	2,6	2,9
BID y otros bancos de desarrollo	1.274	1.173	1.806	1.963	818	1.752	2.182	3.505	8.913	4.804	10,8	10,9
Bilaterales	2.480	1.293	217	215	-877	7.622	-10.815	-8.794	-2.222	-4.713	5,1	-9,8
Fuentes privadas	2.534	4.611	7.318	19.051	19.425	25.251	47.106	40.182	56.603	17.106	81,4	96,0

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2001*.

Sin embargo, aún en el caso de estos últimos, una de las grandes virtudes de la banca multilateral ha sido su capacidad para ofrecer financiamiento en forma contracíclica, amortiguando los efectos de los *shocks* externos y evitando la profundización de las crisis. Esto se ha reflejado, en particular, en el aumento de dicho financiamiento durante los años de sequía en el financiamiento externo que se iniciaron con la crisis asiática (véase el gráfico 3.1) o durante la crisis de la deuda. Este apoyo ha sido un complemento y no un sustituto de la financiación de la balanza de pagos que han proporcionado el Fondo Monetario Internacional y algunas fuentes bilaterales, en particular porque son las únicas fuentes de financiamiento de largo plazo disponibles durante las crisis, característica que no cumple el financiamiento excepcional. Estos recursos permiten también moderar los ajustes fiscales necesarios y evitar, en particular, el recorte de programas sociales críticos y permiten poner en marcha redes de protección social para los sectores más vulnerables. No menos importante, el apoyo de estas instituciones ha tenido un papel catalítico importante en el mantenimiento y renovación de la confianza en los países durante los períodos de crisis y, por ende, en la renovación de los flujos privados. Estas características han hecho de estas instituciones un activo altamente valorado por los gobiernos accionistas de los países en desarrollo, que se ha reflejado en los compromisos que asumen durante sus procesos de capitalización.

El financiamiento oficial, tanto multilateral como bilateral, ofrece, por otra parte, ventajas indiscutibles en términos de sus condiciones, como se aprecia en el cuadro 3.6. En el caso de los préstamos provenientes de estas fuentes los plazos son mayores y las tasas de interés menores que en el de aquellos provenientes de fuentes privadas. Estas características favorables son particularmente pronunciadas en los nuevos compromisos orientados hacia los países de menor desarrollo relativo, factor que, unido a la mayor significación de estos recursos para esos países, destaca la atención preferencial de ellos por parte de estas instituciones. No obstante, esta característica se mantiene aún para los grupos de países de mayores ingresos relativos de la región.

La relación preferencial con los países en desarrollo, así como su propia adaptación a los sistemas modernos de evaluación de riesgos y calificación de cartera, han llevado a que el BID y la CAF exhiban una mejor calificación de riesgo que los países de la región, lo que les permite acceder a fondos externos a un costo menor que cuando los países se consideran en forma individual. El caso de la CAF es particularmente importante en tal sentido, porque se trata de una institución cuyos accionistas son exclusivamente países en desarrollo de la región. Esto permite a estas instituciones desarrollar actividades de intermediación financiera muy beneficiosas para los países miembros, que de otro modo enfrentarían costos muy elevados o simplemente no tendrían acceso al financiamiento en la escala necesaria. Este hecho, aparejado a la buena calidad de las carteras que en general exhiben los bancos multilaterales de

Cuadro 3.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CONDICIONES PROMEDIO
DE LOS NUEVOS COMPROMISOS
 (Promedios simples)

		Tasas de interés (porcentajes)		Plazos (años)	
		Sector oficial ^a	Sector privado ^b	Sector oficial ^a	Sector privado ^b
Grupo A	1990	4,0	9,5	28,1	6,4
	1994	4,2	7,3	26,2	9,1
	1998	4,7	5,5	28,0	8,5
	1999	4,0	6,0	29,7	7,7
Grupo B	1990	6,8	8,3	14,5	5,4
	1994	6,5	7,5	18,0	6,8
	1998	6,3	8,1	13,8	7,0
	1999	5,1	8,8	17,5	11,0
Grupo C	1990	7,4	9,0	17,2	10,9
	1994	6,4	8,5	17,7	6,7
	1998	7,7	8,1	13,3 ^d	7,9
	1999	6,7 ^c	8,5	19,6 ^e	11,0

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2001*.

- a Préstamos bilaterales y recursos de organismos multilaterales.
- b Endeudamiento en bonos y préstamos de la banca internacional.
- c Promedio de los países con excepción de Venezuela.
- d Promedio de los países con excepción de Chile.
- e Promedio de los países con excepción de México.

desarrollo, indica que los agentes privados tienden a sobreestimar el riesgo principal, aunque no únicamente durante los períodos de crisis. Esta sobreestimación del riesgo constituye, de por sí, una falla del mercado que justifica la acción de los bancos multilaterales de desarrollo.

Las carteras de préstamos de las instituciones regionales y subregionales muestran un perfil diversificado, que varía entre una y otra entidad. Conviene resaltar, en particular, la prioridad que otorgan estas entidades a proyectos de desarrollo social, su papel pionero en el financiamiento de programas de desarrollo sostenible y la canalización de recursos hacia sectores productivos tradicionalmente excluidos, en particular la pequeña y mediana empresa. En el plano institucional, conviene resaltar también su apoyo a programas de modernización del Estado. A ello se agrega su papel en el desarrollo de la infraestructura física, de algunos sectores productivos y, en algunos casos, de operaciones de comercio exterior, especialmente aquellas asociadas a los procesos de integración. La asistencia técnica, proporcionada directa-

mente o vinculada al financiamiento de proyectos, ha sido una característica adicional de estas instituciones, así como su papel como lugar de encuentro de los países miembros, de intercambio de información y análisis de experiencias exitosas (y, lo que es igualmente importante, fallidas) de desarrollo.

Los bancos de desarrollo pueden desempeñar también un papel de catalizadores de recursos privados, a través de tres mecanismos diferentes: el otorgamiento de garantías al pago oportuno de la deuda pública o del pago oportuno de compromisos (en la forma de garantías o subsidios) asumidos por el Estado como apoyo a proyectos privados; la financiación o cofinanciación directa de proyectos privados innovadores, aportada directamente por el banco o por la corporación financiera relacionada; y el capital de riesgo aportado por la corporación financiera a empresas innovadoras. Estos mecanismos han venido siendo desarrollados de manera diversa por los bancos y sus corporaciones y han servido, en particular, para acelerar las inversiones privadas en el área de infraestructura. También cabe mencionar algunas operaciones pioneras orientadas a garantizar el servicio de la deuda pública en emisiones de bonos realizadas en momentos de gran incertidumbre en el mercado de capitales. En todos estos casos, los inversionistas privados valoran no sólo la solidez de las instituciones multilaterales, sino también su relación privilegiada con los gobiernos, que le confiere un valor adicional al apoyo que otorgan. Estas operaciones deben seguir ampliándose, sobre la base de un claro criterio de adicionalidad, es decir desarrollando mecanismos de apoyo que no existan en el mercado privado en un momento dado. Un nuevo mecanismo podría ser el otorgamiento de garantías a emisiones de bonos de países que no han hecho uso de este mecanismo de financiamiento.

Las instituciones regionales y subregionales pueden contribuir también al desarrollo de los mercados financieros, a través de la emisión de títulos de deuda que ayude a crear mercados de plazos más amplios, y de inversiones en entidades de financiamiento a la micro y pequeña empresa. De ese modo contribuirían a la profundización y creación de segmentos del mercado que suelen caracterizarse por un desarrollo insuficiente. El apoyo a las actividades de los bancos nacionales de desarrollo es esencial para garantizar una labor efectiva en estos campos.

En suma, los bancos multilaterales cumplen un papel esencial en la movilización de recursos hacia la región, en condiciones más favorables que el financiamiento privado, complementan la inversión privada cuando el capital privado no está disponible en términos y condiciones aceptables, contribuyen en estas condiciones al restablecimiento de la confianza, pueden ser catalizadores de nueva inversión privada y del desarrollo de los mercados financieros de los países, proporcionan un foro para los países, contribuyen al proceso de integración regional y son mecanismo para la canalización de asistencia técnica e información para la preparación, financiamiento y ejecución de los programas de desarrollo. Por todos estos motivos, aunque deben ciertamente priorizarse sus acciones y sus actividades deben propender a la mayor

eficiencia y transparencia, siguen desempeñando un papel esencial, aún para países de ingreso medio.

c) La iniciativa para los países pobres muy endeudados

Desde mediados de los años ochenta, la participación absoluta y relativa de los acreedores privados en el financiamiento de los países más pobres de la región se redujo sistemáticamente (véase el cuadro 3.8). El financiamiento proveniente de acreedores bilaterales también disminuyó. De este modo, a diferencia de lo ocurrido con los flujos de recursos hacia los otros países, el endeudamiento de los países de menores ingresos exhibe una mayor proporción de compromisos adquiridos con acreedores multilaterales. Por otra parte, los niveles de endeudamiento externo de algunos de estos países son muy elevados y constituyen una restricción severa a su desarrollo. En esas circunstancias, en 1996 se adoptó la iniciativa para la reducción de la deuda externa de los países pobres muy endeudados. Cuatro países de la región –Bolivia, Guyana, Honduras y Nicaragua– reúnen los requisitos contemplados en ésta.

Cuadro 3.7
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS DE ALGUNOS BANCOS
REGIONALES Y MULTILATERALES
(Porcentajes)

	Banco Mundial 1998-2000	BID 1997-1999	CAF cartera al 31/12/99	BCIE acumulado 1961-1999	BDC acumulado 1970-1999
Servicios sociales, protección e inversión social y ambiental	24,8	27,3		7,1	11,0
Educación, ciencia y tecnología	9,4	6,1			
Desarrollo urbano, vivienda e infraestructura física	13	6,2		31,1	
Agricultura, silvicultura y pesca	6,0	15	2,0	2,7	5,8
Industria, minería, canteras, petróleo y gas	12	9,1	11,0	4,4	9,8
Electricidad, energía y agua	2,3	8,8	21,0	14,5	8,8
Transporte y comunicaciones	8,7	9,6	24,0	10,1	25,3
Turismo y microempresa	0,0	1,3		2,5	3,1
Multisectores y otros	5,3	2,6	14,0	27,6	13,3
Financiamiento y distribución	12,5	0,3	28,0		22,8
Política económica, reforma sector público y admón. pública	28,5	27,3			
Total	100	100	100	100	100

Fuente: Cepal, sobre la base de memorias anuales del Banco Mundial, BID, CAF, BCIE y Banco del Desarrollo del Caribe.

Cuadro 3.8
COMPONENTES DE LA DEUDA EXTERNA DE PAÍSES POBRES
DE AMÉRICA LATINA^a

	1980	1985	1990	1995	1998	1999
<i>(Millones de dólares)</i>						
Deuda a largo plazo	11.953	23.948	32.782	37.494	36.071	36.885
Deuda pública y con garantía pública	10.107	22.887	32.222	36.545	34.256	34.715
Acreeedores multilaterales	2.516	5.195	9.009	12.846	15.010	15.860
Acreeedores bilaterales	3.128	7.518	13.920	14.620	10.482	10.100
Acreeedores privados	4.463	10.174	9.293	9.079	8.764	8.755
Deuda no garantizada	1.846	1.061	560	949	1.815	2.170
<i>(Composición porcentual)</i>						
Deuda a largo plazo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Deuda pública y con garantía pública	84,6	95,6	98,3	97,5	95,0	94,1
Acreeedores multilaterales	21,0	21,7	27,5	34,3	41,6	43,0
Acreeedores bilaterales	26,2	31,4	42,5	39,0	29,1	27,4
Acreeedores privados	37,3	42,5	28,3	24,2	24,3	23,7
Deuda no garantizada	15,4	4,4	1,7	2,5	5,0	5,9

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance 2001*.

a Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua.

El objetivo original de la iniciativa consistía en eliminar el sobreendeudamiento, reduciendo la deuda externa admisible⁴ hasta niveles sostenibles. En términos generales, un nivel sostenible de deuda externa correspondería a aquél que, en el marco de adecuadas políticas económicas, permitiría cumplir con las obligaciones externas, sin recurrir a nuevas renegociaciones, condonaciones, acumulaciones de atrasos y sin sacrificar el crecimiento económico. Más recientemente, estos objetivos han sido modificados para otorgar mayor énfasis a la liberación de recursos que, en lugar de ser empleados en el servicio de los compromisos externos, sean destinados a programas de reducción de la pobreza.

Algunas de las críticas a esta iniciativa señalan que para acceder a sus beneficios los países elegibles deben recorrer un camino largo y complejo, que se resume en el recuadro 3.1. La decisión de admisión en el programa se toma al cabo de tres años de adopción de un programa de reformas, lapso durante el cual se recurre principalmente a reprogramaciones de compromisos. Asimismo, la concesión del alivio final del

4. La deuda susceptible de ser reducida corresponde a aquélla contratada antes de la fecha de corte. Estas corresponden a aquéllas establecidas cuando los países acordaron por primera vez una renegociación con el Club de París. Según esto, las fechas de corte para establecer la proporción de deuda bilateral susceptible de ser reducida son: Bolivia (31/12/1985), Guyana (31/12/1988), Honduras (01/06/1990) y Nicaragua (01/11/1988).

Recuadro 3.1

FUNCIONAMIENTO DE LA INICIATIVA REFORZADA PARA LOS PAÍSES POBRES MUY ENDEUDADOS

La Iniciativa está dividida en dos fases de ajuste y reformas económicas, un **punto de decisión** ubicado al final de la primera fase, y un **punto de culminación flotante** al final de la segunda fase, momento en que se aplica la reducción de la deuda externa.

Primera fase

El país debe establecer un historial de tres años de desempeño satisfactorio y elaborar, en conjunto con la sociedad civil, un documento de estrategia para la reducción de la pobreza (DERP). El Club de París ofrece la posibilidad de reprogramación del servicio de la deuda que venza durante el período de consolidación de tres años, de acuerdo con las condiciones de Nápoles (reducción del 67% de los vencimientos). Otros acreedores bilaterales y comerciales ofrecen un trato al menos comparable.

Punto de decisión

Al cabo de esta primera fase, existen dos posibilidades:

- Si las condiciones tradicionales de reducción de la deuda han sido suficientes para alcanzar la sostenibilidad de la deuda externa ⇒ salida de la iniciativa.
- Si no es posible alcanzar el nivel de sostenibilidad de la deuda sin la asistencia de las instituciones multilaterales y gobiernos implicados en la iniciativa PPME ⇒ admisibilidad.

En este caso, todos los acreedores (multilaterales, bilaterales y comerciales) se comprometen a que la reducción de la deuda se entregue en el punto de culminación "flotante". El monto de la asistencia depende de la necesidad de situar la deuda en niveles sostenibles en el punto de decisión.

Segunda fase

El Banco y el Fondo identificarían, junto con el gobierno, con amplia participación de la sociedad civil y de la comunidad de donantes, medidas o reformas estructurales y de desarrollo social, incluido el campo macroeconómico, que representen un paso significativo hacia el desarrollo sostenible y reducción de la pobreza. En este marco, el Banco Mundial y el FMI ofrecen asistencia provisional. Otros acreedores y donantes multilaterales bilaterales ofrecen medidas de alivio temporal de la deuda, según su propio criterio.

Punto de culminación "flotante"

La aplicación de las reformas previamente acordadas sería supervisada en forma transparente y, una vez completadas, se consideraría alcanzado el punto de culminación. El Club de París ofrecería una reducción de la deuda admisible en condiciones más concesionales, de hasta un 90% del valor neto actualizado (y, si fuera necesario, todavía más) con el fin de dar una salida a la situación de endeudamiento insostenible. Otros acreedores bilaterales y comerciales ofrecerían un trato al menos comparable, con respecto al volumen de la deuda. En caso necesario las instituciones multilaterales adoptarían medidas adicionales para reducir la deuda a un nivel sostenible, procurando una participación amplia y equitativa de todos los acreedores implicados.

Fuente: Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (FMI), "Modificaciones a la iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME)" (DC/99-25), Washington, D.C., Comité Ministerial Conjunto de las Juntas de Gobernadores del Banco y del Fondo para las Transferencias de Recursos Reales a los Países en Desarrollo, septiembre de 1999.

endeudamiento (punto de culminación “flotante”) se situaría en un horizonte lejano e indeterminado, y estaría sujeta al cumplimiento de un programa de reformas, metas de estabilidad macroeconómica y creación de condiciones para un crecimiento sostenible. Aunque ya se han adoptado decisiones orientadas a agilizar esta iniciativa, los plazos y la condicionalidad siguen siendo restrictivos.

También se ha dicho que, dadas las fechas de corte establecidas, es muy baja la proporción de la deuda bilateral que puede reducirse cuando se cumplen las condiciones para alcanzar el punto de culminación. Como se aprecia en el cuadro 3.9, para los países de la región incluidos en esta iniciativa, la proporción de la deuda oficial admisible para condonaciones oscila entre un 21% y un 31% en los casos de Bolivia, Honduras y Guyana, y una mayor magnitud en el caso de Nicaragua. En consecuencia, dada la mayor participación de los organismos multilaterales de financiamiento en el caso de los primeros tres países, el alivio de deuda dependerá en mayor medida de los esfuerzos de estas instituciones, lo que conlleva para éstas importantes desafíos en lo que se refiere a obtener recursos para financiar este programa, en particular para las instituciones regionales y subregionales (Varinia Tromben, 2000). La sostenibilidad de los coeficientes de endeudamiento definidos dentro de la iniciativa ha sido también objeto de mucha controversia, en especial en relación con los países africanos (Botchwey, 2000).

La disponibilidad de recursos para financiar la iniciativa ha sido un tercer obstáculo para llevarla a la práctica. En esta materia, conviene resaltar que algunas instituciones multilaterales de financiamiento, en particular aquéllas con elevadas proporciones de la cartera en los países elegibles, enfrentan serias dificultades para financiar los compromisos que deben asumir en el marco de esta iniciativa. Este es un problema particularmente crítico para el BCIE, que ya incurrió hace algunos años en costos importantes en la refinanciación de la deuda nicaragüense. Por otra parte, en el caso del BID, los países en desarrollo miembros debieron incurrir en costos asociados a la reorientación de recursos disponibles para la cooperación técnica al financiamiento de esta iniciativa y, en el del Banco Mundial, la demanda de recursos que esta iniciativa trae aparejada, unida a otras que enfrenta la institución, llevaron a aumentar el costo del crédito. Algunos países de la región han adquirido (México, en particular) o deben adquirir (los países centroamericanos) nuevos compromisos asociados a la condonación de deudas bilaterales, con los países beneficiarios. No se ha realizado un balance global de la distribución de costos del programa, que incluya aquellos asociados a los menores recursos disponibles para asistencia técnica y los mayores márgenes de los créditos, con el propósito de evitar que los costos recaigan excesivamente sobre otros países en desarrollo.

En abril del 2001, cuatro países de la región (Bolivia, Guyana, Honduras y Nicaragua) habían alcanzado el punto de decisión. El alivio comprometido del servicio de la deuda de estos países asciende a 8.490 millones de dólares, correspondientes a una

Cuadro 3.9
MONTO Y COMPOSICIÓN DEL VALOR ACTUAL NETO DE LA DEUDA OFICIAL, 1988
ANTES DE LA APLICACIÓN DE LA INICIATIVA PPME

	Bolivia		Guyana		Honduras		Nicaragua	
	Millones de dólares	Porcentajes						
Deuda oficial	3.724	100,0	1.078	100,0	3.219	100,0	5.239	100,0
A. Bilateral	1.444	38,8	401	37,2	1.366	42,4	3.877	74,0
- Antes de fecha de corte	791	21,2	335	31,1	854	26,5	3.372	64,4
- Pos fecha de corte	635	17,1	66	6,1	513	15,9	505	9,6
B. Multilateral	2.280	61,2	677	62,8	1.853	57,6	1.362	26,0
FMI	210	5,6	127	11,8	101	3,1	41	0,8
BM	534	14,3	130	12,1	509	15,8	233	4,4
BID	1.225	32,9	222	20,6	765	23,8	567	10,8
Otros	311	8,4	199	18,5	478	14,8	521	9,9
Memorándum								
- Fecha de corte	Dic. 1985		Dic. 1988		Jun. 1990		Nov. 1988	

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., mayo de 2000.

reducción del valor actual de 3.012 millones de dólares (véanse los cuadros 3.10 y 3.11). En comparación con 1998-1999, es decir antes de la aplicación de la iniciativa PPME reforzada, este alivio comprometido conllevaría un ahorro del servicio efectivo de la deuda estimado en el 2% del PIB en los casos de Bolivia, Honduras y Nicaragua entre el 2001 y 2003, y a una cifra significativamente mayor para Guyana⁵.

Cuadro 3.10

COMPROMISOS DE ALIVIO DE DEUDA DE PAÍSES POBRES DE LA REGIÓN
INICIATIVA PARA LOS PAÍSES POBRES MUY ENDEUDADOS, A FINES DE MARZO 2001
(Alivio de deuda en valor actual neto, millones de dólares)

	Total	Acreedores multilaterales				Subtotal	Bilaterales y otros acreedores
		Banco Mundial	FMI	BID	Otros ^a		
Bolivia	1.302	194	84	467	128	873	429
Guyana	585	68	74	116	105	363	222
Honduras	556	98	30	134	77	339	217
Nicaragua	3.267	189	82	387	465	1.123	2.144
Total	5.710	549	270	775	775	2.698	3.012

Fuente: Banco Mundial, *Financial Impact of the HIPC Initiative. First 22 Country Cases*, 10 de abril de 2001.

a Incluye 508 millones de dólares del BCIE y 53 millones de dólares de la CAF.

Cuadro 3.11

ESTIMACIÓN DEL ALIVIO DE DEUDA EN EL MARCO DE LA INICIATIVA
PARA LOS PAÍSES POBRES MUY ENDEUDADOS

	Bolivia	Guyana	Honduras	Nicaragua
Compromisos de reducción del valor nominal del servicio de la deuda (millones de dólares)	2 060	1 030	900	4 500
Ahorro de servicio devengado de la deuda como porcentaje del PIB ^a	2.0	9.2	2.0	8.0
Ahorro de servicio efectivo de la deuda como porcentaje del PIB ^a	1.8	11.8	1.6	1.6
Ahorro de servicio efectivo de la deuda (millones de dólares) ^a	177.2	90.5	104.6	45.3

Fuente: Banco Mundial, *Financial Impact of the HIPC Initiative. First 22 Country Cases*, 10 de abril de 2001.

a Ahorro promedio anual; comparación de los períodos 1998-1999 y 2001-2003.

5. Guyana se benefició ya en 1999 de una reducción del servicio bajo la iniciativa HIPC original.

Estos compromisos de alivio representan una importante contribución de los bancos multilaterales regionales (BID, BCIE y CAF) que podría afectar en ciertos casos su patrimonio. Ello ha dado origen a propuestas para allegar los recursos necesarios, mediante aportes de todos los países de la región, en apoyo de estas instituciones. En el cuadro 3.12 se presenta el costo de la iniciativa HIPC por países y grupos de acreedores. Además de la participación de las instituciones multilaterales regionales, estas cifras destacan la significativa absorción de los costos de la reducción de la deuda de Nicaragua por parte de países centroamericanos, en particular Costa Rica, Guatemala e, inclusive, Honduras, este último también beneficiario de la iniciativa.

Así las cosas, esta iniciativa debe ser todavía objeto de ajustes orientados a garantizar su agilidad, efectividad y financiamiento adecuados. En este último caso, una de las prioridades más claras en el uso de los recursos de los fondos especiales para el financiamiento de la iniciativa (Fondo fiduciario para la reducción de la deuda de los PPME) debe ser el financiamiento de los costos de los bancos subregionales afectados.

c) El financiamiento de la agenda de desarrollo sostenible

Uno de los desarrollos más favorables en el frente del financiamiento oficial en la última década, ha sido la puesta en marcha de iniciativas específicas para el financiamiento de la agenda mundial de desarrollo sostenible. Estos esfuerzos han provenido, en primer término, de los propios bancos multilaterales. En efecto, tanto el Banco Mundial como el Banco Interamericano de Desarrollo han destinado importantes recursos al financiamiento de la gestión ambiental. En 1999, el portafolio ambiental del Banco Mundial en América Latina y el Caribe representaba alrededor de 3.000 millones de dólares, la quinta parte del total de recursos destinados a este sector a nivel mundial. Las principales áreas de interés de estos proyectos en la región eran la contaminación y la gestión ambiental urbana (50%), el manejo de los recursos naturales y la gestión ambiental rural (34%) y el fortalecimiento institucional (9%). Por otra parte, del total de préstamos del Banco Interamericano de Desarrollo en 1999, alrededor del 9% (894 millones) se destinaron a proyectos ambientales o relacionados con la conservación de los recursos naturales. Las principales áreas de interés eran la gestión urbana (en especial proyectos de lucha contra la contaminación y de abastecimiento de agua potable), la conservación de los recursos naturales y la prevención y mitigación de desastres naturales. Existen también iniciativas en este campo por parte de los bancos subregionales.

Por otra parte, han surgido mecanismos financieros multilaterales innovadores para financiar los costos de la instrumentación de la agenda ambiental mundial por parte de los países en desarrollo. Dos de ellos, el Fondo para el Medio Ambiente Mundial (FMAM) y el Fondo Multilateral del Protocolo de Montreal, se encuentran plenamente en marcha, pero sus recursos son limitados en relación con los compro-

Cuadro 3.12
COSTOS ESTIMADOS DEL ALIVIO DE DEUDA EN EL MARCO DE LA INICIATIVA
PARA LOS PAÍSES POBRES MUY ENDEUDADOS,
SEGÚN PAÍSES Y ACREEDORES
 (Valor actual neto de fines de 1999, millones de dólares)

	Bolivia	Guyana	Honduras	Nicaragua	Total
Total	1.282	566	524	3.154	5.526
Multilaterales	862	353	321	1.060	2.596
Banco Mundial	189	66	92	179	526
FMI	83	70	29	77	259
BID	469	114	126	365	1.074
Otros ^a	121	103	74	439	737
Bilaterales	420	213	203	2.094	2.930
A. Miembros del Club de París	391	158	159	823	1.531
Australia				1	1
Austria	9			1	10
Bélgica	22				22
Brasil				29	29
Canadá	1	1	1		3
Dinamarca		1	1		2
Finlandia				5	5
Francia	18	1	5	33	57
Rep. Federal de Alemania	95	7	7	213	322
Israel				1	1
Italia	20		14	41	75
Japón	143	1	88	96	328
Países Bajos	8	3	2	17	30
Rusia		1		235	236
España	43		28	124	195
Suecia	1				1
Suiza			1	1	2
Trinidad y Tobago		88			88
Reino Unido	9	39		1	49
Estados Unidos	22	16	12	25	75

Cuadro 3.12 (Cont.)
COSTOS ESTIMADOS DEL ALIVIO DE DEUDA EN EL MARCO DE LA INICIATIVA
PARA LOS PAÍSES POBRES MUY ENDEUDADOS,
SEGÚN PAÍSES Y ACREEDORES
 (Valor actual neto de fines de 1999, millones de dólares)

	Bolivia	Guyana	Honduras	Nicaragua	Total
B. Otros oficiales bilaterales	22	27	41	1.232	1.322
Argelia				18	18
Argentina		1			1
Brasil	10	2			12
Bulgaria				60	60
China	7	5		3	15
Colombia			3		3
Corea del Norte				2	2
Costa Rica			4	369	373
República Checa				4	4
Ex Yugoslavia				4	4
Guatemala			5	351	356
Honduras				96	96
Hungría				5	5
India		1		1	2
Irán				25	25
Kuwait		6	6		12
Libia		5		56	61
México			9	41	50
Polonia				6	6
Perú				7	7
Provincia china de Taiwan	5		10	118	133
Unión de Emiratos Árabes		1			1
Venezuela		6	4	47	57
República de Eslovenia				19	19
C. Comercial	7	28	3	39	77

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)/Banco Mundial, *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC), Progress Report* (DC2001-0012), Washington, D.C., 2001.

a Incluidos el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y la Corporación Andina de Fomento (CAF).

misos internacionales. El Fondo para el Medio Ambiente Mundial (FMAM) se estableció en 1991 para que los países en desarrollo pudieran sufragar los costos incrementales derivados de abordar los problemas ambientales de escala global (pérdida de biodiversidad, cambio climático, agotamiento de la capa de ozono, problemas ambientales relacionados con aguas internacionales y desertificación). Hasta 1998, la contribución financiera del FMAM ascendía a más de 2.000 millones de dólares, de los cuales alrededor de una quinta parte financiaron proyectos en América Latina y el Caribe. Las agencias ejecutoras de este Fondo son el Banco Mundial, el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo y el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente. La mayor parte del financiamiento proviene de los países desarrollados. El Fondo Multilateral del Protocolo de Montreal es un mecanismo financiero que apoya a los países en vías de desarrollo para lograr la sustitución de sustancias que destruyen la capa de ozono y que son utilizadas en diversos procesos productivos del sector industrial. Desde 1990 dicho Fondo ha proporcionado más de 1.000 millones de dólares.

Las negociaciones sobre el Protocolo de Kioto están introduciendo nuevos enfoques sobre financiamiento e inversión para el desarrollo sostenible. En efecto, a partir de 1997, la comunidad internacional se encuentra negociando el “Mecanismo de Desarrollo Limpio” (CDM) que se deriva del artículo 12 de dicho Protocolo y que acompaña la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático. Este mecanismo abre la posibilidad de que los países desarrollados cumplan sus metas de reducción de emisiones de gases causantes del efecto invernadero (bióxido de carbono principalmente) a costos más bajos que las inversiones que se requerirían a nivel nacional, en la medida en que los países en vías de desarrollo tengan, a su vez, oportunidades de mitigar las emisiones de carbono a costos más bajos. En particular, las emisiones reducidas y certificadas de emisión de gases de efecto invernadero, derivadas de proyectos de eficiencia energética o de conservación y manejo de bosques (que operen como sumideros de carbono) en países en vías de desarrollo, podrían ser comercializadas hacia los países desarrollados, para que éstos puedan cumplir a menores costos con sus obligaciones de reducción de emisiones⁶. Sin embargo, no han concluido dichas negociaciones y todavía quedan muchos temas por resolver en torno al mecanismo de desarrollo limpio, tales como los costos de transacción, los precios en el mercado, las estrategias de adaptación, entre otros. Existen ya en tal sentido experimentos piloto –en particular en Costa Rica, que ha cumplido una actividad

6. Se calcula que el total de emisiones que han de reducir anualmente los países desarrollados es de aproximadamente 1.300 millones de toneladas de carbono. Estudios recientes estiman que el precio de reducción de la tonelada de carbono en ausencia de comercio internacional oscilaría entre 584 dólares por tonelada en Japón y 116 dólares en las economías en transición. En tanto que con la participación de los países en vías de desarrollo a través del mecanismo de desarrollo limpio el precio bajaría a 24 dólares la tonelada (Ellerman, Jacoby y Decaux, 1999).

pionera en este campo, pero también en otros países de la región— que pueden servir para la plena aplicación del Protocolo de Kioto.

Una de las grandes novedades de este mecanismo es que puede ser el inicio de una verdadera valoración de los servicios ambientales globales, a través de un instrumento que permite, además, su comercialización internacional. Esto demuestra, asimismo, que los países en vías de desarrollo tienen oportunidades importantes para diversificar sus ventajas comparativas en función de la agenda ambiental internacional. En este sentido, la valoración de servicios ambientales de carácter global crea la posibilidad de transferencia de tecnología y recursos hacia países con ventajas comparativas importantes en términos de bosques, biodiversidad y potencial para lograr eficiencia energética ahorrando el uso de combustibles fósiles.

3. EL ACCESO A LOS RECURSOS PRIVADOS INTERNACIONALES

El acceso dispar de los países a los recursos privados internacionales se relaciona con múltiples factores cuyo peso individual es difícil de establecer, pero que en su conjunto influyen en el atractivo y la confianza que despierta la región a los inversionistas extranjeros. Se examinan a continuación dos formas alternativas de acceder a flujos privados: a través de la creación de un marco financiero atractivo y a través de la inversión externa directa.

a) **Desarrollo de un entorno financiero atractivo para los inversionistas privados**

La capacidad de la región para atraer en forma competitiva y estable el financiamiento externo de largo plazo, depende estrechamente del fortalecimiento de sus sistemas financieros nacionales (banca y mercados de capitales), de suerte que ofrezcan perfiles de riesgo y rentabilidad que resulten atractivos y seguros para los proveedores de estos recursos frente a las alternativas que se les ofrecen en otras regiones.

El énfasis en los aspectos de rentabilidad y riesgo país como factores de la entrada de recursos externos privados ha resultado en políticas orientadas hacia el fortalecimiento de la estabilidad y solvencia externa y mecanismos para absorber los riesgos cambiarios, entre otros. Más recientemente han recibido mayor atención aquellos procedimientos encaminados a una mejor apreciación del riesgo de los emisores de deuda privada, así como aquellas regulaciones y disposiciones legales orientadas a proteger a los inversionistas minoritarios de abusos de parte de los socios controladores y que promuevan la transparencia de la información respecto de la gestión de éstos.

Un factor clave tras la urgencia de elevar el nivel de exigencia de las regulaciones y las normas financieras a los estándares internacionales es la creciente presencia entre los inversionistas extranjeros de agentes institucionales privados (fondos de pensiones, de inversión y compañías de seguros). Aunado al interés de estos inversionistas

por afinar sus apreciaciones de los riesgos ofrecidos por los nuevos mercados, las propias autoridades regulatorias de los países más desarrollados han aumentado sus esfuerzos para que los agentes inversores califiquen apropiadamente los riesgos implícitos en todos los activos de su cartera, con el fin de cautelar su solvencia. Ello ha resaltado ciertas carencias institucionales de los países de la región que se traducen en su menor acceso a este mercado, cuya superación aparece como factor clave para una adecuada inserción de la región en los mercados financieros internacionales.

Por una parte, las dificultades de homologación entre las prácticas contables y regulatorias de nuestros países y aquéllas de los países de origen de los recursos privados, representan como mínimo un obstáculo que redundará en la necesidad de que los proveedores de recursos externos realicen esfuerzos especiales en materia de información. Aún más, ello excluye explícitamente a los potenciales demandantes de recursos de nuestros países del acceso a algunas fuentes externas de menor costo. Si bien varios países han realizado avances en esta área, persisten importantes atrasos, en especial en lo referente a las regulaciones que afectan al mercado de capitales y que promueven la transparencia y la adecuada gobernabilidad corporativa.

Por otra parte, la modernización de las prácticas regulatorias y el logro de una supervisión prudencial efectiva, que se eleven progresivamente a niveles comparables a los prevalecientes en centros más desarrollados, es una de las principales tareas pendientes a fin de lograr una adecuada inserción en los mercados financieros internacionales. El consenso en torno a las recomendaciones del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria en lo referente a la regulación y supervisión bancaria, ha contribuido al avance en la legislación. Persisten sin embargo importantes rezagos, que se analizan en mayor detalle en el capítulo siguiente.

b) La inversión externa directa: características y lineamientos para potenciar su contribución al desarrollo

Entre los años cincuenta y setenta, la inversión extranjera se orientó fundamentalmente hacia actividades manufactureras para el abastecimiento de mercados nacionales fuertemente protegidos. En las últimas décadas, las tendencias de los mercados internacionales y los renovados patrones de competencia resultantes de la apertura comercial y financiera, despertaron el interés de nuevos entrantes y obligaron a las empresas transnacionales presentes en la región a redefinir sus estrategias⁷, factores que han modificado el interés de los inversionistas y el papel de la IED en el financiamiento externo de la región.

7. Entre las firmas con presencia latinoamericana, algunas se retiraron (optando en ocasiones por abastecer a los mercados locales a través de exportaciones desde sus países de origen o desde empresas filiales) o bien, movidas por el propósito de defender o incrementar su participación de mercado racionalizaron sus operaciones (básicamente con estrategias de carácter defensivo con respecto a las importaciones) o reestructuraron sus actividades realizando nuevas inversiones (Cepal, 2000b).

El cuadro 3.13 sintetiza las estrategias de inversión seguidas por las empresas transnacionales en los países de la región según sectores productivos. Como se puede apreciar, la reorientación de la IED fue motivada, en primer término, por la búsqueda de las propias empresas transnacionales de mayor eficiencia en sus sistemas integrados de producción. Se destacan como ejemplos las inversiones realizadas y las exportaciones generadas en México y la Cuenca del Caribe. En la mayoría de los casos se trata de empresas de los Estados Unidos que aprovechan ciertas ventajas –bajos salarios, proximidad geográfica y acceso privilegiado a ese mercado– para incrementar su capacidad competitiva en su propio país y enfrentar la competencia de empresas asiáticas (Cepal, 2000b, capítulo II y 1998c, capítulo IV)⁸. Otros inversionistas externos se orientaron hacia la búsqueda de acceso a mercados nacionales y subregionales de manufacturas. Ese comportamiento se expresó en cuantiosas inversiones en los subsectores automotor y de alimentos y las industrias química y de maquinaria para abastecer mercados locales subregionales de gran tamaño (Cepal, 1998c, capítulos II y IV). Por otra parte, como resultado del proceso de desregulación de las economías latinoamericanas –en especial a través de la privatización de activos de propiedad pública– se abrieron oportunidades de inversión en sectores anteriormente restringidos a la actividad privada en general, y a la presencia de empresas extranjeras en particular. Se produjo así un masivo ingreso de empresas que previamente no tenían una importante presencia en América Latina, en particular en el área de los servicios y en actividades extractivas.

En las actividades de servicios, el tamaño del mercado local, las regulaciones y los cambios tecnológicos han sido factores determinantes en la entrada de inversionistas extranjeros. Su repercusión se aprecia a través de los aportes a la competitividad sistémica de la economía en su conjunto, el acceso de la población a los nuevos productos y servicios, y la difusión de las mejores prácticas internacionales. Esto es de suma importancia en el caso de América Latina y el Caribe, ya que en los años noventa las inversiones en estos sectores han venido creciendo significativamente, en especial los de telecomunicaciones, energía eléctrica, servicios financieros y comercio minorista y representan una proporción creciente del total de la IED, como se aprecia en el gráfico 3.2⁹. A su vez, en las actividades extractivas, la entrada de empresas transnacionales se realizó bajo un renovado patrón de organización de la producción, la aplicación de nuevas tecnologías y modificaciones en los marcos

8. Las empresas estadounidenses cuentan con una serie de instrumentos que les facilitan un acceso espacial a su propio mercado, donde destaca la regla HTS 9802. Esta norma permite a las empresas radicadas en los Estados Unidos exportar componentes originarios de ese país para su ensamblaje en el exterior y luego retornarlos pagando sólo el arancel correspondiente al valor agregado fuera del país (Cepal, 2000b, capítulo IV).

9. En estas actividades han sido especialmente activas las empresas europeas, destacando las procedentes de España, que han concentrado su interés en los países miembros del Mercado Común del Sur (Mercosur) y

regulatorios de los países poseedores de recursos naturales. En general, el fruto de estas inversiones se ha expresado en incrementadas exportaciones de recursos naturales y la correspondiente construcción de la infraestructura necesaria.

No obstante el aporte que la IED ha significado para el complemento del esfuerzo de ahorro interno en el financiamiento de la inversión, algunos aspectos relativos al impacto de las operaciones de empresas extranjeras sobre las economías receptoras merecen un escrutinio más cuidadoso, por cuanto se desprenden importantes lecciones para las políticas nacionales. Así, en ciertos casos, las autoridades económicas han buscado en la IED una fuente de financiamiento más estable para cubrir déficit externos y un mecanismo de modernización del aparato productivo, con el fin de lograr incrementos de productividad y competitividad internacional, objetivos que se han cumplido sólo parcialmente.

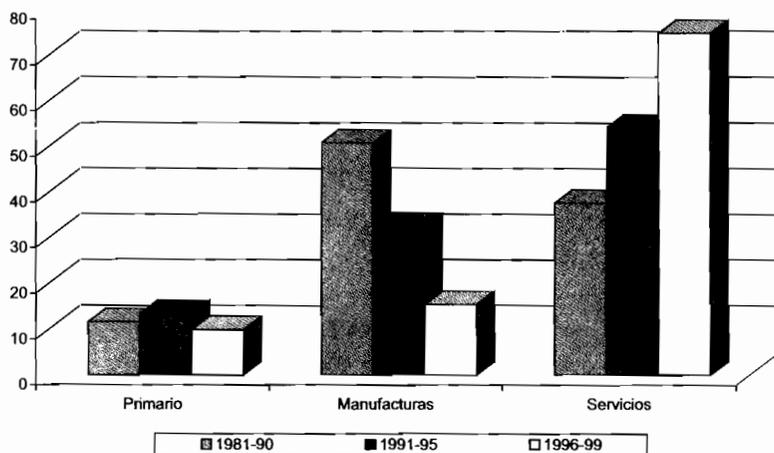
Cuadro 3.13
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ESTRATEGIAS DE LAS EMPRESAS
TRANSNACIONALES EN LOS AÑOS NOVENTA

Estrategia corporativa Sector	Búsqueda de eficiencia	Búsqueda de materias primas	Búsqueda de acceso al mercado (nacional o regional)
Primario		Petróleo/gas: Argentina, Venezuela, Colombia, Bolivia y Brasil Minerales: Chile, Argentina y Perú	
Manufacturas	Automotriz: México Electrónica: México y Cuenca del Caribe Confecciones: Cuenca del Caribe y México		Automotriz: Mercosur Agroindustria: Argentina, Brasil y México Química: Brasil Cemento: Colombia, Rep. Dominicana y Venezuela
Servicios			Finanzas: Brasil, México, Chile, Argentina, Venezuela, Colombia y Perú Telecomunicaciones: Brasil, Argentina, Chile y Perú Energía eléctrica: Colombia, Brasil, Argentina y América Central Distribución de gas: Argentina, Brasil, Chile y Colombia Turismo: México, América Central y el Caribe

Fuente: Cepal, sobre la base de información de la Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial.

Chile. Así, España se ha convertido en el segundo inversionista en la región y el primero de origen europeo (Calderón y Casilda, 2000; Cepal, 2000b, capítulo III).

Gráfico 3.2
AMÉRICA LATINA: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, 1981-1999
 (Porcentajes)



Fuente: Cepal, sobre la base de informaciones oficiales elaboradas por la Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial.

Una parte muy significativa de estas entradas de capital corresponde a transferencias de propiedad de activos existentes y no significó la creación de nuevas unidades productivas, por lo que su contribución a la formación bruta de capital fijo ha sido limitada, siendo la compra de activos existentes la modalidad más utilizada por los inversionistas extranjeros en la región. Estas compras fueron motivadas a principios de los años noventa (también en los últimos años en algunos países, en particular Brasil) por las privatizaciones de empresas estatales y más recientemente se orientaron a la adquisición de firmas privadas. Aun cuando disminuyó en comparación con períodos previos, entre 1997 y 1999 la compra de activos existentes se mantuvo en torno al 40%¹⁰. Parte importante de las nuevas inversiones (*greenfield investment*) estuvo asociada a la modernización y expansión de empresas de servicios recientemente adquiridas (Cepal, 2000b y 1998c).

10. Cabe señalar que el auge de las fusiones y adquisiciones se debe al elevado monto de las operaciones realizadas en los países más grandes del Cono Sur, como las privatizaciones en Brasil durante 1997 y 1998 (Telecomunicaciones Brasileñas –Telebras– y compañías distribuidoras de energía eléctrica), y la venta de empresas privadas nacionales en Argentina y Chile en 1999 (Yacimientos Petrolíferos Fiscales –YPF– y Enersis S.A.).

Sin embargo, los programas de privatización aportaron ingresos adicionales que contribuyeron a financiar reformas estructurales, con lo cual disminuyeron las tensiones externas. Asimismo, este tipo de inversión, a pesar de no incrementar, por lo menos en un primer momento, la capacidad productiva, ha permitido mejorar la calidad de los servicios –principalmente telecomunicaciones, transporte y generación y distribución de energía–, lo que incide positivamente en la competitividad sistémica del país receptor.

Así es como la cuantiosa entrada de inversiones extranjeras directas fue, en parte, el reflejo del gran número de cambios de propiedad verificados entre las principales empresas de las mayores economías de la región, por lo que sería un fenómeno transitorio. Es probable que América Latina esté llegando a un cierto nivel máximo de IED, e incluso que en los próximos años se observe una relativa disminución de estas entradas de capital. El descenso de la IED en 2000 y la nueva disminución que experimentará en 2001 muestran, en efecto, un quiebre en la tendencia ascendente que mostró hasta 1999 y, que por las razones señaladas, puede resultar permanente. En cualquier caso, como se señaló en el capítulo 1, dada la creciente participación de las empresas multinacionales en el desarrollo regional, los montos de IED seguirán siendo significativamente superiores a los que registró América Latina y el Caribe hasta comienzos de la década de 1990.

Desde otro punto de vista, la naturaleza de la contribución de la IED al desarrollo ha sido modesta en términos de integración nacional. Por una parte, los modelos exportadores de recursos naturales o *commodities* industriales basados en éstos, siguen reproduciendo esquemas de enclave, principalmente en actividades petroleras y mineras. Por otra, en el modelo basado en el ensamblaje de manufacturas para exportación (básicamente México y la Cuenca del Caribe), las reglas para el acceso al mercado de Estados Unidos virtualmente prohíben el uso de insumos físicos producidos localmente, limitando los efectos de encadenamientos productivos positivos¹¹. No obstante, a pesar del bajo contenido local de muchas de estas actividades, la incorporación de tecnología de punta, la creación de algunos “conglomerados (*clusters*) tecnológicos incipientes”, y el impresionante aumento de las exportaciones, hacen valorar positivamente estas experiencias en términos de su contribución a la competitividad internacional de las economías receptoras.

Asimismo, las fuertes inversiones en reestructuración de gran parte de las empresas extranjeras de larga permanencia en los países del Mercosur y la llegada de nuevas firmas como resultado del renovado panorama competitivo, han incrementado

11. Con el ingreso de México al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) sus ventajas respecto de los países de la Cuenca del Caribe se ampliaron (Mortimore, 1999).

notablemente el potencial exportador de estas industrias. A pesar de ser empresas que básicamente buscan abastecer los mercados internos, la necesidad de competir con las importaciones ha significado que su producción se ha vuelto más competitiva en términos internacionales.

Finalmente, pese a los efectos sistémicos positivos sobre la competitividad externa, es necesario adoptar medidas a fin de evitar una excesiva orientación de la IED hacia los sectores productores de bienes y servicios no transables, dado que ello supondrá presiones futuras sobre la balanza de pagos. La adopción de políticas proactivas, promoviendo una mayor correspondencia entre los objetivos nacionales y aquellos de los inversores externos, juega un papel clave.

Desde el punto de vista de la superación de la vulnerabilidad externa de los países de la región es prioritario que la IED se constituya en un factor de creación de una estructura productiva competitiva. En países con abundancia relativa de recursos naturales y disponibilidad del tipo de fuerza de trabajo requerido, esta inversión puede contribuir a desarrollar procesos de industrialización y de exportación de manufacturas, elementos característicos de países de mayor desarrollo. Si bien es cierto que tanto las inversiones que buscan materias primas como aquellas que buscan eficiencia refuerzan el desempeño exportador de un país, las exportaciones de manufacturas son las más dinámicas en el comercio internacional, así como las que poseen mayor contenido tecnológico y presentan un mayor potencial de externalidades positivas hacia el resto de la economía nacional. En aquellos casos en que prima la disponibilidad relativa de recursos y habilidades humanas característicos de los servicios turísticos, la asociación con los inversores externos trae consigo los beneficios de acceder a prácticas de gestión y de calidad acordes a la experiencia internacional.

Si bien la apertura comercial y la desregulación son necesarias para atraer IED y estimular las exportaciones, la experiencia latinoamericana demuestra que son insuficientes para fomentar el dinamismo tecnológico, los encadenamientos positivos hacia el resto de la economía, así como la debida protección del medio ambiente. Por ello, es importante diseñar políticas activas de desarrollo productivo, adoptando una actitud proactiva en torno a la IED, fomentando la concordancia entre los objetivos nacionales de desarrollo y los de las empresas transnacionales.

Dada la creciente convergencia en materia regulatoria para la inversión extranjera en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, han tendido a reducirse las ventajas espurias resultantes de marcos legales diferenciados. En ese contexto, los países de la región han recurrido a otros instrumentos de diferenciación con el fin de enfrentar la fuerte competencia internacional en materia de inversiones. En este sentido están los esfuerzos por mejorar y promover la “imagen país”, y en especial la creación de un ambiente propicio a la inversión en general, a través de un mayor desarrollo y sofisticación de la disponibilidad de factores (humanos, financieros, etc.)

e infraestructura y de la institucionalidad ligada a la investigación y el desarrollo tecnológico. La clara articulación entre la IED y las políticas de desarrollo de largo plazo aparece, entonces, como la principal estrategia para sostener los flujos de inversión y fortalecer su aporte al desarrollo de los países de la región¹². La ausencia de una definición clara en este sentido, probablemente impedirá que los beneficios de la IED se materialicen en el grado y sentido necesario.

12. Destacan las experiencias de Irlanda, Escocia, Singapur y de forma incipiente de Costa Rica, países en que las instituciones nacionales han tenido una participación activa en la focalización de inversiones hacia la producción manufacturera de mayor valor agregado y contenido tecnológico y hacia actividades, metas o regiones prioritarias.

Capítulo 4

MOVILIZACIÓN DE RECURSOS NACIONALES PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

Como lo ha señalado la Cepal en documentos anteriores (Cepal, 2000b y 1996), para reducir la brecha de ingresos con respecto a los países desarrollados y disminuir los niveles de pobreza a una velocidad deseable, los países de la región requieren ritmos de crecimiento del ingreso por habitante del 4% al 5% por año. De acuerdo con las especificidades demográficas de cada país, ello exigiría un crecimiento del PIB de 5,5% a 6,5% y tasas de inversión del 26% al 28% del PIB, es decir de cuatro a seis puntos más que los promedios de la década de 1990. Para evitar los riesgos que podría implicar un mayor nivel de financiamiento externo, asociados a la volatilidad de estos recursos (véanse los capítulos 1 y 2), será imprescindible un aumento concomitante del ahorro nacional. Por otra parte, desde una óptica microeconómica y financiera, una adecuada asignación del ahorro de las familias, las empresas y el gobierno es importante para garantizar un adecuado financiamiento de la inversión; de lo contrario, se pueden frustrar los esfuerzos de ahorro. En consecuencia, también son necesarias políticas orientadas al desarrollo de sistemas financieros sólidos, que suministren recursos con plazos y condiciones adecuadas a las inversiones rentables de todo tipo de empresas y, a su vez, seguridad, liquidez y rentabilidad a los ahorradores.

Este capítulo se organiza en torno a estas dos facetas del financiamiento nacional. En las dos primeras secciones se abordan las complejidades que plantea el diseño de políticas de ahorro, y se analizan algunas políticas para elevar el ahorro de las empresas, las familias y el gobierno. En la tercera se examinan los principios de política necesarios para fortalecer el papel de la banca, del mercado de capitales y de los bancos de desarrollo en el financiamiento de la inversión productiva.

1. LA COMPLEJIDAD DEL AHORRO

Las recientes crisis internacionales han sido aleccionadoras en lo que se refiere a los nuevos desafíos del financiamiento del desarrollo en un contexto de globalización. También han sido importantes para ratificar conceptos de validez permanente, entre otros, que las economías con elevados niveles de ahorro externo son vulnerables a los ciclos internacionales, y que el mantenimiento de límites prudentes y sostenibles de déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos debiera ser un objetivo permanente

de las autoridades económicas. El corolario de esto es que la mayor parte del financiamiento de la inversión debe provenir del ahorro nacional.

A pesar de la relación entre el ahorro nacional y la prosperidad económica futura, las políticas encaminadas a elevarlo no son fáciles de aplicar. La principal dificultad política estriba en que un mayor ahorro implica, la mayoría de las veces, una disminución del bienestar actual. Reducir los déficit fiscales, equilibrar financieramente los sistemas de pensiones y promover —o incluso forzar— el pago oportuno de las deudas, por citar sólo unos pocos ejemplos, puede tener un elevado costo político a corto plazo y un importante beneficio económico a mediano plazo. Otra complejidad importante es que las decisiones de ahorro voluntario dependen de una infinidad de variables, muchas de las cuales no pueden ser controladas por la autoridad económica, lo que dificulta la adopción de estrategias satisfactorias para promoverlo.

El comportamiento del ahorro es una de las áreas que despierta más interés entre los economistas y las autoridades económicas. A pesar de ello, todavía existe un debate importante respecto de sus determinantes y de las recomendaciones de política para promover un comportamiento más proclive al ahorro. Sin ánimo de ser exhaustivos, enumeramos algunos elementos que representan dificultades y los que podrían servir de base para la formulación de políticas de estímulo al ahorro.

En primer lugar, las decisiones de ahorro son, por definición, de carácter intertemporal y dependen no sólo de las posibilidades, estímulos, políticas e instituciones actuales, sino también de las percepciones respecto del futuro. Un ambiente de mayor predictibilidad, en un contexto macroeconómico sano y estable, es un requisito necesario (aunque no suficiente) de cualquier estrategia destinada a elevar el ahorro¹. Asimismo, una economía con una institucionalidad financiera débil, o en la que los derechos de propiedad son ambiguos o los agentes económicos están expuestos a decisiones discrecionales de terceros, públicos o privados, desalentará tanto las decisiones de ahorro voluntario como su canalización hacia el financiamiento de la inversión productiva. En el plano del “ambiente de confianza para el ahorro” resulta particularmente relevante una institucionalidad que aliente el respeto, el cumplimiento y la transparencia de los contratos financieros por parte de los deudores, acreedores, intermediarios y reguladores, y que proteja a los dueños de activos financieros de riesgos sistémicos a través de una adecuada regulación prudencial. La existencia de reglas de juego claras y transparentes forma parte sustancial de un ambiente conducente al ahorro, en tanto que la corrupción, la evasión tributaria, el lavado de dinero y el mal funcionamiento de los sistemas judiciales, entre otras falencias institucionales, debilitan

1. El tema de los equilibrios macroeconómicos se analiza brevemente en esta sección, lo que no significa que la adopción de políticas macroeconómicas sanas y consistentes sean de importancia tangencial en lo que se refiere al ahorro. Nunca será suficiente enfatizar un correcto manejo macroeconómico como condición necesaria para estimular el ahorro y la inversión.

la capacidad de predicción indispensable para adoptar decisiones de ahorro e inversión, además, por cierto, del rechazo ético que estas fallas institucionales merecen.

Una segunda complejidad surge porque no hay una relación clara, ni teórica ni empírica, entre la rentabilidad del ahorro –normalmente a través de la tasa de interés después de impuestos– y el nivel del ahorro de las personas y familias. Cuando se eleva la rentabilidad, no es posible predecir si las personas ahorrarán más al haber una mayor recompensa al ahorro (efecto sustitución) o si ahorrarán menos para satisfacer un determinado nivel de gastos futuros (efecto ingreso). Esa complejidad teórica no ha sido resuelta por la evidencia empírica, que exhibe signos ambiguos, y normalmente con una relación estadística no significativamente distinta de cero. A pesar de la ambigüedad teórica y empírica de la vinculación entre rentabilidad y ahorro, muchos países han desarrollado incentivos, especialmente tributarios, para elevar la rentabilidad del ahorro, con la esperanza de que éste también se eleve.

Parte importante de esa ambigüedad obedece a que la mayoría de los incentivos que han sido creados se centran más en la propiedad de activos que en el ahorro propiamente tal. El ahorro personal y familiar es, al igual que en el caso de cualquier otro agente, la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes, que tiene como contrapartida un aumento del patrimonio a través de la adquisición de activos o la reducción de pasivos. Por este motivo, los incentivos a la propiedad de determinados activos son, por definición, incompletos. Teóricamente, deberían focalizarse en el flujo de ahorro, definido como el ingreso menos el gasto corriente. Desde esta perspectiva, surge una crítica importante a los sistemas tributarios que gravan el ingreso en vez del gasto por considerarse que los sistemas de impuesto a los ingresos personales contienen una discriminación contra el ahorro en la medida que gravan el ingreso ahorrado y, más adelante, gravan nuevamente la rentabilidad de ese ahorro. Por tanto, hay una doble tributación al ahorro que teóricamente podría eliminarse sustituyendo el impuesto sobre los ingresos por una tributación (progresiva) al gasto en consumo. En tal caso, el endeudamiento con fines de consumo estaría gravado, en tanto el servicio de esa deuda quedaría exento. Estos sistemas, sin embargo, son complejos de diseñar y administrar hasta el punto de no ser viables, ya que se requeriría que las personas naturales determinaran su base imponible mediante contabilidad completa.

En ausencia de impuestos que recompensen integralmente el ahorro personal y familiar, los sistemas tributarios suelen eximir total o parcialmente de impuestos a las rentas provenientes de la propiedad de determinados activos, como por ejemplo, a los intereses percibidos por depósitos en el sistema financiero². Ese estímulo, sin embar-

2. Estos incentivos también suelen justificarse como estímulos a los hábitos de ahorro o señales políticas destinadas a fomentarlo. El supuesto implícito en estos casos es la falta de racionalidad de los agentes económicos que no siempre tiene bases reales.

go, contiene las siguientes filtraciones que debilitan su potencial: i) beneficia no sólo al ahorro, sino también a los activos ya existentes, y nada garantiza que este último beneficio no financie consumo adicional; ii) hay ahorros que se habrían realizado igual sin el incentivo; iii) hay un estímulo a cambiar la composición de la cartera aumentando la proporción de activos exentos de impuestos, sin una base de mayor ahorro, y iv) si el incentivo es un subsidio en lugar de una exención, la rentabilidad de los activos subsidiados puede superar el umbral del costo de fondos, alentando a los contribuyentes a “endeudarse para ahorrar”. En ese caso no hay un mayor ahorro. Estos argumentos destacan el efecto ingreso de los incentivos destinados a elevar la rentabilidad del ahorro personal y familiar. Además, los incentivos a la propiedad de activos tienen un costo fiscal, en términos de menor recaudación, que reducirá el ahorro público³. Para elevar el ahorro nacional es necesario que el ahorro personal aumente en un volumen superior a la reducción del ahorro público. Es decir, las familias debieran incrementar su ahorro en una magnitud superior al beneficio recibido (debieran reducir su consumo).

Una tercera dificultad surge porque no hay garantía de que el ahorro de algunos agentes financiará nuevas inversiones productivas o capital de trabajo adicional de ellos mismos o de otros agentes nacionales. Por ejemplo, un mayor ahorro invertido en activos externos, todo lo demás constante, elevará el ahorro nacional, pero tendrá como contrapartida probable un menor ahorro externo neto y no necesariamente un aumento de la inversión productiva interna. Asimismo, todo nuevo endeudamiento es, por definición, un uso de ahorro de otros agentes. Ese uso de ahorro ajeno puede financiar endeudamiento de consumo, pérdidas transitorias, reprogramación de intereses y castigos de deudas, adquisición de activos financieros o de activos fijos preexistentes, o déficit fiscales. La inversión productiva compite por el acceso al financiamiento con esos y otros usos alternativos del ahorro. En consecuencia, el ahorro financiero no siempre coincide con el ahorro nacional.

La mayoría de los usos privados del ahorro, distintos del financiamiento de la inversión, son legítimos y no hay razones para discriminar contra ellos. Por ejemplo, el acceso prudente a créditos de consumo aporta un mayor bienestar, sin perjuicio de que un endeudamiento excesivo será siempre contraproducente. Más aún, el consumo de bienes durables tiene, de hecho, un componente de inversión (no productiva) y su financiamiento un componente de ahorro, por tratarse de bienes que, una vez adquiridos, prestan una utilidad de consumo y de mejoramiento de la calidad de vida durante un período prolongado. En las convenciones contables de las cuentas nacionales, por ejemplo, se considera a la inversión habitacional como parte de la forma-

3. El argumento supone que no se altera el gasto corriente del sector público. Si éste se reduce para mantener constante el ahorro público, el ahorro nacional se elevará por esta razón y no como consecuencia del incentivo.

ción bruta de capital fijo, a pesar de que la vivienda para uso propio es un bien de consumo durable y no un bien de capital⁴. También hay gastos que tienen un claro componente de “inversión productiva en capital humano” y que en las cuentas nacionales se considera como “consumo”; por ejemplo, el gasto en educación. Desde la perspectiva del diseño de políticas, no hay razones para discriminar negativamente contra los usos alternativos del ahorro, excepto, obviamente, la de resguardar una evolución prudente, sostenible y transparente del endeudamiento.

El punto de fondo es que la inversión productiva debe competir por el acceso al financiamiento con otros usos alternativos del ahorro. En términos contables, sólo el ahorro que financia la inversión constituye ahorro nacional. Al final de cuentas, el ahorro nacional y el ahorro externo son los que financian la inversión, definida de acuerdo con las convenciones de cuentas nacionales⁵. De allí que un ambiente favorable a la inversión productiva también sea condición necesaria, aunque tampoco suficiente, para elevar el ahorro nacional. La mayoría de los factores de un ambiente favorable al ahorro —predictibilidad, institucionalidad financiera sana y políticas macroeconómicas adecuadas, entre otros— también favorece a la inversión productiva. Desde el punto de vista del diseño de políticas de estímulo, en cambio, hay menos ambigüedad respecto del fomento de la inversión productiva que del ahorro.

2. POLÍTICAS PARA AUMENTAR EL AHORRO PÚBLICO Y PRIVADO

A pesar de las complejidades descritas brevemente en la sección anterior, hay un margen importante para estimular el ahorro nacional a través de políticas específicas, más allá de las ya reseñadas. En general, todas ellas apuntan a estimular, promover e incluso forzar el ahorro propio. En general, en el análisis que sigue se consideran por separado los procesos de decisiones de ahorro de las empresas, las familias y el sector público. Desde la perspectiva de su potencial de crecimiento futuro, los agentes que más podrían contribuir son el sector público y las empresas, debido que las personas y familias ahorran principalmente como producto de una decisión de consumo intertemporal, de acuerdo con el crecimiento de sus ingresos, lo que en última instancia depende de las condiciones macroeconómicas (crecimiento) y de la distribución del ingreso. Las empresas, en cambio, tienen un interés permanente en el proceso de acumulación, y los gobiernos con horizonte de mediano plazo para el manejo fiscal tienen un interés permanente por la estabilidad y por no desplazar

4. Como parte de la misma convención contable, las cuentas nacionales imputan como parte del PIB un aporte del acervo de viviendas equivalente a la renta que hipotéticamente puede generar.

5. Según las cuentas nacionales, la inversión es la suma de la formación bruta de capital fijo más la variación de inventarios, y su financiamiento es la suma del ahorro nacional más el ahorro externo (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos).

el financiamiento del sector privado. Estos temas se tratan con más profundidad a continuación.

Por cierto, nada asegura que el incremento del ahorro a través de alguna de las formas que se señalan necesariamente contribuya al financiamiento de la inversión productiva. Como se mencionó, el ahorro de algunos agentes también puede financiar otros gastos. El aumento del ahorro nacional requiere un esfuerzo simultáneo y concomitante por estimular la inversión productiva, la canalización del ahorro hacia ésta y hacia instrumentos financieros de largo plazo, y el desarrollo de mecanismos apropiados de intermediación financiera.

a) La reinversión de utilidades de las empresas

Una de las principales lecciones que se derivan del llamado “milagro asiático” es que la canalización del ahorro de las empresas hacia la inversión productiva es uno de los fundamentos para un desarrollo exitoso (Akyüz y Gore, 1996). Pero también enseña que se requieren políticas específicas para estimular la reinversión de utilidades.

El ahorro bruto de las empresas está constituido por la reinversión de utilidades y los fondos de depreciación en poder de éstas. Las empresas también pueden optar por financiarse con ahorro ajeno a través del endeudamiento, bajo cualquiera de sus formas, o la emisión de capital adicional. La teoría convencional sobre comportamiento óptimo de las empresas aún no es capaz de explicar simultáneamente las decisiones de inversión y de financiamiento de las empresas. Por una parte, la teoría de la inversión supone que la composición del financiamiento –integrada por reinversión de utilidades, endeudamiento y aportes de capital– es exógena. En este caso, todo aumento de inversión conlleva un mayor volumen de reinversión de utilidades y de endeudamiento, en proporciones habitualmente fijas. Por otra parte, la teoría de financiamiento de las empresas aborda la estructura financiera, independientemente del monto de la inversión. La reinversión de utilidades en este caso, para una inversión dada, sustituye a otras fuentes de financiamiento. De acuerdo con esta teoría, la estructura tributaria es determinante para el comportamiento financiero de las empresas⁶. En particular, impuestos bajos a las utilidades reinvertidas llevarán a que éstas se constituyan en la primera fuente de financiamiento y, por tanto, en un importante estímulo para el ahorro. Esto concuerda con la teoría de la inversión, según la cual las reducciones en los impuestos a la reinversión de utilidades son más eficaces como estímulo de la inversión productiva que las reducciones equivalentes de los

6. El “teorema de Modigliani-Miller” plantea que en condiciones de predicción perfecta y en la ausencia de riesgo y quiebras, a una empresa sólo le interesará la estructura tributaria para determinar su estructura de financiamiento.

impuestos a las utilidades distribuidas. La reinversión de utilidades implica un menor flujo de dividendos a los accionistas, al menos a corto plazo. Como contrapartida a un mayor volumen de utilidades reinvertidas, el valor de mercado de la empresa se elevaría, compensando a los accionistas por los menores dividendos recibidos a través de ganancias de capital. En el extremo, un sistema de tributación sobre base retirada es aquél que exime de impuestos a las utilidades hasta que éstas se retiran. Para mantener la recaudación tributaria proveniente de los ingresos de capital, que es la forma correcta de medir el impacto de estructuras tributarias alternativas, la reducción de los impuestos a las utilidades reinvertidas debería ser compensada con un aumento de los impuestos a los retiros de utilidades. De lo contrario, se corre el riesgo de reducir la recaudación y, con ello, el aporte del sector público al ahorro nacional.

La tributación sobre base retirada plantea, sin embargo, problemas prácticos complejos de resolver. En primer lugar, debe ser de aplicación general. Si este esquema se aplica sólo a algunas actividades, mientras otras son gravadas según la tributación tradicional a las utilidades corporativas o sobre la base de sistemas de rentas presuntas, existe el riesgo de perder un volumen significativo de recaudación. En efecto, la superposición de esquemas tributarios da lugar a que los planificadores tributarios concentren las utilidades en las empresas de sectores con sistema de base retirada, y los retiros en empresas con otros sistemas de impuestos, trasladando las utilidades y la liquidez mediante precios de transferencia. En segundo lugar, el sistema de base retirada requiere una fiscalización más detallada, una contabilidad más engorrosa y un conjunto de normas tributarias complementarias, para evitar simulaciones que intenten sacar provecho de posibles vacíos legales.

La decisión de avanzar en la dirección de un impuesto sobre base retirada parece menos recomendable en los países que presentan una elevada erosión tributaria (debido, entre otras cosas, a excepciones, regímenes tributarios especiales y administración deficiente). En esos casos, los incentivos tributarios establecidos por ley son más teóricos que prácticos, ya que el incumplimiento tributario erosiona la recaudación y aún más severamente los efectos deseados de los incentivos. En estos casos, la aplicación de esquemas tributarios más complejos tiene todos los costos asociados y los beneficios son más inciertos. Por tanto, parece más recomendable concentrar los esfuerzos en reducir la erosión tributaria con esquemas más simples, en los cuales siempre será más fácil gravar los ingresos en la fuente. En los países con sistemas tributarios más eficaces, en cambio, la brecha entre la intención de la ley y su resultado práctico es menor y se pueden ponderar mejor los costos y beneficios de sistemas alternativos.

Hay otras opciones más simples para perfeccionar aquellos sistemas tributarios que inadvertidamente elevan la propensión al endeudamiento de las empresas por contraposición a la reinversión de utilidades. Se trata de recomendaciones encamina-

das a aumentar el ahorro empresarial para el financiamiento de la inversión y a reducir la propensión al endeudamiento. El caso más claro al respecto es la práctica, común en muchos países, de deducir el pago de intereses nominales como gasto de la empresa. En efecto, en la ausencia de una corrección monetaria por los efectos de la inflación, el interés real después de impuestos contiene un incentivo tributario implícito que genera un sesgo artificial en favor de una mayor participación del endeudamiento en el financiamiento de la empresa. Mientras mayor es el componente inflacionario de la tasa de interés nominal, mayor es el incentivo encubierto al endeudamiento. La solución evidente es introducir ajustes en la contabilidad orientados a corregir los efectos contables de la inflación.

Otro caso digno de consideración es el trato dado a la depreciación acelerada en los países que han consolidado el impuesto a las utilidades con la tasa marginal máxima a los ingresos personales. Como se sabe, los esquemas de depreciación acelerada bien diseñados son potentes estímulos de la inversión productiva. Su principal efecto es el beneficio derivado de postergar el pago de impuestos a las utilidades, a través de una diferencia entre las utilidades financieras (con depreciación normal) y las utilidades contables (con depreciación acelerada). Los países que han consolidado los impuestos a las utilidades con los impuestos personales exigen de pago a los retiros de utilidades, con el argumento de que esos retiros ya tributaron en la empresa. El efecto conjunto de la depreciación acelerada y la consolidación de impuestos es que el beneficio se extiende a los impuestos personales, ya que es posible retirar utilidades no gravadas, manteniendo la exención al nivel de los impuestos personales. Una posible solución a este problema sería que cuando las utilidades financieras ligadas a la depreciación acelerada fueran retiradas, se registraran como utilidades contables y, por tanto, quedarán gravadas. De este modo, se mantendría el incentivo a la retención de utilidades como fuente de financiamiento, por cuanto se diferiría el pago de impuestos hasta el momento de su retiro, pero se evitaría la extensión a los ingresos personales de un beneficio orientado primariamente a fortalecer el financiamiento de la inversión.

La lista de casos es extensa y especializada. Lo que queda en evidencia es la importancia de evaluar y revisar las normas tributarias y contables para detectar sesgos encubiertos que inadvertidamente atenten contra la reinversión de utilidades de las empresas.

b) El ahorro de las familias

Las decisiones intertemporales de consumo van asociadas a decisiones intertemporales de ahorro, en las que las expectativas de ingreso futuro juegan un papel determinante. Las personas pueden decidir ahorrar ahora para consumir después, o pueden decidir endeudarse y consumir ahora para ahorrar después, al pagar sus deudas de

consumo. Esta característica del ahorro personal abre una veta importante para canalizar esfuerzos institucionalizados que fomenten hábitos de ahorro. En efecto, los estímulos y las normas para promover, o forzar, el ahorro personal y familiar con fines específicos tienen menos posibilidades de filtración y, por lo mismo, un mayor potencial para elevar el ahorro.

El caso más obvio es el del ahorro previsional, destinado a financiar pensiones de vejez, viudez e invalidez. De hecho, los sistemas previsionales contienen normas compulsivas de cotizaciones (ahorro forzoso) y los derechos previsionales tienen rango de ley. Los sistemas previsionales desfinanciados tienen dos efectos negativos sobre el ahorro. Por una parte, sus déficit compiten por el acceso a financiamiento con otros usos, lo que implica una sustracción de recursos que, de lo contrario, estarían disponibles para el financiamiento de la inversión (ahorro nacional). Por otra parte, el ahorro previsional sustituye parcialmente ahorro voluntario de los imponentes, ya que de no existir un sistema de pensiones formal, muchas familias ahorrarían voluntariamente. La sustitución de ahorro depende más de los beneficios esperados (más ligados al gasto previsional) que de las cotizaciones (más ligadas a los ingresos del sistema previsional). Más aún, los beneficios esperados también dependen de las expectativas de vida que, al aumentar sin una contrapartida de aumento de las cotizaciones, dan origen a una tendencia secular al desfinanciamiento del sistema. En la medida en que los imponentes perciban que ese desfinanciamiento no amenaza sus derechos previsionales, no tienen una motivación para incrementar el ahorro voluntario. La conclusión evidente es que es necesario evaluar permanentemente los sistemas previsionales, corrigiendo los eventuales déficit, tanto presentes como actuariales, sin perjuicio de los elementos solidarios que idealmente todo sistema de pensiones debe contener.

Un caso especial es el de las reformas de los sistemas de pensiones en las que se adoptan esquemas de capitalización individual y administración privada, como las introducidas en varios países de la región. Teóricamente, desde la perspectiva de su contribución al ahorro, no hay diferencias significativas entre el sistema de capitalización individual y el de reparto; los factores más determinantes son las tasas de cotización, la cobertura del sistema, la edad de jubilación, los costos de administración, los seguros estatales asociados a las pensiones y, en el caso de los sistemas de reparto, las tasas de remplazo. También es relevante la sensibilidad de los beneficios del sistema a las presiones de grupos organizados, cuyos efectos acumulados son mayores en los sistemas más antiguos. Lo concreto es que, cualquiera sea el arreglo institucional del sistema de pensiones, la contribución al ahorro será mayor cuanto menor sea el déficit o mayor el excedente del sistema, tanto en términos de flujos como de valor presente.

Aunque la evaluación de sistemas alternativos debiera basarse primordialmente en consideraciones previsionales, cabe reconocer que los esquemas de capitalización

individual tienen la ventaja adicional de estimular un mejor funcionamiento de los mercados nacionales de capitales, tanto porque su operación requiere esfuerzos por desarrollarlos y ampliarlos, como porque la vinculación entre el mercado de capitales y el sistema previsional exige mayores niveles de transparencia y gobernabilidad. Para elevar el ahorro nacional, sin embargo, el desarrollo del mercado de capitales nacional requiere un esfuerzo concomitante de desarrollo de mecanismos para canalizar recursos de largo plazo de los inversionistas institucionales, en especial de los vinculados al sistema previsional, al financiamiento de la inversión productiva. Esto obliga, a su vez, a desarrollar instrumentos y normas que permitan una adecuada evaluación de las condiciones de riesgo y rentabilidad, como se indica más adelante.

Otro aspecto de gran importancia de las reformas previsionales es el manejo fiscal durante el período de transición. En efecto, estas reformas tienen, por su naturaleza, una transición prolongada, en que el Estado adquiere el compromiso de financiar la pérdida de ingresos de los sistemas de reparto durante varias décadas, mientras el sistema de capitalización emergente captura ingresos durante largos años sin tener compromisos de prestaciones equivalentes. El ahorro previsional positivo de los nuevos sistemas de capitalización puede ser más que compensado por los desahorros o el déficit que se producen en los sistemas de reparto que pierden sus ingresos mientras mantienen las prestaciones. El financiamiento de esos déficit mediante la emisión de títulos de deuda pública adquiridos con los excedentes del nuevo sistema no genera ahorro neto a corto plazo y puede embarcar al sistema en su conjunto en una trayectoria explosiva. En consecuencia, estas reformas exigen, para sostenerse en el tiempo, esfuerzos fiscales que compensen el mayor déficit previsional público que surge como consecuencia de la reforma. Por cierto, a mayor esfuerzo fiscal en este sentido, mayor el efecto sobre el ahorro global⁷.

Este razonamiento sobre el ahorro previsional supone la existencia de un ahorro forzoso, que puede ser superior al ahorro voluntario que habría existido en la ausencia de un sistema previsional o puede ser inferior. En el primer caso, habrá una contribución neta al ahorro, ya que se fuerza a las personas a un ahorro mayor, en la medida que no puedan endeudarse con cargo a su ahorro previsional. Aunque nunca es posible eliminar todas las filtraciones del sistema, resulta recomendable introducir normas legales que impidan ya sea girar de ese ahorro con fines no previsionales o utilizar el ahorro previsional como colateral en deudas personales. En el segundo caso, el ahorro previsional sustituye ahorro voluntario y no representa una contribución neta al ahorro global. En cualquier caso se recomienda permitir cotizaciones voluntarias adi-

7. El análisis del impacto sobre el ahorro nacional de las reformas a los sistemas de pensiones y su relación con el déficit fiscal que ocasiona la transición desde sistemas de reparto a capitalización individual han sido analizados en Cepal a partir de la experiencia chilena. Al respecto véanse Cepal (1999, Cap. VII), Arrau (1996), Holzman (1997), Uthoff (1998), Mesa-Lago (2000).

cionales o bien establecer esquemas complementarios de ahorro previsional voluntario. Aparte del desarrollo institucional que un sistema complementario requeriría, parece recomendable eximir de impuestos personales a las contribuciones voluntarias a este esquema, y gravar a las prestaciones posteriores. Para evitar filtraciones, el ahorro previsional voluntario con beneficios tributarios también debiera ceñirse a las normas sobre giro exclusivo con fines previsionales y habría que restringir su posible utilización como garantía en operaciones de endeudamiento.

Aparte del ahorro previsional, una forma de estimular el ahorro personal y familiar es la que se concentra en ahorro dedicado a fines específicos y claramente identificables. Por ejemplo, el ahorro para vivienda o para financiar la educación de los hijos –especialmente la educación superior, que tiene un mayor costo directo y un mayor costo de oportunidad para estudiantes que están en edad de trabajar– puede ser objeto de subsidios focalizados. Estos subsidios pueden asignarse sobre la base de puntajes que recompensen el ahorro previo, que difieran según el ingreso y condiciones de vida de las familias, y que se hagan efectivos sólo cuando se concrete la situación que se propone estimular (adquisición de vivienda o ingreso a la educación superior en los ejemplos señalados). Aun cuando estos incentivos también contienen filtraciones, los componentes de “efecto ingreso” son claramente inferiores a los de los estímulos generales a la propiedad de activos⁸.

Otro caso digno de mención es el del ahorro personal para enfrentar imprevistos, que pueden enfrentarse mejor a través de un buen sistema de seguros y reaseguros, y cuya contratación constituye una importante forma de ahorro. Los seguros de vida representan el caso más evidente, y hay varias formas de estimularlos, aunque todas ellas requieren un marco regulatorio confiable, según estándares de aceptación internacional. Algunas de esas formas pueden ser compulsivas, como las empleadas en los sistemas previsionales de capitalización individual, en los que la pensión está determinada por la contratación de una renta vitalicia pagada por el fondo de pensiones al momento de jubilar. Similar es el caso de los seguros de invalidez asociados al sistema de pensiones, y los seguros de desempleo total o parcialmente autofinanciados. En los sistemas de crédito hipotecario para la adquisición de una vivienda u otras formas de crédito personal a largo plazo se suele exigir, para su otorgamiento, la contratación de seguros de vida hipotecarios y de otros que garanticen un buen servicio de la deuda (seguro de incendio, de desempleo y otros). También es el caso de los seguros obligatorios contra accidentes vehiculares. Todas éstas constituyen formas obligatorias de contratación de seguros que, además del efecto directo de proteger contra siniestros, contribuyen a elevar el ahorro personal y familiar.

8. El análisis del financiamiento de viviendas de interés social con criterios de mercado y utilizando subsidios de demanda han sido examinadas en Cepal a partir de la experiencia de Chile, Costa Rica y Colombia. Al respecto véanse Held (2000) y Szalachman (2000).

La contratación de seguros voluntarios también puede estimularse mediante decisiones de política, como ocurre con los seguros de vida, contra enfermedades catastróficas, contra accidentes del trabajo y otros. Se trata en todos estos casos de protección contra siniestros involuntarios, que tienen, por lo mismo, menos posibilidades de filtración. Los estímulos tributarios a la contratación individual o grupal de estos seguros tienen mayores probabilidades de elevar el ahorro nacional que, por ejemplo, los estímulos directos a la propiedad de determinados activos.

En resumen, la principal idea destacada en estos párrafos es que, en ausencia de esquemas confiables para estimular el ahorro personal y familiar, existe la alternativa de concentrar los incentivos y normas en el ahorro con fines específicos.

c) El financiamiento de la inversión pública

En Cepal (1998a) se plantea la necesidad de consolidar el ajuste fiscal que ha experimentado la región en las últimas dos décadas. El pacto fiscal propuesto por la Cepal contiene un conjunto de recomendaciones de política para incrementar los ingresos públicos, y elevar la productividad y transparencia del gasto público y su contribución a la equidad y a la construcción de una institucionalidad democrática. Aquí nos concentramos en la estrecha vinculación entre la consolidación del ajuste fiscal, y la contribución a la generación y aumento del ahorro nacional de una adecuada gestión de las finanzas públicas.

Parte importante de la región ha tenido experiencias traumáticas de indisciplina fiscal, que derivaron más tarde en dolorosos procesos de ajuste. En parte, esos procesos coincidieron con períodos de fácil endeudamiento, especialmente durante la segunda mitad de los años setenta. La angustia de la inestabilidad económica que esto produjo realzó el valor político y económico de la estabilidad. Durante las dos décadas siguientes hubo un evidente ordenamiento de las cuentas fiscales y de la institucionalidad necesaria para lograrlo en la mayor parte de la región, lo que demuestra que se aprendieron importantes lecciones de la historia reciente. La irrupción de flujos financieros voluntarios en las últimas tres décadas, unida a la creciente sofisticación de los mercados y a las múltiples formas alternativas de captación de recursos disponibles en el mercado financiero, genera inevitablemente la sensación de que es posible adelantar la solución de los problemas más urgentes a través del gasto público. La contrapartida evidente, sin embargo, es la vulnerabilidad frente a los ciclos y *shocks* inesperados. El uso de los grados de libertad fiscal existentes en los períodos de auge tiene como contrapartida inevitable la falta de grados de libertad fiscal para enfrentar los períodos de contracción. El abstenerse de usar esos mayores grados de libertad en las etapas de expansión permite, como contrapartida, enfrentar menos traumáticamente y con más alternativas de política los malos momentos. Ningún agente económico relevante va a ayudar al Estado a abstenerse de endeudarse.

darse en el corto plazo para enfrentar las urgencias del presente. El Estado tampoco va a recibir ayuda para no gastar posibles ingresos transitorios. Para enfrentar los desafíos de una política fiscal diseñada con criterios de mediano plazo se requiere una decisión, una fuerza y una voluntad políticas que sólo las propias autoridades públicas pueden imprimir. Es evidente que el análisis adecuado de los costos y beneficios de la política fiscal tiene un componente intertemporal ineludible. La íntima y estrecha vinculación de este tema con el ahorro público y el ahorro nacional también es evidente.

En particular, una estrategia destinada a elevar de manera considerable el ahorro nacional aumenta significativamente sus posibilidades de éxito si las autoridades públicas se plantean, como principal objetivo macroeconómico de la política fiscal, proseguir con el ajuste hasta alcanzar un equilibrio o, incluso, un superávit estructural de las cuentas fiscales. Esto significa que, corrigiendo los efectos del ciclo económico y los ingresos esporádicos del gobierno, las autoridades aspiren a alcanzar un ahorro público (ingresos corrientes superiores a los gastos corrientes, incluidos intereses) que financie la totalidad de la inversión pública (real y financiera) y algo más⁹. Se señaló que la inversión productiva compite por financiamiento con una serie de otros usos alternativos del ahorro financiero. Un sector público deficitario es un importante competidor por esos recursos financieros limitados. De hecho, el déficit fiscal, en tanto captación de ahorro ajeno, desplaza parcialmente financiamiento para la inversión productiva privada, presiona el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (ahorro externo) y, en la medida en que no financie nuevas inversiones públicas, reduce el ahorro nacional¹⁰.

Es importante destacar el hecho de que el desafío planteado de un equilibrio o superávit fiscal es de carácter estructural, y de ninguna manera debe interpretarse como una renuncia al papel anticíclico que necesariamente debe jugar la política fiscal. Por el contrario, una posición estructural más sólida de las finanzas públicas permite que éstas puedan utilizarse en forma más activa para enfrentar coyunturas recesivas y eventos adversos inesperados, evitando en tales casos recortar indebidamente el gasto público y, de hecho, poniendo en marcha programas especiales para hacer frente a la crisis.

9. Como se señaló, según las convenciones contables se considera como gasto corriente las partidas que implican una acumulación de capital humano o un mejoramiento de la calidad de vida, como los gastos en educación, capacitación y salud, entre otros. Este sesgo es especialmente importante en el gasto social del sector público, en el que podría considerarse una distinción entre políticas de ingreso (claramente un gasto corriente) y políticas de inversión social.

10. El déficit fiscal corresponde, precisamente, a la captación de ahorro de terceros. Ello incluye no sólo el endeudamiento neto durante un determinado período, sino también la venta de activos. La venta de acciones de empresas públicas, por ejemplo, también tiene como contrapartida la captación de ahorro de otros agentes.

Un equilibrio fiscal estructural exige una estimación de los ingresos públicos corregida por un conjunto de factores. Una primera corrección es la del efecto del ciclo económico sobre las cuentas públicas, especialmente los ingresos. Una economía recalentada crea un componente transitorio de ingresos fiscales que de otra manera no estarían disponibles, del mismo modo en que una economía en recesión contiene un componente de pérdida de ingresos fiscales que estarían disponibles de no darse esta situación. Una política fiscal que se plantee metas de déficit y superávit sin considerar los efectos del ciclo económico tenderá a elevar el gasto en los períodos de auge y a reducirlo en las desaceleraciones, creando una presión procíclica contraproducente. La correcta medición del saldo estructural de las cuentas fiscales requiere una estimación adecuada del PIB potencial, y de los ingresos y gastos públicos consistentes con dicha estimación.

Una segunda corrección consiste en estimar por separado la evolución de largo plazo de los términos de intercambio, diferenciándola de las fluctuaciones de corto plazo. En efecto, las cuentas públicas son sensibles a los términos de intercambio en la mayor parte de la región. Las bonanzas o los impactos adversos de carácter transitorio de los precios de exportación también pueden producir la ilusión de fortaleza o debilidad de las cuentas públicas. Desde esta perspectiva, la institucionalización de fondos de estabilización de los principales bienes de exportación e importación, con contabilidad separada de las cuentas fiscales, constituyen un mecanismo de protección de la estabilidad fiscal relevante. Es más, una forma recomendable de estabilizar la política fiscal es la constitución de fondos de estabilización generales, en los que se consideren, además de las fluctuaciones de ingreso por efecto de la variación de los términos de intercambio, los ingresos transitorios que se generan en la parte expansiva del ciclo o por efecto de la venta de activos. En especial, los ingresos fiscales provenientes de la venta de activos o la licitación de concesiones son esencialmente transitorios y también pueden provocar la ilusión de cuentas fiscales sólidas a corto plazo. El factor común de éstas y otras correcciones es la diferenciación de los componentes transitorios y efímeros de las cuentas públicas de sus componentes estructurales. Esta diferenciación es necesaria para abordar la política fiscal en un marco de mediano y largo plazo¹¹.

11. Resulta interesante para la región examinar la experiencia reciente de los países de la “zona euro” en este plano. En efecto, la necesaria coordinación de las políticas fiscales de los Estados miembros ha requerido no sólo establecer metas de cumplimiento fiscal, sino también sofisticar la contabilidad pública para diferenciar los componentes estructurales de los coyunturales de las cuentas públicas. Cabe señalar que se permite, dentro de ciertos límites, cierta flexibilidad en la ejecución de la política fiscal no sólo en términos de las desviaciones de los déficit efectivos respecto de los estructurales, sino también de desviaciones de corto plazo del déficit estructural comprometido para fines anticíclicos (y nunca procíclicos). Lo que en última instancia más interesa para efectos de la coordinación de políticas es la situación a mediano plazo de las cuentas fiscales.

Otro aspecto de relevancia en este plano es el trato de los pasivos contingentes del sector público. Al respecto, las garantías estatales, explícitas o implícitas, deben establecerse por anticipado y adecuadamente (Arenas de Mesa, 1999). Algunos casos que requirieren especial atención son los seguros de desempleo, los seguros explícitos e implícitos de los sistemas previsionales, los seguros para proyectos de infraestructura entregados en concesión al sector privado, y los recursos fiscales y cuasifiscales asociados a crisis financieras. Respecto de estas últimas, se da por hecho que el Estado tiene el papel de garantizar la continuidad de la cadena de pagos en situaciones de crisis financiera, en particular de garantizar total o parcialmente los derechos de propiedad de los ahorradores en situaciones de crisis sistémica. Para ello, como se verá adelante, es necesaria una adecuada regulación prudencial del sistema bancario, pero además, el Estado debe actuar en las crisis sobre la base de que, en caso de pérdidas financieras, los recursos fiscales y cuasifiscales no deben entrar a operar antes que se haya recurrido en primer lugar al capital y las reservas de los bancos, y que éstos se hayan extinguido sin excepciones. El tema de la prelación en la distribución de los costos de las crisis seguirá siendo de primera relevancia en la región. El interés propio es siempre un buen estímulo para una adecuada administración del sistema bancario por parte de sus dueños.

El párrafo anterior introduce un tema más genérico y relevante para la región, al que la Cepal se ha referido reiteradamente: la transparencia de las cuentas públicas (véase, en particular, Cepal, 1998a, caps. I y II). En efecto, además de los pasivos contingentes y de seguros implícitos frente a crisis financieras hay otras cuentas que no aparecen en la contabilidad pública. Ese es el caso de los beneficios tributarios, cuyo costo, a diferencia de lo que ocurre en algunos países desarrollados, simplemente se ignora, por lo que es prácticamente imposible un adecuado análisis de costo-beneficio. También es el caso de regulaciones excesivas, que frecuentemente obedecen a la escasez de recursos públicos para operar directamente por la vía de incentivos, y de los rezagos en los pagos fiscales que no se consignan como parte de la deuda pública ni del déficit fiscal. En este plano, los esfuerzos por consolidar el ajuste fiscal requerirán normas más estrictas sobre transparencia del gasto público.

La consolidación del ajuste fiscal, hasta alcanzar un equilibrio o un superávit estructural "prudente", exige un esfuerzo que sólo es alcanzable en la medida que se esté dispuesto a pagar los costos de corto plazo de la transición. Ello requiere una preocupación permanente por mejorar la productividad del gasto público y el desempeño de las instituciones, por reducir la erosión de los sistemas tributarios de la región y, por realzar la transparencia de las cuentas públicas. Pero, sobre todo, requiere un ejercicio de establecimiento de prioridades presupuestarias en materia de composición de los gastos e ingresos del Estado. El uso de ahorro ajeno (déficit) para financiar gastos permanentes del Estado implica que la contribución al ahorro nacional y al financiamiento de la inversión privada es un objetivo secundario dentro de las prioridades del gobierno.

Como se señaló, hay una falacia implícita en el uso de recursos de corto plazo provenientes de la privatización de empresas para financiar los gastos del Estado. Los procesos de privatización son complejos, y deben ser diseñados y evaluados desde varias perspectivas. En particular, resulta relevante resguardar una adecuada provisión de bienes públicos y de bienes de valor social (meritorios), y proteger a la sociedad de los abusos en la administración privada de monopolios naturales, lo que exige un adecuado marco regulatorio previo a la privatización. También es relevante la calidad de la administración y gestión de las empresas y de la infraestructura pública. Pero, en la medida en que el elevar el ahorro nacional sea una prioridad de las políticas públicas, también hay otros criterios que deberían considerarse en las decisiones de las autoridades. En especial, hay una contribución importante del proceso de privatizaciones al ajuste fiscal en un plano distinto.

En efecto, las inversiones del sector público y de sus empresas suelen ser una fuente de presión sobre el déficit público global. La postergación de esas inversiones también puede tener un alto costo a mediano y largo plazo. Muchas veces esas inversiones tienen, además de la rentabilidad social propia de la inversión pública, una elevada rentabilidad de mercado, por lo que podría argumentarse que habría espacio para el endeudamiento público sin un sacrificio de la posición patrimonial neta del Estado. Sin duda, un déficit fiscal de esta naturaleza es menos dañino económicamente. Sin embargo, el argumento de que el déficit compite por la captación de ahorro con otros usos alternativos, incluido el financiamiento de la inversión privada, sigue siendo pertinente. Sin perjuicio de la validez de otros argumentos, desde la perspectiva de la generación de ahorro hay una contribución importante de la privatización de proyectos de infraestructura pública y de empresas públicas que requieren elevar significativamente su inversión productiva.

En la medida en que esas inversiones públicas tengan rentabilidad de mercado y que el Estado no pueda financiarlas con recursos propios, es decir sin déficit, los procesos de privatización pueden liberar recursos públicos para otros gastos. Los efectos combinados son interesantes desde el punto de vista del ahorro nacional. Cuando inversiones de interés público son financiadas con ahorro privado, el Estado no necesita desviar recursos propios para financiar esas inversiones. Dispondrá de recursos para la aplicación de las políticas sociales o de fortalecimiento institucional sin necesidad de incurrir en una situación de déficit. Una buena licitación debería aportar ingresos públicos que internalicen el valor de mercado de los activos vendidos en beneficio del Estado. Si esos recursos, que por su naturaleza son transitorios, se utilizan para el prepago de deuda pública o para la capitalización de la banca de desarrollo, por ejemplo, se reciclan en el sistema financiero, lo que contribuye al financiamiento de la inversión productiva y al ahorro nacional. Pero, como se señaló, estas consideraciones no son las únicas que deben primar en los procesos de privatización.

Finalmente, la competencia por el financiamiento a la que se ha hecho referencia reiteradamente, junto al carácter cíclico de los recursos externos, exige redoblar los esfuerzos por adoptar una política fiscal prudente. En un contexto de creciente apertura financiera internacional, a las autoridades de los bancos centrales les resulta cada vez más difícil el manejo activo de sus políticas cambiaria y monetaria, con lo que el peso que recae sobre la política fiscal para el manejo macroeconómico es cada vez mayor.

3. POLÍTICAS PARA DESARROLLAR LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA CON FINES DE INVERSIÓN PRODUCTIVA

Para elevar las tasas de crecimiento y reducir la vulnerabilidad frente a las fluctuaciones externas, los esfuerzos orientados a incrementar el ahorro nacional deben ir acompañados por medidas que se traduzcan en su efectiva canalización hacia la inversión. Los sistemas financieros de la región presentan, en general, serias limitaciones que dificultan el logro de este resultado. Como se señaló en el capítulo 1, el financiamiento bancario está menos desarrollado que en otras regiones, sus márgenes de intermediación son mayores y sus operaciones muestran en América Latina y el Caribe un bajo desarrollo del segmento de largo plazo. Además, los mercados de capitales son pequeños y algunos han sufrido incluso una contracción durante los años noventa.

Lo ocurrido en la región indica que la superación de estos obstáculos requiere de una política pública que excede los límites de un enfoque orientado exclusivamente a la liberalización de los mercados financieros. En efecto, luego de las costosas crisis bancarias ocurridas tanto en países de la región como fuera de ésta, y del escaso desarrollo espontáneo de ciertos segmentos claves del mercado financiero (en particular el crédito de largo plazo, el segmento de PYMES y el mercado de capitales), hoy hay consenso en torno al papel clave que le cabe al Estado como agente regulador y supervisor, por una parte, y como activo catalizador del desarrollo institucional de los diferentes componentes del sistema financiero, por otra.

a) La regulación y supervisión financiera

Las crisis asociadas a la liberalización financiera han impuesto una mayor cautela al diseño y aplicación de la regulación y supervisión, y han mejorado la percepción de los costos de las crisis sistémicas. Al menos 14 países introdujeron reformas de fondo en los esquemas de regulación y supervisión prudencial en la década de 1990, y hay un interés general por actuar de conformidad a las recomendaciones del Comité de Basilea. Por otra parte, en la región hay una clara tendencia a desregular las tasas de interés, reducir las barreras a la entrada y disminuir el dirigismo del crédito por la vía

regulatoria. Como complemento, se han otorgado mayores facultades a los supervisores y, en general, se ha fortalecido la supervisión financiera. En términos generales, los problemas de supervisión que aún prevalecen son de carácter más ejecutivo que legislativo. Para mejorar la situación en este plano habría que fortalecer con recursos públicos y humanos a las instituciones supervisoras, y dotarlas de mayor autonomía frente a las autoridades políticas. Desde la perspectiva de la asignación de recursos públicos, interesa destacar que una buena supervisión financiera, en la medida que previene crisis sistémicas, es una inversión altamente rentable.

Dentro del ámbito de la regulación, hay cinco frentes que requerirían un adecuado fortalecimiento en el futuro¹². En primer lugar, hay un vacío importante en la normativa sobre conglomerados financieros, lo que tiene varias dimensiones que se analizan más adelante. En segundo lugar, los costos de una elevada concentración del sistema bancario son elevados. Los bancos excesivamente grandes pueden adolecer de “riesgo moral” (*moral hazard*), en el sentido de que son “muy grandes para quebrar” y pueden relajar su administración si perciben que gozan de algún grado de seguro estatal implícito. En tercer lugar, la mayor presencia de instituciones financieras extranjeras aumenta la correlación internacional de riesgos sistémicos, dado que si quiebra la casa matriz se debilitan las filiales y agencias internacionales y viceversa. En este plano, corresponde desalentar la entrada al mercado de instituciones que no cuentan con una supervisión confiable y una regulación consolidada de conglomerados en el país donde está radicada su casa matriz. En cuarto lugar, la banca estatal de primer piso debería ser reformulada en su gestión y ceñirse a estándares de mercado en la evaluación de la calidad de su cartera. La adopción de estándares de regulación y supervisión equivalentes a los de la banca comercial privada parece pertinente, lo que exige no sólo fortalecer las atribuciones legales de los supervisores bancarios, sino también independizar esa supervisión de la presión de las autoridades políticas. En quinto lugar, la regulación y supervisión de los riesgos de crédito, de monedas y de plazo de la banca comercial deben fortalecerse. Como dichos riesgos no sólo obedecen a fenómenos micro sino también macroeconómicos, es necesario, como se señala en el capítulo 2, un manejo de los instrumentos de regulación y supervisión prudencial que evite los efectos macroeconómicos procíclicos de la aplicación de criterios tradicionales en este ámbito.

Los cinco frentes mencionados dan lugar a algunas reflexiones importantes. La tarea pendiente de mayor envergadura es la regulación de los conglomerados financieros. En la versión más común, la regulación de los conglomerados financieros se define como un cuerpo normativo aplicable a las actividades de un grupo económico con distintos giros financieros, incluidas áreas tales como banca, valores, seguros y

12. Estos argumentos se basan en Held (1994), Cepal (1998b, capítulo XII) y Livacic y Sáez (2000).

pensiones, y que puede extenderse también a los sectores de la industria y el comercio. Esa dimensión de regulación está ya incorporada en algunas legislaciones, como ocurre en México y El Salvador, y de alguna manera en Venezuela y Ecuador. Sin embargo, casi sin excepción su puesta en práctica aún está pendiente.

Sin embargo, esa visión más global de la regulación de los conglomerados no es la única que debe preocupar en la región. Existen deficiencias más evidentes y acotadas en la regulación de estos conglomerados, como la ausencia de regulación y supervisión integral y consolidada de lo que podría denominarse el “subconglomerado bancario”, en el que se incluyen sólo las actividades de intermediación financiera (captación y colocación de recursos financieros). En la práctica, amparados en figuras jurídicas diseñadas precisamente para eludir la supervisión, hay una serie de organismos y mecanismos a través de los cuales se realizan actividades financieras en forma paralela y vinculadas a un banco, que no están sometidas a fiscalización.

El mecanismo más común es el de centros extraterritoriales (*off-shore*) no regulados, en los cuales un banco o sus accionistas crean otra entidad financiera en un país distinto, con bajas exigencias regulatorias, y en el que contabilizan parte de las actividades bancarias que efectúan en el país de origen. La protección del secreto bancario las deja fuera del alcance del supervisor local. Este fenómeno ha alcanzado en algunos países dimensiones muy significativas como porcentaje de la actividad bancaria local debidamente reconocida. Así, por ejemplo, en las crisis bancarias sufridas por Venezuela (1994) y Ecuador (1998), se detectó que una parte significativa de la actividad bancaria estaba contabilizada en las subsidiarias *off-shore*¹³. Una situación similar ocurrió en la crisis bancaria de Paraguay en 1995. Otra fórmula utilizada para eludir la regulación y supervisión es la creación de entidades no reguladas o reguladas muy débilmente y que por la vía de los subterfugios se desvinculan “artificialmente” del banco. La más difundida de estas figuras en distintos países es el fideicomiso. La ausencia de regulación ha dado origen a las crisis financieras ocurridas en El Salvador, Paraguay y Guatemala, entre otros.

En cuanto a la participación de entidades financieras extranjeras en los mercados nacionales, la evidencia reciente indica que las prácticas discriminatorias en el otorgamiento de licencias es costosa. Lo que se propone es introducir normas objetivas (no discrecionales) para la entrada de nuevos operadores bancarios, basadas en los principios de solvencia, idoneidad (comportamiento ético, más allá de lo estrictamente legal) y experiencia financiera, que no dependen del origen nacional o extranjero de la casa matriz. El único resguardo adicional que se propone respecto de la entrada de entidades extranjeras es la existencia de una regulación y supervisión bancaria

13. Para la resolución de las crisis las autoridades de esos países extendieron el seguro estatal a estas operaciones.

confiable en el país de origen de la casa matriz e, idealmente, la suscripción de convenios de cooperación internacional entre las instancias de supervisión.

Los supervisores bancarios también debieran contar con atribuciones para regular el grado de concentración de la banca. La presencia de bancos excesivamente grandes aumenta el riesgo sistémico (bancos “muy grandes para quebrar”) y debilita el potencial de las políticas monetaria y cambiaria en coyunturas adversas, además de plantear riesgos de prácticas monopólicas. Como los riesgos de la concentración son independientes de la nacionalidad de los bancos, en las disposiciones sobre la materia no se debería discriminar entre la banca nacional y la extranjera.

En el ámbito regulatorio existen, asimismo, fallas en la regulación sobre los riesgos de mercado (monedas y tasas), así como del riesgo país y el riesgo de liquidez. De éstos, el más relevante en el corto plazo es el de monedas, ya que de hecho una parte importante de los pasivos financieros están denominados en dólares (Argentina, Perú, Venezuela y Ecuador antes de la dolarización), pero la situación dependerá de la tendencia que muestren los regímenes cambiarios en la región. Por otra parte, a medida que los mercados bancarios se sigan sofisticando y las operaciones a plazos más largos sean más relevantes, se requerirán mayores avances en la regulación de los riesgos inherentes (tasas y plazos).

En el caso de nuestra región resulta especialmente pertinente un resguardo adecuado de los riesgos de liquidez que, cuando no son abordados satisfactoriamente, pueden convertirse rápidamente en riesgos de solvencia. Algunos países han introducido innovaciones para tratar este tema; tal es el caso de Chile con la regulación de los riesgos de plazo, y de Argentina con los requisitos de liquidez aplicables al acercarse el vencimiento de un depósito.

Sin embargo, en todos los sistemas financieros del mundo el riesgo más importante sigue siendo el de crédito. Como la región cuenta con productos menos sofisticados que los países desarrollados, el peso relativo del riesgo de crédito es más elevado. En este sentido, si bien un número creciente de países ha adoptado normas relacionadas con la estimación del riesgo de crédito de acuerdo con la proyección de la capacidad de pago del deudor, en la práctica la morosidad, es decir la constatación *a posteriori* de las dificultades de pago, sigue siendo lo más frecuente. De ese modo, la supervisión pierde gran parte de su carácter preventivo, transformándose más bien en una “medición” tardía de los problemas patrimoniales.

Con los créditos a las personas vinculadas a la propiedad de los bancos se plantea un problema similar, que ha estado presente en casi todas las crisis bancarias en América Latina. Las disposiciones legales y la regulación respectiva se han venido introduciendo en todos los países de la región desde los años ochenta. Sin embargo, con contadas excepciones, su aplicación práctica es bastante limitada, ya que existen serios problemas con la información necesaria para detectar estas operaciones, y, hasta ahora, los subterfugios utilizados por sus gestores han superado la capacidad de

supervisión. Por otra parte, las leyes no otorgan atribuciones que permitan, bajo la figura de presunciones fundadas de vinculación, una aplicación efectiva de la norma por parte de los supervisores.

Aunque la agenda pendiente en materia de regulación y supervisión de la banca es muy amplia, su aplicación parece más factible hoy en día. En efecto, la reciente crisis internacional y las discusiones en torno a la nueva arquitectura financiera internacional han traído nuevamente al primer plano la necesidad de contar con sistemas de regulación y supervisión bancarias adecuados (*véase* el capítulo 2). Es interesante constatar que la percepción de que existe una correlación entre los riesgos sistémicos de los distintos países ha llevado a la comunidad financiera internacional a promover sistemas de regulación prudencial adecuados, según recomendaciones de aceptación internacional¹⁴. También es interesante constatar que las propias instituciones privadas aceptan y promueven esos esquemas de regulación y supervisión, en el entendido de que la estabilidad del funcionamiento del sistema financiero también las beneficia. Dentro de las recomendaciones de Basilea, la más conocida es la que se refiere a la adecuación de capital, según la cual el total de los activos financieros, ponderados por riesgo, tienen un límite prudencial impuesto por el capital y las reservas de la entidad. Se reconoce, por tanto, que el exceso de crédito de las entidades financieras tiene un componente de riesgo que atenta contra la estabilidad del sistema. En el mismo plano, se reconoce que la supervisión bancaria debe contribuir más activamente al control y la cobertura de los riesgos de crédito, el riesgo de monedas y riesgo de plazo, y exigir su provisión oportuna.

El elemento común de lo ya señalado es prevenir adecuadamente los riesgos sistémicos y contribuir a la fluidez de la cadena de pagos. Respecto de esta última, el asegurar un adecuado cumplimiento de los contratos financieros tiene una serie de beneficios que inciden en el ahorro y el financiamiento de la inversión. Así como una operación de crédito es un uso directo o indirecto de “ahorro ajeno” por parte del deudor, el pago posterior de la deuda hasta su extinción requerirá la mayoría de las veces un esfuerzo de ahorro del deudor. El no pago de la deuda implica no sólo que el deudor deja de aportar al ahorro nacional sino, además, una expropiación implícita de ahorro ajeno. El buen funcionamiento del sistema financiero exige un adecuado equilibrio entre los derechos de propiedad del acreedor, y evitar prácticas abusivas tanto de deudores como de acreedores.

Un caso que requiere mención especial es el de la banca estatal de primer piso. En general, los gobiernos están más expuestos a una recuperación sólo parcial de las colocaciones financieras directas, ya que la cobranza es costosa desde el punto de

14. La introducción de estándares internacionales en la normativa y supervisión de la banca también facilita el proceso de internacionalización bancaria.

vista político. De allí la pertinencia de recomendar que la banca estatal de primer piso se ciña a las mismas normas de regulación, supervisión y calificación de riesgo que la banca comercial privada y que, cuando no sea posible, se recurra a un mecanismo de banca estatal de segundo piso.

b) Desarrollo del mercado de capitales

Pese al logro de una mayor estabilidad de precios, una disciplina fiscal más estricta y una mejor regulación financiera, los mercados de capital de la región no han acrecentado su papel de proveedores de fondos a la actividad económica interna. Durante la década de 1990 en sólo cuatro países (Argentina, Brasil, Chile y México) creció en forma casi sostenida el valor transado en los mercados de capitales, aunque, incluso en esos casos, a ritmos sustancialmente menores que los registrados en Estados Unidos y Europa¹⁵. Lo que es más grave aún, en la mayoría de las economías de la región los mercados de capitales se contrajeron, a medida que se reducía sostenidamente el número de empresas participantes en la bolsa (Dowers, Gomez-Acebo y Masci, 2000). Por consiguiente, desde el punto de vista del fortalecimiento del financiamiento de la inversión, la construcción de un mercado de capitales profundo, amplio y eficiente sigue siendo una tarea pendiente.

El desarrollo del mercado de capitales aporta nuevas formas de intermediación financiera que no son estrictamente bancarias. La emisión de acciones y de títulos de deuda, la titularización de activos, las operaciones de *leasing* y *factoring*, la prevención de riesgos mediante operaciones con derivados financieros, y la participación creciente de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones, las compañías de seguros, y los fondos mutuos, de inversión y de capital de riesgo son algunos de los múltiples mecanismos derivados de este desarrollo. Parte importante de esta evolución, dominada por la creación de nuevos agentes y mercados, requiere el surgimiento de un mercado secundario que permita la transacción de “segunda mano” de activos transables, el que constituye una fuente nueva y potencialmente relevante para la captación de liquidez por parte de todo tipo de agentes. En la medida que este desarrollo, dominado por la creación de nuevos agentes y mercados, se dé de manera ordenada y estable, los efectos positivos sobre el ahorro nacional y el financiamiento de la inversión serán evidentes.

El desarrollo de nuevas formas de intermediación financiera puede estar o no vinculado a la actividad bancaria. Por ejemplo, las operaciones de *leasing* y titula-

15. En el 2000, la capitalización del mercado de acciones en América Latina ascendió, en promedio, a un 25% del PIB, en tanto que en los Estados Unidos era de un 200% y de un 60% en Europa. Cifras similares se observan para la rotación de capital de las empresas que cotizan en la bolsa (véase el gráfico 1.11, capítulo 1).

rización son, en esencia, formas alternativas de crédito y la banca participa cada vez más en la oferta de estos productos. Otras actividades, especialmente las vinculadas al ahorro institucional como la administración de fondos de pensiones, el corretaje de valores y la producción de seguros, no necesariamente deben estar vinculadas al giro bancario. Los esquemas de banca universal, más comunes en Europa continental, son compatibles con la incorporación al giro bancario de prácticamente todas las actividades financieras, y su objetivo es aprovechar los beneficios de sinergias en el ámbito financiero. En cambio, los esquemas de “nichos”, como el prevaleciente en los Estados Unidos, promueven la especialización y su objetivo es contar con formas más dinámicas y flexibles para responder a la innovación financiera. No hay elementos que permitan establecer la superioridad de un esquema respecto del otro y, por cierto, hay cada vez más componentes de convergencia entre ambos esquemas. Pero, cualquiera sea el caso, debe haber una adecuada supervisión de los activos tangibles e intangibles compartidos entre la banca y sus actividades financieras conexas. Como se mencionó, estos resguardos requieren esquemas de supervisión consolidada de conglomerados financieros o, al menos, del subconjunto de actividades comprendidas en el consorcio bancario.

Para enfrentar adecuadamente la dinámica innovación en el mercado de capitales, los principales y mayores esfuerzos deberían concentrarse en elevar la transparencia, la entrega de información oportuna y confiable, y la gobernabilidad en el manejo de fondos y recursos de terceros. Todos estos esfuerzos tienen como objetivo común el resguardo adecuado de los derechos de propiedad y de la confianza por parte de los dueños no controladores. Por ejemplo, los inversionistas institucionales (compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos mutuos, entre otros), tienen, como giro principal, la administración de fondos de terceros. Para que esas actividades prosperen es imprescindible un acto de confianza de quienes aportan parte de su patrimonio para que sean administrados por otros. La percepción de un posible aprovechamiento de esa confianza por parte de los administradores inhibe la participación de los inversionistas afectando, de paso, el potencial para canalizar el ahorro a través de estos mecanismos. Un marco regulatorio adecuado exige una orientación preventiva en lugar de la pura y simple sanción una vez que ya se han provocado daños patrimoniales. Por ello, la normativa debe sancionar de manera severa y eficaz el uso de información privilegiada y la inadecuada resolución de los conflictos de interés. Además, debe ser estricta respecto de los requerimientos contables y exigir: auditorías periódicas, independientes y confiables; la conformación de juntas de vigilancia; la calificación de riesgos independiente; la contabilidad separada del patrimonio propio de los administradores y del patrimonio del fondo de terceros, y un volumen de capital propio de los administradores que dé confianza en que podrá responderse de manera solvente en beneficio de los aportantes de recursos frente a imprevistos o fallas de administración.

La transparencia, elemento clave de un desarrollo sano del mercado de capitales, es igualmente relevante en el caso de la propiedad corporativa de empresas. El desarrollo de la propiedad accionaria de empresas puede verse limitado cuando los marcos regulatorios son insuficientes para defender los derechos de propiedad de los accionistas minoritarios respecto del socio controlador. En este plano, no debe restringirse la capacidad de gestión de este último, excepto cuando se trate de velar por la igualdad de derechos sobre los beneficios de la empresa de los accionistas minoritarios. Las leyes de gobernabilidad corporativa, de constante actualización en las economías desarrolladas, deben estar encaminadas a permitir una adecuada vigilancia y auditoría por parte de los socios minoritarios de los negocios con partes vinculadas al socio controlador. Las fuertes discrepancias en el valor de mercado entre paquetes accionarios que permiten el control de una empresa y las acciones no controladoras son más bien el reflejo de fallas de mercado y de falta de gobernabilidad corporativa. Esto es particularmente válido en los procesos de cambio de control y búsqueda de socios estratégicos. La recomendación en este plano es revisar y actualizar las leyes de gobiernos corporativos y de oferta pública de acciones (OPA), temas en que hay atrasos evidentes y generalizados en la región. El efecto de normas adecuadas sobre la materia es una importante reducción en la percepción de riesgos y el consiguiente abaratamiento del financiamiento de la inversión a través de la emisión de acciones. Una buena y correcta correlación entre los beneficios económicos de los controladores y de los accionistas minoritarios puede, de paso, elevar la participación de los inversionistas institucionales en la propiedad, sin gestión, de empresas, estableciendo así un vínculo más directo entre la disponibilidad de recursos financieros y las actividades productivas.

La primacía de los derechos de propiedad de los aportantes de recursos, por sobre los de los administradores de fondos institucionales, y la igualdad de derechos de propiedad, aunque no de gestión, entre los accionistas minoritarios y los accionistas controladores son dos aspectos que deben primar en un marco regulatorio destinado al desarrollo de mercados de capitales nacionales más profundos en la región. Las mismas exigencias se aplican a la creación de mecanismos apropiados de captación consolidada de fondos para el financiamiento de proyectos (*"project financing"*), que se ha convertido en un método cada vez más común de financiamiento de megaproyectos de inversión productiva.

Otros dos importantes requisitos de un buen desarrollo del mercado de capitales son el promover la protección frente a los riesgos de inflación de los contratos financieros y el estímulo a la absorción de riesgos a través de operaciones con derivados financieros. En el primer caso, la solución evidente es alentar la indización de instrumentos y contratos financieros de largo plazo. La principal crítica a la indización es que propaga en el tiempo los efectos de choques inflacionarios transitorios, pero la extensión del horizonte para la toma de decisiones y suscripción de contratos, en

particular en el ámbito financiero, supera con creces los costos asociados. Esto se debe especialmente a que la experiencia de los años noventa indica que, incluso en economías muy indizadas, una política macroeconómica consistente es capaz de reducir la inflación adecuadamente. La incertidumbre inflacionaria, en cambio, es capaz de encarecer el costo del crédito de largo plazo hasta tornarlo prohibitivo.

Asimismo, el desarrollo ordenado de un mercado de derivados financieros permite abordar otros riesgos inherentes a operaciones financieras, en beneficio tanto de aportantes como de usuarios de recursos financieros. Sin embargo, es evidente que la contabilidad de los intermediarios de derivados y de los arbitradores de riesgos debe reflejar de manera clara y transparente los pasivos y activos implícitos en sus operaciones, especialmente para determinar sus requerimientos de capital. Las transacciones voluminosas de intermediarios con poco capital introducen una correlación indeseable de riesgos que alienta el comportamiento de “manada” de los inversionistas financieros. Este es un frente en el que los conocimientos y la experiencia internacional reciente ofrecen innovaciones relevantes en materia de regulación y supervisión más adecuadas, encaminadas a un funcionamiento más estable de los mercados de capital. Al fin de cuentas, la estabilidad a largo plazo y un manejo adecuado y transparente de los riesgos de precios, plazos, tasas y monedas, entre otros, son ingredientes necesarios de un buen desarrollo de los mercados de capital en la región.

c) La banca de desarrollo

Las visiones sobre el papel de la banca de desarrollo se han modificado sustancialmente en el último medio siglo (véase el recuadro 4.1). En las últimas décadas, ha sido objeto de múltiples críticas, en las que se le atribuye: i) un manejo dirigista e improductivo de recursos financieros escasos sin una justificación clara y transparente que obedezca a una racionalidad económica y social; ii) un financiamiento de las instituciones de desarrollo que apela a fuentes, principalmente fiscales y multilaterales, con un elevado costo de oportunidad (mayor aún en los casos de déficit fiscal); iii) una mala administración de riesgos que, a la larga, conduce a crisis de alto costo patrimonial para el Estado; iv) un manejo de recursos de largo plazo con criterios políticos y sociales de corto plazo, y v) políticas inadecuadas de cobranza que frecuentemente se han traducido en tasas de recuperación de colocaciones inaceptables.

Pese a lo anterior, los beneficios de una buena banca de desarrollo son importantes. En primer lugar, las instituciones financieras privadas enfrentan altos costos de transacción para la evaluación y el financiamiento de empresas de menor tamaño, lo que genera una tendencia a la concentración del crédito. En segundo lugar, aunque los recursos de la banca de desarrollo se canalizaran a actividades y agentes de mayor riesgo relativo, la multiplicidad de clientes tiende a reducir el riesgo de cartera, por un simple fenómeno de diversificación de riesgos. En tercer término, la banca de

desarrollo constituye muchas veces el primer paso en la historia financiera de clientes nuevos y pequeños, que posteriormente pueden “graduarse” y acceder al mercado privado. En cuarto lugar, la inestabilidad de los flujos financieros internacionales ha llevado a que las empresas más grandes y con mejor calificación de riesgos tiendan a financiarse en el mercado internacional durante los períodos de mayor afluencia de capitales, para retornar al mercado nacional durante las etapas de mayor restricción. El ir y venir de las grandes empresas al mercado financiero nacional ha redundado en una gran inestabilidad en la disponibilidad de financiamiento de las empresas que no acceden a los mercados internacionales. La banca de desarrollo les proporciona una fuente más estable de financiamiento, aislándolas parcialmente de los altibajos cíclicos. Finalmente, debido a los mayores riesgos y a la ausencia de depósitos de largo plazo, el sector financiero nacional puede ofrecer un volumen subóptimo de créditos de largo plazo, lo que expone a riesgos de plazo a los inversionistas que no pueden acceder a créditos externos de mayor duración y a riesgos cambiarios a los que tienen esta posibilidad. Asimismo, la alta percepción de riesgos puede conducir a la asignación de un volumen subóptimo de recursos crediticios a sectores innovadores, especialmente los que tienen un alto contenido tecnológico y, por tanto, pueden dar origen a amplias externalidades que influyan en otras actividades productivas.

Tanto las críticas a la banca de desarrollo como los méritos señalados son válidos y todos ellos se respaldan en evidencia histórica. ¿Es posible conciliar un diseño de banca de desarrollo que permita aprovechar sus ventajas y eliminar los motivos de válidas críticas a su desempeño histórico? A juicio de la Cepal, esa combinación es factible, conveniente y necesaria, ya que la mayoría de las críticas a la banca de desarrollo pueden ser obviadas a través de un diseño apropiado. El punto de fondo es que un sistema financiero privado que administra los riesgos con criterios de mercado, y con una regulación y supervisión adecuadamente severas, tiene un sesgo en contra de los agentes más “caros” y de mayor riesgo relativo. La introducción de instrumentos como el *leasing*, la titularización y la creación de fondos de capital de riesgo, entre otros, compensa parcialmente ese sesgo, pero es claramente insuficiente. No hay incentivos naturales en el mercado para la correcta “bancarización” de actividades informales, de los pequeños propietarios agrícolas, y, más en general, de la pequeña y mediana empresa, lo que tiene costos sociales y económicos importantes. Asimismo, los incentivos al desarrollo de segmentos crediticios de largo plazo y de los orientados al financiamiento de actividades innovadoras también pueden ser insuficientes. Una estrategia de desarrollo adecuada debe orientarse no sólo a la búsqueda de equidad en la distribución de los frutos del crecimiento, sino también de la equidad en cuanto a las oportunidades de aportar productivamente a ese desarrollo. El acceso al financiamiento forma parte sustancial de este segundo componente del desarrollo equitativo. El acceso a créditos de largo plazo es, por otra parte, un elemento esencial para alcanzar altos niveles de inversión. Pero, al mismo tiempo, el

Recuadro 4.1

LAS CAMBIANTES VISIONES ACERCA DEL PAPEL DE LOS BANCOS DE DESARROLLO

Por un largo tiempo, durante la posguerra, el papel de la banca de desarrollo en el apoyo al crecimiento y el desarrollo fue indiscutido. Desde una óptica política, la reconstrucción de Europa y Japón era demasiado importante como para postergarla, lo que demandaba financiamiento de largo plazo para la acumulación de capital. La mayoría de los economistas concordaba que en los países industriales más afectados por la guerra, los mercados e instituciones privadas de financiamiento de largo plazo eran ineficientes, y en el caso de los países menos desarrollados, prácticamente inexistentes. Las proposiciones en favor de la creación y expansión de los bancos de desarrollo se apoyaron tanto en el paradigma keynesiano como en otros enfoques más ortodoxos. En este último caso, se argumentó que el subdesarrollo financiero se traduciría en una escasez de instrumentos de ahorro, razón por la que el ahorro potencial permanecía ocioso en la forma de atesoramiento de saldos monetarios, o era simplemente gastado en consumo. De esta forma, el escaso desarrollo financiero se traduciría en bajos niveles de fondos prestables y en menor inversión.

En los años setenta este cuadro cambió significativamente. En el plano político, Europa y Japón se habían recuperado totalmente y los problemas de los países menos desarrollados sólo eran importantes en el marco de la guerra fría. En el plano teórico, como consecuencia del desarrollo de la teoría financiera basada en la hipótesis de la eficiencia del mercado, el papel del Estado en el financiamiento de la inversión fue crecientemente cuestionado. En esta visión, los bajos niveles de ahorro y de financiamiento para la inversión, estaban asociados a la "represión financiera", i.e. a las políticas que incluían límites a las tasas de interés, selectividad del crédito y otras intervenciones del gobierno en los mercados financieros.

En esta visión, las tasas reales de interés bajas (incluso negativas) desestimulaban el ahorro. Las consecuencias eran i) escasez de financiamiento privado para la inversión, lo que forzaba a los gobiernos a emplear políticas de crédito selectivas, con los bancos de desarrollo como instrumentos principales, ii) el crédito público estaba afectado por factores políticos, lo que introducía ineficiencia en la asignación del crédito escaso y causaba un bajo crecimiento en el largo plazo, iii) debido a las bajas tasa de interés, el gobierno tampoco lograba financiar su déficit, induciendo a un financiamiento inflacionario.

En los años ochenta esta visión predominó entre las agencias multilaterales, que crecientemente incluyeron la liberalización financiera en las condicionalidades exigidas a los países durante la crisis de la deuda. Finalmente, en los noventa, la mayoría de los países de la región adoptó esta estrategia, incluyendo no sólo la desregulación y apertura de sus sistemas financieros, y en algunos casos de la cuenta de capitales, sino que también medidas explícitas para reducir el papel de las instituciones financieras públicas, entre ellas, los bancos de desarrollo (Alide, 1999).

No obstante, estas reformas no sólo no han logrado avances significativos en incrementar el ahorro, sino que elevaron la dependencia de la región respecto del financiamiento externo. Aún más, la apertura a los mercados financieros internacionales no se ha traducido, hasta el momento, en un mayor desarrollo de los mercados nacionales de capitales. Adicionalmente, varios sectores, tales como las pequeñas y medianas empresas, la construcción de viviendas sociales, empresas relacionadas con tecnología, etc., continúan siendo excluidas del escaso financiamiento privado. En este contexto, varios autores e instituciones han reconsiderado las posiciones anteriores y han destacado el papel que podrían desempeñar las instituciones públicas de desarrollo en superar el círculo vicioso de bajos niveles de inversión, crecimiento y ahorro. Por ejemplo, un conocido reporte del Banco Mundial (1993) ya reconocía que los bancos de desarrollo y otras agencias públicas de financiamiento, habían cumplido un papel clave en el logro de altos ritmos de crecimiento liderados por la inversión en el caso de algunos países asiáticos. Más recientemente un informe de Naciones Unidas (1999) refuerza esta visión y resalta el papel de los bancos de desarrollo para el crecimiento.

sistema debe protegerse de riesgos excesivos y de un alto costo económico, como también de comportamientos abusivos de deudores que actúan sesgadamente si perciben que cuentan con algún grado de “seguro político” en caso de incumplimiento de sus compromisos financieros.

Para conciliar estos objetivos, una primera línea de política apunta a la necesidad de un escrutinio permanente del riesgo de cartera de la banca de desarrollo. En este plano, el mercado puede jugar un papel relevante. Por ejemplo, ese podría ser el caso si la banca de desarrollo se constituyera bajo el formato de institución autónoma extrapresupuestaria (por ejemplo, como empresa estatal), no contara con la garantía del Estado para la captación de recursos de terceros y se sometiera regularmente a una calificación de su riesgo de cartera hecha por agencias externas. Estos tres componentes tienen en común el hacer transparente el riesgo de cartera, sin contaminar la evaluación con el riesgo soberano propio del financiamiento estatal, y exigiría estándares contables adecuados para concursar por recursos privados.

Una segunda orientación se refiere al perfeccionamiento de las políticas de cobranza, para lo cual, como se señaló, la banca de desarrollo de primer piso debería organizarse como banca comercial, expuesta a una regulación y supervisión idénticas a las que se aplican a la banca privada. Esta práctica elevaría la transparencia de su operación comercial, impondría políticas de cobranza más estrictas y permitiría detectar rápidamente los efectos financieros de presiones políticas de corto plazo.

Quizás la mejor política de cobranza de la banca de desarrollo sea la derivada de su organización como banca de “segundo piso”. Las dificultades de focalización propias de esta banca exigen, sin embargo, perfeccionar las bases de orientación de sus recursos financieros y el diseño de los subsidios asociados a sus objetivos sociales. Una adecuada focalización puede requerir una combinación de subsidios de tasas, subsidios a las primas de seguros parciales de crédito o la operación de fondos de garantía parcial, subsidios a la evaluación de riesgo de crédito por parte de los intermediarios de primer piso, y la capacitación en gestión y diseño de proyectos a los posibles beneficiarios. Por cierto, esos subsidios y transferencias deben basarse en una adecuada evaluación social y económica. Pero, tan importante como esa evaluación es que estén bien diseñados, que su operación sea transparente y que el costo fiscal asociado sea explícito, e idealmente que su financiamiento provenga directamente de recursos públicos debidamente presupuestados. Un ejemplo interesante de esta modalidad es el Instituto de Crédito para la Reconstrucción de Alemania, institución autónoma en su gestión, pero que puede otorgar este tipo de subsidios hasta el límite de los recursos provistos anualmente en el presupuesto federal. La principal ventaja de que los subsidios sean de cargo fiscal, aparte de la mayor transparencia, es permitir a la banca de desarrollo que genere utilidades en su operación, como una forma de elevar sus recursos a largo plazo, y que concurra al mercado para la captación de recursos adicionales. La ausencia de garantías estatales en la captación de

recursos privados, por el contrario, forzaría a la banca de desarrollo a mejorar el manejo de riesgos de su cartera y encarecer sus políticas de cobranza.

Finalmente, la banca de desarrollo debe concentrar sus operaciones de corto plazo en el financiamiento de inversiones y capital de trabajo de empresas que, normalmente, no tendrían acceso a financiamiento privado. En el mediano plazo, su gestión debe evitar en lo posible crear una clientela permanente y estable. Por el contrario, parte de su gestión debería apuntar a iniciar la historia financiera de clientes que, una vez “graduados”, puedan acceder a la banca privada. Dentro de los esfuerzos por evitar la constitución de una clientela permanente, el financiamiento de reprogramaciones de crédito y la capitalización de intereses deben ser excepcionales, y determinarse caso por caso, en la medida de lo posible sin subsidios y sin garantías públicas. Por su parte, el desarrollo de mecanismos de crédito de largo plazo “apalancados” en la banca de desarrollo debe formar parte de esfuerzos más amplios por desarrollar mercados nacionales de capitales de largo plazo.

La combinación de esquemas de financiamiento con subsidios estatales en áreas de alta rentabilidad social, que hemos analizado en el contexto de las actividades de los bancos de desarrollo, puede ser aplicable a otros sectores. De hecho, una de las áreas en las que más se ha extendido este modelo en la región es el de la vivienda social (véase el capítulo 1). Hay buenas razones para que el Estado se involucre en esta actividad, ya que el sistema financiero privado, por sí solo, no tiene incentivos para incursionar en este mercado en condiciones de monto, plazo e intereses que reflejen la rentabilidad social de las soluciones de vivienda. En cambio, el Estado sí puede y debe evaluar esa rentabilidad social y, sobre la base de dicha evaluación, asignar adecuadamente recursos fiscales. Su participación en este campo puede adoptar variadas formas que combinen subsidios directos al valor de la vivienda social, a la tasa de interés y al ahorro previo, y subsidios indirectos a través de seguros parciales de crédito, en caso de que otorgue financiamiento de segundo piso, o seguros de vida hipotecarios, de incendio o de desempleo. La magnitud de estos subsidios puede diferir, dependiendo de las condiciones objetivas de las familias que acceden a este financiamiento. Lo importante es saber con relativa certeza la magnitud de los recursos públicos destinados a esos subsidios, de manera que el financiamiento del crédito complementario ofrezca condiciones aceptables para la intermediación a través del mercado.

Otros sectores a los cuales se puede aplicar este modelo son el financiamiento del desarrollo sostenible, y el apoyo a la reconversión productiva de regiones o sectores en crisis. El apoyo financiero a actividades con alto contenido tecnológico puede regirse también por este modelo o, alternativamente, a través del aporte de capital de riesgo de los bancos de desarrollo o de corporaciones financieras relacionadas a los proyectos correspondientes, sobre una base preferiblemente minoritaria. El apoyo a las actividades innovadoras en el frente exportador ha sido examinado en el capítulo anterior. La forma de promover la participación complementaria y creciente de enti-

dades privadas de capital de riesgo debe ser, por supuesto, una de las prioridades en todos estos campos.

En todas las actividades mencionadas, los subsidios que otorgue el Estado deben estar basados en los principios de transparencia y competencia por recursos escasos y se deben minimizar los subsidios encubiertos, no focalizados y no valorados. La clara distinción, institucionalizada legalmente, entre los subsidios públicos y la intermediación financiera constituye un principio básico de correcta administración de recursos públicos. Por el contrario, los subsidios implícitos de una mala política de cobranza o de riesgos financieros no transparentes no son sino el reflejo de errores de diseño, que provocan una filtración de recursos públicos de elevado costo social. La garantía estatal a las reprogramaciones de créditos o a la capitalización de intereses son casos especiales de malas políticas de aseguramiento o de cobranza. El rigor en el cumplimiento de los contratos financieros es la base de todo sistema financiero eficiente y, a la larga, cuando se protege el interés de los acreedores es posible intermediar más recursos y a menor costo. Pero, con el mismo énfasis, es necesario señalar que el sesgo concentrador de ese principio de buen funcionamiento financiero exige la participación del Estado. Para evitar los errores históricos de la banca de desarrollo, la recomendación de fondo es maximizar la transparencia de los costos fiscales de los subsidios vinculados y del riesgo de cartera en aquellos casos en que el Estado decida, por razones sociales legítimas, orientar la actividad financiera.

d) La construcción de instituciones como política de desarrollo financiero

Los sistemas financieros se caracterizan por la prevalencia de fallas de mercado, la inexistencia de mercados en otros casos, o la ausencia de determinados segmentos o componentes. Ello otorga un papel clave a las políticas de desarrollo y diseño institucional, para la efectiva canalización del ahorro hacia la inversión productiva. En efecto, como lo ha demostrado lo sucedido tanto en países de la región y países más avanzados, el desarrollo espontáneo de los sistemas financieros privados no se produce necesariamente de un modo estructurado y completo. De hecho, se producen vacíos en importantes segmentos de mercado, que sólo se desarrollan luego de una acción pública expresa, la que resulta imprescindible para fortalecer el financiamiento de la inversión.

Ejemplo de lo anterior es el desarrollo del segmento de crédito para la vivienda sobre la base de la introducción, por iniciativa pública, de activos financieros titularizados, respaldados por hipotecas. Ginnie Mae y Fannie Mae¹⁶, en los Estados Unidos, que

16. Los nombres formales de estas instituciones son, respectivamente, Government National Mortgage Association y Federal National Mortgage Association, pero son ampliamente conocidas como se mencionan en el texto.

originalmente formaban una sola institución, fueron creados en el contexto de los planes de recuperación de la economía norteamericana en 1934, con el objeto de proveer financiamiento hipotecario para la adquisición de viviendas. En 1970 Ginnie Mae introduce el primer activo titularizado del mundo para el financiamiento de viviendas, creando de este modo un mercado completamente nuevo. En la misma época, el gobierno se retira de Fannie Mae, dando un fuerte impulso a la participación privada en un mercado previamente desarrollado por iniciativa pública. Por su parte, el considerable desarrollo que muestra el sistema de crédito hipotecario de Chile, obedece a la creación expresa de una unidad de cuenta indizada, que permite proteger el ahorro financiero de los efectos de la inflación y ofrece plazos más largos¹⁷. El desarrollo de agentes de ahorro institucional a partir de la reforma al sistema de pensiones en 1981 y la recuperación de la solvencia de los bancos, luego de la reforma bancaria que siguió a la crisis financiera de 1982-1986, condujeron a la creación de un amplio mercado para el financiamiento de operaciones de largo plazo, sobre la base de instrumentos hipotecarios titularizados. En ambos casos la política pública resultó clave en la creación de la estructura institucional necesaria para enfrentar aspectos cruciales del financiamiento de actividades que requieren horizontes largos.

En primer lugar, se requiere del establecimiento de condiciones de estabilidad macroeconómica consistentes con el objeto de extender los plazos del ahorro financiero y la creación de los instrumentos a través de los cuales éste se materializa. En segundo lugar, sobre todo en el caso de sistemas de menor desarrollo, es preciso crear agentes de ahorro institucional capaces de captar ahorro de largo plazo (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión, entre otros). En tercer lugar, debe tenerse presente que, por lo general, estos agentes actúan como inversionistas financieros, es decir no se involucran directamente en la actividad de inversión real, puesto que la experiencia señala que no es un rubro en el que tengan ventajas comparativas en comparación a otros agentes. Esto plantea la necesidad de enfrentar tres nuevos desafíos: el control de los riesgos, y la absorción de éstos y su cobertura, los que en ciertos casos se solucionan mediante instituciones especializadas en cada función.

La función de evaluación y control de los riesgos generalmente es desempeñada por una institución de "primer piso", que aplica prácticas estandarizadas para evaluar los riesgos de los inversionistas directos y que, por medio de la diversificación, reduce el riesgo de la cartera. Esta cartera es respaldada por la capacidad de pago de los deudores y, en el caso de la vivienda, está garantizada mediante hipotecas. A su vez, la institución de primer piso consolida los diferentes préstamos individuales, ofreciéndolos como un solo activo financiero al mercado. Cuando éstos son adquiridos por

17. Argentina, Colombia y Uruguay también han empleado con frecuencia activos financieros indizados para el financiamiento de la vivienda, pero también han recurrido a otros mecanismos.

inversionistas institucionales, el riesgo comercial del crédito (la probabilidad de que el deudor original no pague) sigue circunscrito a la institución de primer piso, puesto que en su evaluación posee ventajas comparativas, en tanto el riesgo financiero (la probabilidad que las tasas futuras de interés sean distintas a las actuales y de que, por lo tanto, fluctúen los precios de los activos de su cartera) es transferido al inversionista financiero. En ambos casos existen disposiciones regulatorias que incluyen requisitos de capital y provisiones orientados a absorber riesgos de pérdida, que mantienen la solvencia del intermediario-inversor. No obstante, también son importantes en el diseño institucional las instancias de cobertura de riesgos de pérdidas que facilitan el desarrollo del crédito de largo plazo. Un ejemplo de ello son los fondos de garantía y los seguros de crédito, destinados principalmente a cubrir riesgos comerciales. A su vez, los riesgos financieros pueden ser cubiertos, en un mercado secundario profundo, mediante instrumentos diseñados especialmente con tal propósito.

En otros casos, la creación del marco regulatorio apropiado puede ser insuficiente para permitir el acceso al crédito por parte de pequeñas empresas y operaciones de inversión en áreas innovadoras. En el primer caso, la ausencia de garantías suele limitar el acceso al crédito por parte de las PYME, en tanto que en el segundo una excesiva cautela ante los riesgos restringe la inversión real. El apoyo público adopta distintas formas, pero su objetivo es siempre limitar la exposición a los riesgos de pérdida. El establecimiento de fondos de garantía con participación pública y privada, y el subsidio a primas de seguros de crédito, son mecanismos que podrían responder a la necesidad de cubrir y absorber los riesgos de créditos de empresas de menor tamaño. A su vez, instituciones como las sociedades de capitales de riesgo, también con participación pública y privada, pueden resultar útiles para el financiamiento de inversiones. Como se ha señalado, la acción pública que conduzca a instituciones tales como bancos y agencias de desarrollo puede resultar necesaria e imprescindible en casos como éstos, en los que los agentes privados tienen dificultades para dimensionar y cubrir apropiadamente los riesgos. No obstante, la clave del diseño institucional radica en modalidades de intervención y regulación que propendan al desarrollo de todos los segmentos de los mercados financieros, complementando y desempeñando un papel catalizador en aquellos casos en que la evolución de los sistemas financieros no conduce al adecuado desarrollo de los segmentos de largo plazo.

Anexo 1

FUENTES DE INFORMACIÓN UTILIZADAS PARA MEDIR LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LA REGIÓN

Las dos principales fuentes de información sobre flujos de capitales internacionales recibidos por la región que han sido utilizadas en este documento son los datos elaborados por la Cepal, a partir del Manual de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional (quinto manual), y los datos sobre flujos netos agregados del Banco Mundial. En el cuadro A.1 se indican las fuentes de los cuadros y gráficos presentados en el documento.

Las principales diferencias entre ambas fuentes de información son las siguientes:

- a. **Capitales de corto plazo:** incluidos en la serie de la Cepal pero no en las del Banco Mundial.
- b. **Capitales compensatorios (excluidos los créditos del Fondo Monetario):** no incluidos en las series elaboradas por la Cepal, pero sí en las del Banco Mundial.
- c. **Transferencias oficiales:** no están incluidas en las series de la Cepal; en las del Banco Mundial se incluyen las transferencias (donaciones) oficiales.
- d. **Errores y omisiones:** incluidos en las series de la Cepal, en las que se supone que corresponden a fuga de capitales; no incluidos en las series del Banco Mundial.
- e. **Número de países:** las cifras de la Cepal se refieren a 19 países, y las del Banco Mundial a 29.
- f. **Inversión extranjera directa:** Se incluyen la entrada neta (de salidas) en los datos de la Cepal; en los datos del Banco Mundial sólo se incluyen las entradas.

Sobre la base de la información contenida en el cuadro A.2 (flujo neto de recursos ingresados a la región según el Banco Mundial, y los capitales autónomos ingresados y otros componentes de la balanza de pagos elaborados por la Cepal), en el gráfico A.1 se ilustran los flujos netos correspondientes al período 1990-1999 calculados con datos provenientes de ambas fuentes. Cabe resaltar que, con excepción de 1992, los montos de los flujos medidos a partir de los datos del Banco Mundial son mayores y muestran un crecimiento más estable que los calculados de acuerdo con la metodología utilizada por la Cepal. Si se comparan las series sin ajustar, la diferencia asciende a un mínimo de 4.600 millones de dólares en 1993 y un máximo de 74.500 millones en 1998. Una vez ajustadas para hacerlas comparables, las diferencias entre ambas alcanzan un mínimo de 4.600 millones en 1994 y un máximo de 34.200 millones de dólares en 1999.

A partir de la información contenida en el cuadro A.2, las cifras son más comparables, debido al ajuste de la serie de la Cepal mediante las siguientes operaciones: i) exclusión de capitales de corto plazo en los últimos tres años; ii) inclusión de los capitales compensatorios

Cuadro A.1

A. Fuente de información de cuadros seleccionados

Cuadro	Cepal sobre la base de manual de balanza de pagos del FMI	Banco Mundial
1.1 Estructura del financiamiento de las importaciones	X	
1.2 Estructura del déficit en cuenta corriente	X	
1.3 Aporte del financiamiento externo de largo plazo por grupos de países		X
1.4 Acervo de deuda con acreedores privados, 1998		X
1.5 América Latina y el Caribe: fuentes de financiamiento externo		X
3.4 Asistencia oficial neta para el desarrollo recibida por América Latina y el Caribe		X
3.5 Flujos netos de deuda según fuentes (largo plazo)		X
3.6 América Latina y el Caribe: condiciones promedio de los nuevos compromisos		X
3.8 Componentes de la deuda externa de países pobres de América Latina		X
3.9 Montos y composición del valor actual neto de la deuda oficial, 1998 antes de la aplicación de la iniciativa para los países pobres muy endeudados		X

B. Fuente de información de gráficos seleccionados

Gráfico	Cepal sobre la base de manual de balanza de pagos del FMI	Banco Mundial
1.1 América Latina y el Caribe: cuenta corriente y flujo de recursos de largo plazo		X
1.2 América Latina y el Caribe: ingreso neto de capitales y transferencia de recursos	X	
1.3 América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos	X	X
1.4 América Latina y el Caribe: uso de los créditos del Fondo Monetario Internacional		X
1.6 América Latina y el Caribe: principales indicadores macroeconómicos.	X	
1.8 América Latina y el Caribe: principales indicadores externos	X	
3.1 América Latina: flujos de deuda de largo plazo según fuentes		X

(sin crédito del Fondo Monetario); iii) exclusión de errores y omisiones y iv) exclusión de la salida de capitales por inversión directa en el exterior. En los gráficos A.2 y A.3 se observa que, mientras en la primera mitad de la década la diferencia entre ambas fuentes obedece a que la Cepal no incluye los capitales compensatorios, en el segundo quinquenio las discrepancias responden en mayor medida al hecho de que la serie de la Cepal abarca otros flujos netos de corto plazo. Por cierto, persisten diferencias atribuibles al distinto número de países considerados en cada caso y a la oportunidad en que los datos se van actualizando.

Según el Banco Mundial, la información se refiere sólo a transacciones de pasivos de largo plazo, es decir al total de desembolsos menos las amortizaciones; en estas series no se toman en cuenta las salidas de inversión directa (adquisición de activos en el exterior por residentes en los países en desarrollo). Esto explica la sustancial diferencia entre los flujos netos de largo plazo de la serie del Banco Mundial y el financiamiento externo neto calculado sobre la base de la balanza de pagos aplicando la metodología de la Cepal. Otras fuentes de discrepancia son los flujos de corto plazo, el atraso en la puesta al día de la información, diferencias en los informes, realización de cálculos basados en pagos en efectivo o en pagos devengados, dificultades para contabilizar los derivados, y la insuficiencia de datos sobre los centros financieros extraterritoriales (*off-shore*)¹.

Con estos antecedentes y como se observa en el cuadro A.1, en el presente documento se han utilizado las cifras de la Cepal (conforme al quinto Manual de balanza de pagos del Fondo Monetario) para describir la volatilidad asociada a los flujos de corto plazo, en el análisis de su vínculo con el manejo de la política económica. Asimismo se han utilizado ampliamente las series del Banco Mundial, para describir la estructura y el comportamiento a lo largo del tiempo de los flujos netos de largo plazo, y se ha clasificado a la mayoría de los países en tres grupos de acuerdo con el producto por habitante.

1. El Banco Mundial también reconoce otras limitaciones. En primer lugar, la información sobre los flujos privados hacia los países es de carácter anual, por lo que no refleja cambios bruscos en el financiamiento de mercado. En segundo término, la calidad de las estimaciones para los años más recientes varía notablemente de una categoría a otra; se cuenta con información bastante confiable en valores netos y brutos para los flujos oficiales, y los desembolsos en los mercados de bonos y bancos comerciales. Las amortizaciones de la deuda se calculan sobre la base de los términos especificados en los contratos pertinentes, aun cuando los pagos efectivos puedan no coincidir con lo especificado. La estimación de los flujos de inversión accionaria es particularmente difícil. Aunque se dispone de información sobre la compra de acciones en los mercados internacionales, las estimaciones de las compras directas en los mercados accionarios de los países en desarrollo se basan en informes sobre intercambios y difieren en términos de confiabilidad y cobertura.

Cuadro A.2
FLUJOS NETOS DE CAPITALES SEGÚN FUENTES DE INFORMACIÓN

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 b/
Banco Mundial (Largo plazo)											
Agregado: flujo neto de recursos	21.787	30.998	35.164	65.651	61.744	75.347	99.400	113.779	141.985	116.375	102.379
Cepal- FMI (Corto y largo plazo)											
(1) Capitales autónomos (I+II)	-7.497	22.393	48.588	61.051	41.773	29.051	66.457	84.600	65.597	41.843	68.100
Balance en cuenta financiera (I)	-7.621	21.377	48.646	64.867	47.647	34.989	71.369	89.779	74.516	46.858	67.021
(2) Errores y omisiones (II)	124	1.016	-59	-3.816	-5.874	-5.938	-4.911	-5.178	-8.919	-5.015	1.079
(3) <i>Inversión en el exterior</i>	-1.067	-1.359	-1.913	-2.757	-3.729	-4.226	-3.169	-7.898	-8.976	-8.444	-8.610
(4) <i>Capitales de corto plazo a/</i>								-21.154	-31.597	-20.253	-7.497
(5) Capitales compensatorios (excluido créditos del FMI)	23.026	13.853	9.114	5.887	5.742	17.122	531	7	5.969	6.632	-2.722
Serie ajustada (1)-(2)-(3)-(4)+(5)	16.471	36.588	59.673	73.511	57.118	56.337	75.068	118.837	121.059	82.186	80.406

a/ Datos oficiales de siete países.

b/ Estimaciones preliminares.

Cuadro A.2 (Cont.) FLUJOS NETOS DE CAPITALS SEGÚN FUENTES DE INFORMACIÓN

Nota: La Cepal utiliza información proveniente del quinto Manual de balanza de pagos del Fondo Monetario, que presenta las siguientes características:

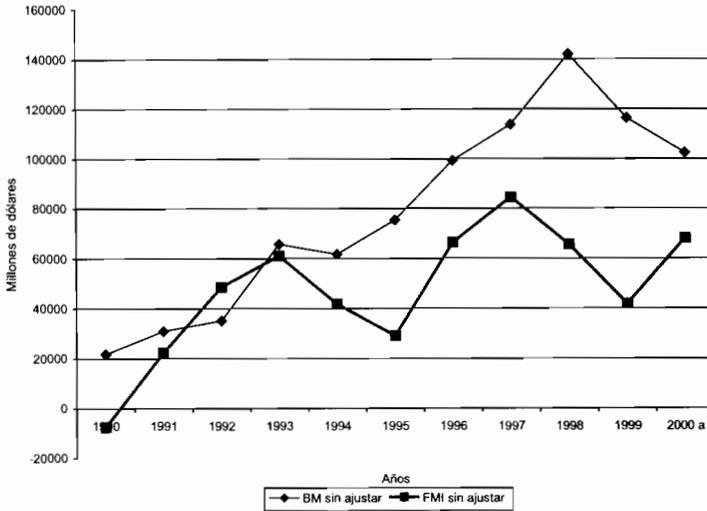
- incluye los capitales autónomos de corto plazo y largo plazo
- la inversión extranjera directa incluye los inlfujos y deduce las inversiones en el exterior
- excluye el financiamiento excepcional y los créditos del FMI, que forman parte del balance global
- excluye todas las transferencias, oficiales y privadas. Se anotan como transferencias corrientes y de capital en la balanza en cuenta corriente
- incluye errores y omisiones; corresponden en su mayoría a fuga de capitales
- en la inversión accionaria se deducen las operaciones de canje de inversiones de cartera.

En el agregado regional de la Cepal sólo se incluyen 19 países. Las cifras de la Cepal están más actualizadas.

El concepto de flujo neto de recursos empleado por el Banco Mundial tiene las siguientes características:

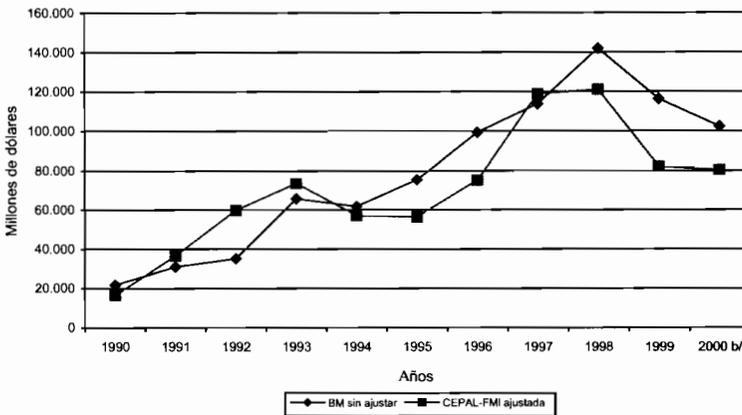
- incluye capitales de largo plazo; excluye los de corto plazo
- la inversión extranjera directa incluye sólo los inlfujos, no deduce las salidas por inversiones en el exterior
- incluye el financiamiento excepcional
- incluye las donaciones
- excluye los errores y omisiones
- en la inversión accionaria, no se deducen las operaciones de canje de inversiones de cartera
- el agregado regional incluye 29 países.

Gráfico A.1
FLUJOS NETOS DE CAPITALES SEGÚN FUENTE DE INFORMACIÓN
 (Serie no ajustada)



a Cifras preliminares.

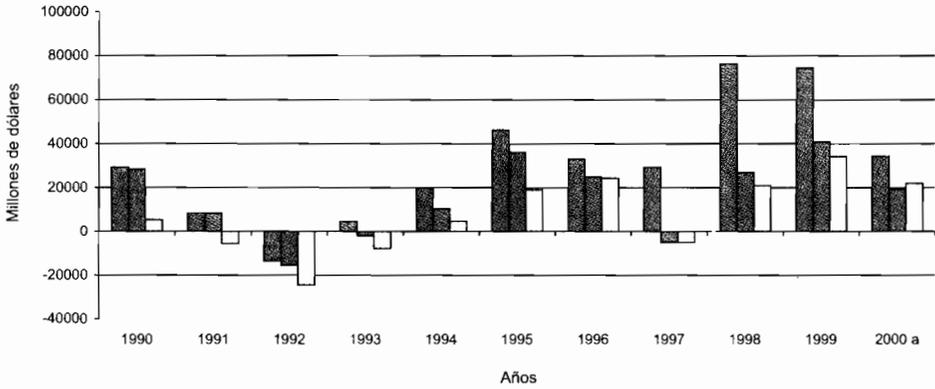
Gráfico A.2
CORRECCIÓN DE LAS SERIES SEGÚN FUENTES^a



a Cifras elaboradas por la Cepal sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional y ajustadas por la inversión en el exterior, los capitales de corto plazo, los errores y omisiones y por los capitales compensatorios.

b Cifras preliminares.

Gráfico A.3
DIFERENCIAS EN LOS FLUJOS NETOS DE RECURSOS
SEGÚN FUENTES Y AJUSTES



- Sin ajustar
- ▨ Ajustada por la inversión en el exterior, los capitales de corto plazo y los errores y omisiones, considerados por la Cepal y el Fondo Monetario Internacional y no considerados por el Banco Mundial
- Ajustada por la inversión en el exterior, los capitales de corto plazo, los errores y omisiones y los capitales compensatorios, considerados por el Banco Mundial y no considerados por la Cepal y el Fondo Monetario Internacional

a Cifras preliminares.

Bibliografía

- Agosin, Manuel (2000a), "Corea y Taiwan en la crisis financiera asiática", *Crisis financieras en economías emergentes 'exitosas'*, Ricardo Ffrench-Davis (comp.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) y McGraw-Hill.
- _____ (2000b), "Fortaleciendo la institucionalidad financiera latinoamericana", Santiago de Chile, Oficina de la Secretaría Ejecutiva, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), inédito.
- _____ (1998), "Entradas de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, McGraw-Hill.
- _____ y Ricardo Ffrench-Davis (2000), "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/Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (Wider).
- Ahluwalia, Montek S. (2000), *Reforming the Global Financial Architecture*, Londres, Commonwealth Secretariat, abril.
- _____ (1999), "The IMF and the World Bank in the new financial architecture", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 11, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad).
- Akyüz, Yilmaz y Andrew Cornford (1999), "Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System", Unctad Discussion Paper, N° 143, Ginebra, noviembre.
- _____ y Charles Gore (1996), "The investment-profits nexus in East Asian industrialisation", *World Development*, vol. 24, N° 3.
- Arenas de Mesa, Alberto (1999), "Efectos fiscales del sistema de pensiones en Chile: proyección del déficit previsional 1990-2037", documento presentado al seminario conjunto (Cepal)/Ministerio de Hacienda de Chile, "Responsabilidades fiscales en sistemas de previsión", Santiago de Chile.
- Arrau, Patricio (1996), "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994", serie Financiamiento del desarrollo, N° 30 (LC/L.914), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).
- Banco Mundial (2001), *Financial impact of the HIPC Initiative. First 22 Country Cases*, 10 de abril.

- _____ (2000), *Global Development Finance*, Washington, D.C., mayo.
- Banco Mundial/FMI (Fondo Monetario Internacional) (2001), *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC). Progress Report (DC/2001-0012)*.
- _____ (1999), "Modificaciones a la iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME)" (DC/99-25), Washington, D.C., Comité Ministerial Conjunto de las Juntas de Gobernadores del Banco y del Fondo Monetario Internacional (FMI) para las Transferencias de Recursos Reales a los Países en Desarrollo, septiembre.
- Barrera, Felipe y Mauricio Cárdenas (1997), "On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, N° 54.
- Beck, Thorsten, Asli Dermirguc-Kunt and Ross Levine (1999), "A new database on financial development and structure", Washington, D.C., Banco Mundial, enero, inédito.
- Blum, Jack y otros (1998), *Financial Heavens, Banking Secrecy and Money Laundering*, Viena, Oficina de Fiscalización de Drogas y de Prevención del Delito (OFDPD).
- Botchwey, Kwesi (2000), "Financing for Development: Current Trends and Issues for the Future" (TD(X)/RT.1/11), *Unctad High-level Round Table on Trade and Development: Direction for the 21st Century*, Bangkok, 12 de febrero.
- Calderón, Álvaro y Ramón Casilda (2000), "La estrategia de los bancos españoles en América Latina", *Revista de la Cepal*, N° 70 (LC/G.2095-P), Santiago de Chile.
- Calderón, Álvaro (1999), "El boom de la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe: el papel de las empresas españolas", *Economistas*, N° 81, Madrid, Colegio de Economistas de Madrid, septiembre.
- _____ (1998), "Las renovadas estrategias de los inversionistas extranjeros en América Latina y el Caribe: la participación de las empresas españolas", *Síntesis*, Madrid, enero-diciembre.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, N° 40.
- Camdessus, Michel (2000), "An agenda for the IMF at the start of the 21st century", *Remarks at the Council on Foreign Relations*, Nueva York, febrero.
- Cepal (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2001), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 2000 (LC/G.2125-P)*, Santiago de Chile, abril. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.01.II.G.12.
- _____ (2000a), "Uso productivo de las remesas familiares y comunitarias en Centroamérica" (LC/MEX/L.420), México, D.F., febrero.
- _____ (2000b), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1999 (LC/G.2061-P)*, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.4.
- _____ (2000c), *La brecha de la equidad: una segunda evaluación (LC/G.2096)*, Santiago de Chile.
- _____ (2000d), *Equidad, desarrollo y ciudadanía (LC/G.2071/Rev.1-P)*, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.81.
- _____ (2000e), *Luces y sombras: América Latina y el Caribe en los noventa (LC/G.2113-P)*, Santiago de Chile, en prensa.

- _____ (1999), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1999-2000* (LC/G.2102-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.2.
- _____ (1998a), *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, serie Libros de la Cepal, N° 47 (LC/G.1997/Rev.1-P), Santiago de Chile, julio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.98.II.G.5.
- _____ (1998b), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda versión revisada y actualizada, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- _____ (1998c), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1998* (LC/G.2042-P), Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.98.II.G.14.
- _____ (1996), *Fortalecer el desarrollo: interacciones entre macro y microeconomía* (LC/G.1898/Rev.1-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas. N° de venta: S.96.II.G.2.
- Cepal/cdcc (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Comité de Desarrollo y Cooperación del Caribe) (1999), *The fiscal covenant: strengths, weaknesses and challenges: Caribbean perspectives* (LC/CAR/G.564), Puerto España, Sede Subregional de la Cepal para el Caribe.
- Collier, Paul y Jan Willem Gunning (1999), "The IMF's role in structural adjustment", *Economic Journal*, N° 109, noviembre.
- Council on Foreign Relations (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*, Task Force Report, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Crow, John W., Ricardo H. Arriazu y Niels Thygesen (1999), *External Evaluation of Surveillance Report*, Washington, D.C., junio.
- Culpeper, Roy (1995), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- De Gregorio, José, Sebastián Edwards y Rodrigo Valdés (2000), "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", NBER Working Paper, N° W7645, Washington, D.C., abril.
- Dowers, K., F. Gómez-Acebo y P. Masci (2000), "Making capital markets viable in Latin America", *Infrastructure and Financial Markets Review*, vol. 6, N° 3, Washington, DC., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Eatwell, John (1997), "International capital liberalization: the impact on world development", *Estudios de economía*, N° 24.
- _____ y Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, en prensa.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Ellerman, David, Hanan Jacoby y André Decaux (1999), "The effects on developing countries of the Kyoto Protocol and CO2 Emissions Trading", Cambridge, Massachusetts, Joint Programme on the Science and Policy of Global Change, Massachusetts Institute of Technology.

- Ezekiel, Hannan (1998), "The role of special drawing rights in the international monetary system", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 11, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad).
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, marzo-abril.
- Felix, David (2000), "The economic case against free capital mobility", Working Paper, N° 216, Washington, D.C., Departamento de Economía, Washington University, mayo.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina*, Santiago de Chile, McGraw-Hill Interamericana.
- _____, Ricardo y Helmut Reisen (comps.) (1998), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Santiago de Chile, McGraw-Hill.
- _____, Ricardo y José Antonio Ocampo (2000), "Los desafíos de la globalización de la volatilidad financiera", *Crisis financieras en economías emergentes 'exitosas'*, Ricardo Ffrench-Davis (comp.), Santiago de Chile, Cepal y McGraw-Hill.
- Fischer, Stanley (1999), "Reforming the international financial system", *Economic Journal*, N° 109, noviembre.
- _____ (1998), "Capital account liberalization and the role of the IMF", *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance, N° 207, Princeton, Departamento de Economía, Universidad de Princeton.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2000), "Propuesta para la transformación del Fondo Latinoamericano de Reservas en un Fondo Monetario Latinoamericano", Bogotá, D.C., marzo, inédito.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (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), *Estudios económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D.C., mayo.
- Frankel, Jeffrey (1999), *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, Essays in International Finance N° 215, Sección Financiera Internacional, Departamento de Economía, Universidad de Princeton.
- Furman, Jason y Joseph Stiglitz (1998), "Economic crises: Evidence and insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2.
- Griffith-Jones, Stephany (1998), *Global Capital Flows*, Londres, Macmillan.
- _____, Stephany y José Antonio Ocampo, con Jacques Cailloux (1999), *The Poorest Countries and the Emerging International Financial Architecture*, Estocolmo, Expert Group on Development Issues (EGDI).
- Grupo de los 24 (1999), *Communiqué*, 25 de septiembre.
- Hamada, Koichi (2000), "An Asian perspective on the desirable international financial architecture", *Financial Globalization and the Emerging Economies*, serie Libros de la Cepal, N° 45 (LC/G.2097-P), Santiago de Chile, Instituto Internacional Jacques Maritain

- y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.G.39.
- Hausmann, Ricardo (2000), "Exchange rate arrangements for the new architecture", *Global Finance from a Latin American Viewpoint*, París, Development Centre Seminars, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Centro de Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Held, Günther (2000), *Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 96 (LC/L.1382-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), junio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.55.
- _____ (1994), "¿Liberalización o desarrollo financiero?", *Revista de la Cepal*, N° 54 (LC/G.1845-P), Santiago de Chile, diciembre.
- Helleiner, Gerry (2000), "Developing Countries in Global Economic Governance and Negotiation Processes", documento preparado para el proyecto del Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (Wider) "New Roles and Functions for the UN and the Bretton Woods Institutions", Helsinki, inédito.
- Holzman Robert, (1997), "On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions", serie Financiamiento del desarrollo, N° 48 (LC/L.1012), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).
- Kaul, Inge, Isabelle Grunberg, y Marc A. Stern (1999), *Global Public Goods*, Nueva York, Oxford University Press.
- Krugman, Paul (1989), *Exchange Rate Instability*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Larraín, Felipe, Raúl Labán y Rómulo Chumacero (1997), "What determines capital inflows? An empirical analysis for Chile", *Faculty Research Working Paper*, N° R97-09, Cambridge, Massachusetts, John F. Kennedy School of Government, Universidad de Harvard.
- Le Fort, Guillermo y Sergio Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* N° 64, Banco Central de Chile, febrero.
- Livacic, Ernesto y Sebastián Sáez (2000), *La supervisión bancaria en América Latina en los noventa*, serie Temas de coyuntura, N° 10 (LC/L.1434-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.112.
- Lustig, Nora (1999), "Crises and the poor: socially responsible macroeconomics", Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), octubre.
- Meltzer, Allan H. y otros (2000), *Report to the US Congress of the International Financial Advisory Commission*, Washington, D.C., marzo.
- Mesa-Lago Carmelo (2000), *Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 93 (LC/L.1344-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), marzo. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.29.
- Mishkin, Frederic (1999), "Global financial instability: framework, events, issues", *The Journal of Economic Perspectives*, N° 13.

- _____ (1996), "Understanding financial crises: a developing country perspective", documento presentado en la Conferencia Anual sobre economía del desarrollo del Banco Mundial, Washington, D.C.
- Mistry, Percy S. (1999), "Coping with financial crises: are regional arrangements the missing link?", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 10, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad).
- Moguillansky, Graciela y Ricardo Bielschowsky. (2000), *Inversión y reformas económicas en América Latina*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal)/Fondo de Cultura Económica.
- Mora, Humberto (2000), "Armonización de políticas macroeconómicas: resultados de los trabajos de investigación realizados por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)", Documento anexo, N° DD/24/09/00, Bogotá, D.C.
- Mortimore, Michael (1999), "Industrialización a base de confecciones en la cuenca del Caribe: ¿un tejido raído?", *Revista de la Cepal*, N° 67 (LC/G.2055-P), Santiago de Chile, abril.
- Naciones Unidas (2001), *Report of the Secretary-General to the Preparatory Committee for the High Level International Intergovernmental Event of Financing for Development (Final Draft)*, enero.
- _____ (2000), *Informe del secretario general sobre financiamiento del desarrollo*.
- _____ (1999), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (LC/G.2054), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), marzo.
- _____ (1998), "Money laundering and the global criminal economy: the United Nations response", *Global Programme Against Money Laundering*, Nueva York, octubre.
- Ocampo, José Antonio (1999a), "La reforma financiera internacional: una agenda ampliada", *Revista de la Cepal*, N° 69 (LC/G.2067-P), Santiago de Chile, diciembre.
- _____ (1999b), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, Santiago de Chile, Cepal y Fondo de Cultura Económica.
- _____ y Camilo Tovar (1999), *Price-based Capital Account Regulations: The Colombian Experience*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 87 (LC/L.1262-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.II.G.41.
- Park, Yung Chul y Yan Wang (2000), "Reforming the International Financial System and Prospects for Regional Financial Cooperation in East Asia", Seúl, Korea University y Korea Institute for International Economic Policy, inédito.
- Pfaff, William (2000), "A challenge to globalization theory", *Financial Globalization and the Emerging Economies*, J.A. Ocampo y otros (comps.), Santiago de Chile, Cepal e Instituto Internacional Jacques Maritain.
- Radelet, Steven y Jeffrey D. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- Rodrik, Dani (1999a), *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, Policy Essay, N° 24, Washington, D.C., Consejo de Desarrollo de Ultramar.
- _____ (1999b), "Governing the global economy: Does one architectural style fit all?", Cambridge, Massachusetts, John F. Kennedy School of Government, Universidad de Harvard, inédito.

- _____ y Andrés Velasco (1999), "Short-term capital flows", Working Paper, N° 7364, Cambridge, Massachusetts, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), septiembre.
- Salomon Smith, Barney (1999), "Update on foreign financial institutions in Latin America", *Latin America Equity Research*, Nueva York, mayo.
- _____ (1998), "Foreign financial institutions in Latin America", *Latin America Equity Research*, Nueva York.
- Samuel, W. (2000), "Migration and Remittances: A Case Study of the Caribbean", documento presentado al Simposio sobre migración en las Américas, San José, Costa Rica, 4 al 6 de septiembre.
- Szalachman, Raquel (2000), *Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 103 (LC/L. 1417-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.89.
- Torres, Federico (2000), "Uso productivo de remesas en México, Centroamérica y la República Dominicana", documento presentado al Simposio sobre migración en las Américas, San José, Costa Rica, 4 al 6 de septiembre.
- Tromben, Varinia (2000), "Un examen de la iniciativa HIPC desde el punto de vista de la sostenibilidad externa de algunos países de América Latina y el Caribe", Santiago de Chile, Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), inédito.
- Unctad (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2000), *World Investment Report, 2000* (Unctad/wir/2000), Ginebra. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.D.20.
- _____ (1998), *Trade and Development Report, 1998* (Unctad/TDR/1998), Ginebra. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.98.II.D.6.
- Uthoff, Andras (1998), "Fondos de pensiones, el financiamiento de los costos de transición y desarrollo de los mercados financieros. Lecciones de la reforma de privatización en Chile", *Pensiones en América Latina. Dos décadas de reforma*, Alejandro Bonilla y Alfredo Conte-Grand (comps.), Lima, Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- _____ y Daniel Titelman (1998a), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile. McGraw-Hill.
- _____ (1998b), "Fondos de pensiones, el financiamiento de los costos de transición y desarrollo de los mercados financieros", *Pensiones en América Latina. Dos décadas de reforma*, Alejandro Bonilla y Alfredo Conte-Grand (comps.), Lima, Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- Valdés-Prieto, Salvador y Marcelo Soto (1998), "The effectiveness of capital controls: theory and evidence from Chile", *Empirica*, N° 25, Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- Velasco, Andrés (2000), *Exchange-Rate Policies for Developing Countries: What have we Learned? What do we still not know?*, Nueva York, Conferencia de las Naciones

Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad)/Universidad de Harvard, Centro para el Desarrollo Internacional.

Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2000), "The Colombian economy in the nineties: capital flows and foreign exchange regimes", presentado en la conferencia "Critical Issues in Financial Reform: Latin American, Caribbean and Canadian Perspectives", organizada por The Munk Centre for International Studies Programme on Latin America and the Caribbean, Toronto, Universidad de Toronto, junio.

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, septiembre.

_____ (1996), "A new facility for the IMF?", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 7, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad).

Wyplosz, Charles (1999), "International financial instability", *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, Inge Kaul, Isabelle Grunberg y Marc A. Stern (comps.), Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Oxford University Press.

_____ (1998), "International financial instability", *The Management of Global Financial Markets*, Jan Joost Teunissen (comp.), La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (Fondad).

Esta edición se terminó de imprimir en septiembre de 2001.
Publicado por ALFOMEGA S.A.
Transversal 24 No. 40-44, Bogotá, Colombia.
La impresión y encuadernación se realizaron en
Quebecor World Bogotá.

