

La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica

JOSÉ ANTONIO OCAMPO
BÁRBARA STALLINGS
INÉS BUSTILLO
HELVIA VELLOSO
ROBERTO FRENKEL

Desarrollo Económico



NACIONES UNIDAS

CEPAL



cooperación
alemana

DEUTSCHE ZUSAMMENARBEIT



BANCO DE DESARROLLO
DE AMÉRICA LATINA

La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica

José Antonio Ocampo
Barbara Stallings
Inés Bustillo
Helvia Velloso
Roberto Frenkel



NACIONES UNIDAS



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Santiago de Chile, mayo de 2014

Libros de la CEPAL

125

Alicia Bárcena

Secretaria Ejecutiva

Antonio Prado

Secretario Ejecutivo Adjunto

Jürgen Weller

Oficial a cargo de la División de Desarrollo Económico

Ricardo Pérez

Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

Esta publicación fue coordinada por José Antonio Ocampo, ex Secretario Ejecutivo de la CEPAL y actualmente Profesor de la Universidad de Columbia, con la colaboración de Juan Alberto Fuentes, ex Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, y Luis Felipe Jiménez, experto de esa División, bajo la supervisión de Alicia Bárcena, Secretaria Ejecutiva de la CEPAL. El Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) contribuyó a su financiamiento. Los capítulos de este libro son versiones revisadas de los aportes de los autores durante el seminario “La crisis de la deuda 30 años después”, que tuvo lugar en México, D.F. los días 18 y 19 de febrero de 2013. La realización de este seminario contó con el apoyo del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), de la Agencia Alemana de Cooperación Internacional (GIZ) y del Ministerio Federal de Cooperación Económica y Desarrollo de Alemania (BMZ).

Diseño de portada: Marcela Veas

Publicación de las Naciones Unidas

ISBN 978-92-1-221123-7

eISBN 978-92-1-056237-9

Número de venta S.14.II.G.12

LC/G.2609-P

Copyright © Naciones Unidas, 2014

Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

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

Índice

La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después <i>Alicia Bárcena</i>	9
Introducción.....	9
Bibliografía	18
Capítulo I	
La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia <i>José Antonio Ocampo</i>	19
A. Las crisis financieras: un hecho recurrente en la historia latinoamericana	21
B. Antecedentes de la crisis de la deuda	24
C. El ciclo de financiamiento de largo plazo y la naturaleza del choque externo	28
D. La dinámica de la crisis: la dimensión externa	35
E. Los efectos económicos y sociales internos	42
F. Conclusiones	48
Bibliografía	49
Capítulo II	
La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta <i>Barbara Stallings, Universidad de Brown</i>	53
A. Enfoques del análisis de la crisis de la deuda	55
B. Actores en las negociaciones de la crisis de la deuda	59
C. El proceso de negociación	65
D. Ganadores y perdedores de la crisis de la deuda	72
E. Conclusiones	77

Bibliografía	81
--------------------	----

Capítulo III

De bonos Brady a bonos globales: el acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales desde la década de 1980

<i>Inés Bustillo, Helvia Velloso</i>	83
--	----

Introducción	83
--------------------	----

A. Los orígenes de la clase de activos.....	86
1. Los primeros años, 1983-1985	86
2. Planes de conversión de deuda en acciones, 1986-1987	88
3. Los bonos Azteca, 1987-1988	88
B. Los bonos Brady	89
1. El Plan Baker	90
2. El Plan Brady	91
3. Recompras y canjes	96
C. La deuda negociable de los mercados emergentes: se consolida la clase de activos	101
1. Avances en la emisión de deuda	102
2. La evolución de la clase de activos de la década de 1990 a la década de 2000.....	106
3. El universo de la deuda de los mercados emergentes	107
D. Los márgenes de riesgo y la calidad del crédito	110
E. Conclusiones	117

Bibliografía	118
--------------------	-----

Capítulo IV

Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo

<i>Roberto Frenkel</i>	121
------------------------------	-----

Introducción	121
--------------------	-----

A. Las crisis en las economías de mercado emergente	122
1. Tipos de crisis	124
2. El patrón más general de las crisis en las economías de mercado emergente.....	126
3. Combinación de crisis de balanza de pagos, crisis financiera y crisis cambiaria.....	129
4. La dinámica cíclica que conduce a la crisis.....	130
5. Lecciones de las crisis en los países en desarrollo	133
B. Los cambios en la inserción financiera internacional y las políticas macroeconómicas de los países en desarrollo en el siglo XXI.....	134
C. Los cambios de la inserción financiera internacional, las políticas macroeconómicas y las regulaciones financieras en América Latina	137

1. Las cuentas corrientes y las deudas externas	138
2. Las políticas cambiarias y la evolución de los tipos de cambio real	141
3. La mejora de las cuentas fiscales y las finanzas públicas.....	143
4. Las deudas públicas	145
5. Las mejoras de la regulación financiera	146
D. Conclusiones	150
Bibliografía.....	153
Anexo	155
Lista de publicaciones	169

Cuadros

1 América Latina: componentes del gasto interno como proporción del PIB, según períodos	11
2 América Latina: saldo de deuda externa a fines de cada año, 1975-1980.....	13
3 América Latina: indicadores del endeudamiento externo, 1975-1982.....	15
I.1 América Latina: formación bruta de capital fijo, 1950-2010	20
II.1 América Latina: periodización de la crisis de la deuda	66
II.2 América Latina: cambio de las condiciones de los préstamos para los deudores.....	67
II.3 Estados Unidos: indicadores financieros de los bancos mas grandes, 1980-1989	74
II.4. América Latina: indicadores económicos y sociales, 1980-1990	75
II.5 América Latina: transferencias netas de capital y su desglose, 1980-1990	77
III.1 América Latina y el Caribe: acuerdos del Plan Brady con bancos comerciales	93
III.2 Cantidades originales de las emisiones de canjes del Plan Brady	96
III.3 América Latina y el Caribe: cantidades originales y saldos pendientes de bonos Brady, marzo de 2006.....	100
III.4 América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos, 2003-2012.....	105
IV.1 América Latina (países seleccionados): indicadores de fragilidad externa, 1999 y 2011	140
A.1 América Latina: cronología resumida de episodios críticos, 1973-2010	155

Gráficos

1	América Latina: evolución de los componentes del gasto interno como proporción del PIB, 1965-1984	10
2	América Latina: balanza de la cuenta corriente, 1970-1984	12
I.1	América Latina: crisis económicas, 1820-2008	23
I.2	América Latina: crecimiento económico y balanza comercial, 1951-2008	27
I.3	América Latina: transferencias netas de recursos, 1950-2010	29
I.4	América Latina: tasas de interés reales y precios reales de productos básicos no petroleros, 1963-2009	31
I.5	América Latina: dinámica de la deuda externa, 1970-2010	34
I.6	América Latina: comparación de las crisis de las décadas de 1930 y 1980	36
I.7	América Latina: comparación entre la crisis de la década de 1930 y la de la década de 1980	43
I.8	América Latina: finanzas públicas e inflación, 1950-2010	45
III.1	Disminución de la deuda enmarcada en el Plan Brady, 1997-2011	101
III.2	América Latina y el Caribe: composición de los flujos netos de capital privado (promedios anuales), 1980-2011	103
III.3	América Latina y el Caribe: nuevas emisiones anuales de deuda, 1990-2012	104
III.4	Mercados emergentes: total de la deuda externa negociable mundial por regiones, 2000-2012	108
III.5	América Latina y el Caribe: deuda externa negociable pendiente por tipo de emisor, 2000-2012	109
III.6	Mercados emergentes: negociación de la deuda por instrumento, 1999-2012	110
III.7	Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI+) y el componente latinoamericano, 1997-2012	111
III.8	Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI Global) e índice de volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), diciembre de 1997 a diciembre de 2012	112
III.9	América Latina y el Caribe: evolución de las calificaciones de crédito, 1996-2012	113
III.10	América Latina y el Caribe: calificaciones de la deuda soberana y márgenes de riesgo, 2002 y 2012	116
IV.1	América del Sur: relación entre la deuda externa y las exportaciones, 1996-2010	139
IV.2	Centroamérica y México: relación entre la deuda externa y las exportaciones, 1996-2010	139
IV.3	América del Sur (países seleccionados): tipos de cambio real respecto del dólar, 1990-2011	141

IV.4	América del Sur: tipo de cambio real bilateral respecto del dólar, mínimo de la década de 1990, promedio de 2002-2008 y 2012	142
IV.5	El Caribe, Centroamérica y México: tipos de cambio real respecto del dólar, 1990-2010.....	143
IV.6	América del Sur, el Caribe, Centroamérica y México: resultados fiscales del sector público no financiero, promedios por subregión, 1990-2009	144
IV.7	América del Sur, el Caribe, Centroamérica y México: resultados fiscales primarios del sector público no financiero, promedios por subregión, 1990-2009	145
IV.8	América Latina y el Caribe: relación entre la deuda pública y el PIB, promedios por subregión, 1990-2009.....	146

Recuadros

III.1	Estructura y clases de bonos Brady.....	93
-------	---	----

La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después

*Alicia Bárcena*¹

Introducción

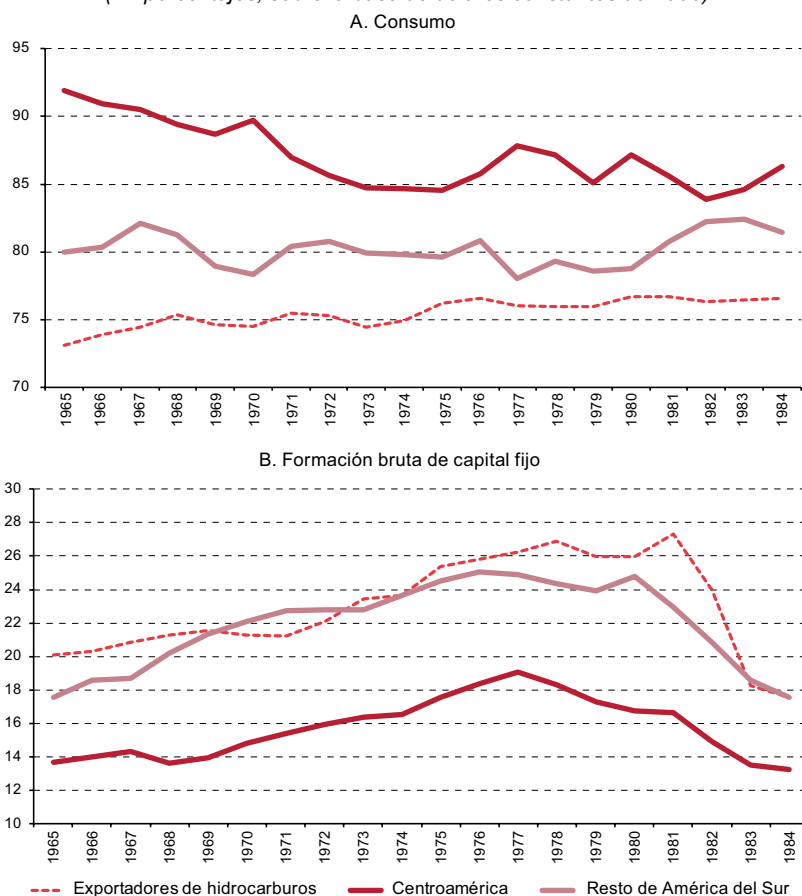
Agosto de 1982 marca convencionalmente el inicio de la denominada “década perdida” para el desarrollo latinoamericano. En esa fecha, México declaró la moratoria (a la postre temporal) de su deuda externa, dado que tanto las condiciones internas como las externas habían cambiado en forma drástica, elevándose la carga de intereses y amortizaciones a niveles que le hacían imposible continuar con el servicio en los términos originalmente acordados. Pero este no era el único caso; ya en julio de 1981 Costa Rica había declarado la moratoria de su deuda externa. A su vez, varios países venían experimentando dificultades, que se expresaban en atrasos en los pagos, al tiempo que se registraban salidas masivas de recursos financieros y los mercados cambiarios se veían sometidos a fuertes tensiones. Muy pronto la crisis abarcó a otros países en situación similar, que también suspendieron el pago de sus compromisos externos, lo que amenazó la solvencia de importantes bancos internacionales, en especial de los Estados Unidos. Se marcó así el inicio de un prolongado proceso de ajustes, negociaciones y turbulencias que tuvo gravísimas y duraderas consecuencias para el desarrollo económico y humano de la región.

La crisis de los años ochenta reconoce sus raíces en los desequilibrios macroeconómicos internos y choques externos que se verificaron en el curso de la década previa, tanto en los precios de los hidrocarburos como en la disponibilidad y costo del financiamiento externo. Como se muestra en el gráfico 1, durante los años setenta la formación bruta de capital fijo como

¹ Secretaria Ejecutiva de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

proporción del PIB exhibió un aumento muy significativo, y el consumo en general se mantuvo o se incrementó. Con ello, el gasto total se expandió en la mayoría de los casos a un ritmo superior al del producto.

Gráfico 1
América Latina: evolución de los componentes del gasto interno
como proporción del PIB, 1965-1984
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2000)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "América Latina y el Caribe: series históricas de estadísticas económicas 1950-2008", *Cuadernos Estadísticos*, N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile, 2009.

Esta evolución del gasto fue particularmente más pronunciada en los países exportadores de hidrocarburos, cuyo ingreso disponible se elevó de manera considerable gracias a las alzas de los precios de exportación. A la vez, los países no exportadores de hidrocarburos, cuyos términos de intercambio se deterioraron en el curso de los años setenta, también mantuvieron o elevaron su ritmo de gasto (véase el cuadro 1).

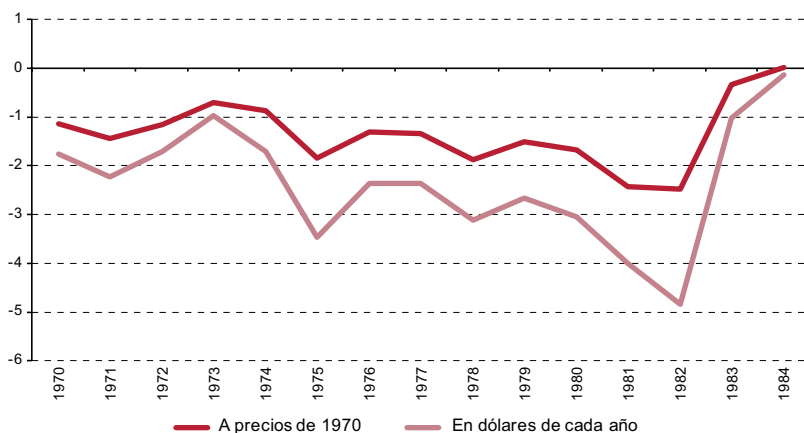
Cuadro 1
América Latina: componentes del gasto interno como proporción
del PIB, según períodos
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2000)

	Consumo			Formación bruta de capital fijo		
	1970-1974	1975-1980	1981-1984	1970-1974	1975-1980	1981-1984
Exportadores de petróleo	74,9	76,2	76,5	22,4	26,0	21,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	87,8	88,1	89,8	14,5	16,4	9,9
Ecuador	78,2	79,3	81,2	36,7	41,9	32,7
México	79,9	79,0	76,9	20,1	21,3	19,6
Perú	91,4	86,8	84,7	20,9	22,5	22,5
Venezuela (República Bolivariana de)	48,8	60,6	69,8	30,3	43,4	30,9
Centroamérica	86,3	86,3	85,1	15,8	17,9	14,6
Costa Rica	100,9	99,7	92,5	15,4	18,5	12,8
El Salvador	86,8	88,4	88,8	11,1	14,7	10,1
Guatemala	88,6	86,9	89,0	18,7	22,4	16,9
Haití	88,8	96,1	96,0	8,2	12,2	13,2
Honduras	83,2	86,4	87,3	19,7	23,8	17,9
Nicaragua	82,6	86,3	80,8	22,0	20,9	27,1
Panamá	66,6	67,0	66,7	23,0	18,6	16,4
República Dominicana	87,0	80,9	82,6	12,2	13,6	10,7
Resto de América del Sur	79,9	79,2	81,7	22,8	24,6	20,0
Argentina	68,7	69,1	78,6	21,3	22,5	17,7
Brasil	85,6	83,3	82,2	25,4	27,2	21,2
Chile	97,5	90,7	88,3	15,0	13,0	12,9
Colombia	85,4	85,8	87,2	20,7	19,8	22,0
Paraguay	93,5	87,7	89,6	14,2	21,5	23,1
Uruguay	81,0	73,8	73,6	15,5	24,8	21,8
América Latina	78,2	78,3	79,7	22,3	24,9	20,5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "América Latina y el Caribe: series históricas de estadísticas económicas 1950-2008", *Cuadernos Estadísticos*, N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile, 2009.

Esta dinámica del gasto público y privado se expresó en déficits en cuenta corriente cada vez mayores y presiones inflacionarias, estas últimas muy pronunciadas en la Argentina, más moderadas pero también elevadas en el Brasil y el Uruguay, y descendentes, aunque desde niveles altos, en Chile. A efectos de ilustrar las consecuencias del exceso de gasto en forma separada de los cambios en los precios externos, en el gráfico 2 se presenta la evolución del déficit en cuenta corriente como proporción del PIB, medido a precios constantes y empleando los valores en dólares nominales de cada año. El déficit externo, medido a precios de 1970, tuvo una tendencia creciente a partir de 1975. Es decir, el gasto excedió cada vez más al producto y ello fue posible debido al significativo cambio del entorno financiero global, que a partir de ese año puso a disposición de la región cantidades ingentes de recursos externos, mayoritariamente en la forma de crédito bancario.

Gráfico 2
América Latina: balanza de la cuenta corriente, 1970-1984
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "América Latina y el Caribe: series históricas de estadísticas económicas 1950-2008", *Cuadernos Estadísticos*, N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile, 2009.

En los años previos, el acceso a recursos externos por parte de la región había sido muy limitado; en consecuencia, tanto el crecimiento económico como los déficits externos se encontraban constreñidos por la baja disponibilidad de financiamiento.

Los factores que ocasionaron este significativo cambio fueron varios: i) la tendencia de largo plazo de reconstrucción del mercado internacional de capitales, tras las serias interrupciones ocasionadas por los conflictos bélicos globales previos; ii) el desarrollo de nuevos mercados internacionales, particularmente el de eurodólares, a partir del denominado "reciclaje" hacia los países en desarrollo de la oferta de petrodólares, que se incrementó notablemente después del alza del precio de los hidrocarburos registrada a partir de 1973, y iii) la búsqueda por parte de los grandes bancos internacionales de nuevos destinos para sus recursos financieros ante la menor demanda de estos en sus países de origen, debido al desarrollo de nuevas formas de financiamiento que para las grandes corporaciones resultaban más atractivas.

El déficit externo fue exacerbado por el comportamiento de los precios de los hidrocarburos y, hacia 1981, por el alza en las tasas internacionales de interés, como se verá. Lo anterior se expresa en un aumento del déficit en cuenta corriente más pronunciado si se mide a los precios de cada año que si se mide a precios constantes (véase el gráfico 2). Además de los factores ya indicados, ello se relaciona muy estrechamente con el comportamiento de los precios de los productos energéticos, que en el período 1973-1974 y luego en 1978-1979 exhiben alzas muy pronunciadas, que coinciden con el deterioro del balance externo.

Estos déficits externos fueron posibles gracias al nuevo acceso a recursos del sistema financiero internacional, que se tradujo en el incremento del endeudamiento externo, tanto público como privado, con la banca internacional, en especial la de los Estados Unidos. La disponibilidad de estadísticas sobre el endeudamiento externo de estos años es insuficiente en varios aspectos, pero el cuadro 2, elaborado sobre la base de cifras presentadas por la CEPAL en el *Estudio Económico de América Latina* de 1980, arroja luces muy interesantes.

Cuadro 2
América Latina: saldo de deuda externa a fines de cada año, 1975-1980
(En millones de dólares)

	Deuda pública externa desembolsada ^a		Deuda externa privada ^b		Deuda externa total		Variación porcentual de la deuda externa total	Contribución porcentual al aumento de la deuda 1975-1980	
	1975	1980	1975	1980	1975	1980	1975-1980	Privada	Pública
Argentina	3 023	14 460	3 003	13 000	6 026	27 460	355,7	46,6	53,4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	797	2 100	75	415	872	2 515	188,4	20,7	79,3
Brasil	13 618	38 770	7 167	18 517	20 785	57 287	175,6	31,1	68,9
Colombia	2 348	3 980	1 224	3 438	3 572	7 418	107,7	57,6	42,4
Costa Rica	421	1 580	242	697	663	2 277	243,4	28,2	71,8
Chile	3 731	4 720	728	4 950	4 459	9 670	116,9	81,0	19,0
Ecuador	457	2 910	126	1 941	583	4 851	732,1	42,5	57,5
El Salvador	196	470	195	330	391	800	104,6	33,0	67,0
Guatemala	164	620	150	524	314	1 144	264,3	45,1	54,9
Haití	57	230	22	46	79	276	249,4	12,2	87,8
Honduras	264	1 110	167	330	431	1 440	234,1	16,2	83,8
México	11 533	32 730	5 732	17 323	17 265	50 053	189,9	35,4	64,6
Nicaragua	595	1 290	140	370	735	1 660	125,9	24,9	75,1
Panamá	774	2 320	413	355	1 187	2 675	125,4	-3,9	103,9
Paraguay	188	540	50	328	238	868	264,7	44,1	55,9
Perú	2 980	6 730	1 086	1 768	4 066	8 498	109,0	15,4	84,6
República Dominicana	410	910	96	511	506	1 421	180,8	45,4	54,6
Uruguay	617	1 170	194	241	811	1 411	74,0	7,8	92,2
Venezuela (República Bolivariana de)	1 262	11 570	3 066	15 412	4 328	26 982	523,4	54,5	45,5
América Latina	43 435	128 210	23 876	80 496	67 311	208 706	210,1	40,0	60,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Estudio Económico de América Latina 1980* (E/CEPAL/L.250), Santiago de Chile, 1981.

^a La deuda pública desembolsada está constituida por todas las obligaciones efectivamente giradas por las entidades públicas o las garantizadas por ellas, pagaderas a no residentes, en moneda extranjera, con un plazo de vencimiento original prorrogado superior a un año.

^b Estimada como la diferencia entre la deuda pública y la deuda total.

La región en conjunto triplicó su nivel de endeudamiento externo entre 1975 y 1980, y varios países superaron con creces ese volumen. Esta dinámica no tenía precedentes cercanos, dado el bajo acceso a recursos externos que la región exhibía hasta 1975. Además, la descomposición de la deuda externa en sus componentes privados y públicos señala que este no fue un fenómeno atribuible únicamente al comportamiento del sector público, dado que el aumento de la deuda externa privada de toda la región representó el 40% del incremento total². En el caso más extremo de esos años, el de Chile, la liberalización de la cuenta de capitales y del sistema financiero en un contexto de profundas fallas de regulación y supervisión dio lugar a una expansión crediticia basada en el financiamiento externo; esto provocó un exceso de gasto privado que luego, al deteriorarse el entorno externo y repercutir en la economía interna en 1982, allanó el camino para la crisis financiera y de pagos más grave de su historia³. Situaciones similares se observaron en varios países de la región, en especial aquellos más liberalizados, como la Argentina.

Un tercer aspecto relevante de esta dinámica de endeudamiento radica en el progresivo aumento de la vulnerabilidad externa debido a las características de la nueva deuda.

Como se observa en el cuadro 3, además del rápido ritmo de expansión del endeudamiento, que se refleja en el alza de la deuda externa como proporción del ingreso nacional bruto de un 22,6% en 1975 a un 35,3% en 1981, año previo a la eclosión de la crisis, se destaca el progresivo deterioro de su perfil. La proporción de la deuda de corto plazo se duplicó entre ambos años, y la deuda de largo plazo sujeta a tasas de interés variable llegó a los dos tercios en 1981.

Fueron esas condiciones de vulnerabilidad externa creciente, el alza progresiva desde 1978 de las tasas de interés internacionales, que se vio intensificada en octubre de 1979 a raíz de las medidas de política de control monetario y del crédito adoptadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos para hacer frente a la inflación, las que agudizaron el alza de la carga del servicio de la deuda, que llegó a representar un 47% de las exportaciones en 1982 y consiguientemente exacerbó la magnitud del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (véase el gráfico 2). Este deterioro de las condiciones externas se expresó en la caída de la cobertura de la deuda externa y de las importaciones mediante las reservas internacionales, las que inclusive llegaron a un nivel inferior al de la deuda externa de corto

² Las cifras de endeudamiento externo de la década de 1970 difieren según las fuentes empleadas y en general no existen estadísticas que permitan una identificación exacta del endeudamiento privado, por lo que aquí se recurre a estimaciones indirectas.

³ Sobre la crisis financiera de Chile en 1982, véase Held y Szalachman (1989) y Held y Jiménez (1999).

plazo. El cambio del escenario externo, junto con las crecientes dudas sobre la capacidad de pagos de la región, revirtió el flujo de recursos financieros hacia América Latina y terminó por debilitar su posición externa; por lo tanto, no fue posible para la región continuar cumpliendo con los compromisos de pagos externos, lo que desencadenó la crisis.

Cuadro 3
América Latina: indicadores del endeudamiento externo, 1975-1982
(En porcentajes)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Deuda externa total (us\$ millones)	78 405	97 782	129 195	159 762	194 070	238 921	290 635	327 556
Deuda externa total/ exportaciones de bienes y servicios			202,0	230,6	221,0	201,9	222,6	279,5
Deuda externa total/ ingreso nacional bruto	22,6	25,3	30,2	32,9	35,3	34,5	35,3	45,9
Servicio de la deuda de mediano y largo plazo/ exportaciones de bienes y servicios			26,8	37,7	38,0	36,3	40,0	46,9
Intereses/exportaciones de bienes y servicios			9,0	12,1	13,5	19,3	23,8	29,8
Intereses/ingreso nacional bruto	1,3	1,2	1,4	1,7	2,1	3,3	3,8	4,9
Deuda de corto plazo/ deuda externa total	13,7	14,2	20,7	19,9	21,5	26,6	27,2	25,8
Deuda de mediano y largo plazo a tasa de interés variable	56,3	57,1	58,0	59,5	60,5	62,6	67,4	65,6
Deuda multilateral/deuda externa total	7,8	7,2	6,4	6,1	5,6	5,5	5,3	5,5
Deuda concesional/deuda externa total	10,4	9,2	7,8	7,2	10,9	9,3	8,1	8,8
Reservas internacionales/ deuda externa total	26,1	25,5	23,6	24,5	26,7	22,3	16,4	11,4
Reservas internacionales/ deuda de corto plazo	189,6	179,9	113,6	123,4	124,3	83,6	60,4	44,4
Reservas internacionales/ importaciones de bienes y servicios (meses)			4,7	5,2	5,8	4,3	3,3	2,9

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "Global Development Finance" [CD-ROM], 2002.

En este volumen se reúnen cuatro ensayos que abordan aspectos clave de la crisis y sus consecuencias para la región. En el primer ensayo, José Antonio Ocampo examina razones que contribuyen a explicar la magnitud alcanzada por los efectos de la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta. Comparando la forma en que se abordó esta crisis con la de los años treinta, el autor apunta a las insuficiencias de la respuesta

internacional como el principal factor de las graves consecuencias económicas y sociales de este nuevo período crítico. Así, se indica que los choques externos de los años treinta fueron mucho más graves, no obstante lo cual la región se recuperó en forma más dinámica que durante la crisis de los años ochenta. La principal causa de este contraste radicaría en el tratamiento dado a ciertos aspectos financieros clave, como fueron la insistencia en tratar la crisis como un problema de liquidez antes que de solvencia y la conducción coordinada de los acreedores bancarios, cuyo objetivo fue evitar o retrasar el reconocimiento de las pérdidas con el fin de evitar su quiebra, por cuanto ello amenazaba seriamente la estabilidad del sistema bancario de los Estados Unidos. En cambio, durante los años treinta los acreedores eran principalmente tenedores de bonos, con baja o nula coordinación entre sí, que reconocieron con prontitud las pérdidas, circunstancia que no forzó a la región a adoptar planes de ajuste para transferir recursos hacia el exterior, evitando así la exacerbación de las ya negativas consecuencias económicas y sociales de la crisis global.

En el segundo ensayo, Barbara Stallings analiza las negociaciones que se realizaron para enfrentar la crisis y sus resultados. Para ello formula un enfoque de economía política que enfatiza las asimetrías del proceso de negociación, caracteriza a los participantes y explica a partir de ello los resultados. La autora identifica cuatro grupos de actores: los bancos acreedores, los gobiernos de los países de esos bancos, los organismos de financiamiento multilateral y los países deudores. En las negociaciones iniciales, incluidas aquellas realizadas en el contexto del denominado Plan Baker, los tres primeros actuaron coordinadamente con el objetivo de prevenir la quiebra de bancos sobreexpuestos a la deuda latinoamericana, en tanto que los países deudores actuaron de un modo no concertado.

Desde la perspectiva latinoamericana, el resultado fue insuficiente: se mantuvo elevada la carga del servicio de la deuda al tiempo que las medidas de consolidación económica aplicadas causaron graves pérdidas de producto, empleo y nivel de vida. Los cambios experimentados por estos actores, en particular una nueva orientación frente a la crisis de parte de las autoridades de los Estados Unidos y el Japón, la acumulación de provisiones suficientes por parte de los bancos acreedores y la creciente conflictividad en los países deudores debido al marcado deterioro de las condiciones económicas y sociales, condujeron a una modificación de la estrategia de solución, expresada en el Plan Brady. Tanto Ocampo como Stallings señalan que, si bien el cambio de estrategia fue positivo, gran parte del daño para las economías y las condiciones sociales de la región ya había sido infligido.

El Plan Brady, entre otras cosas, consistió en la titularización de la deuda latinoamericana, que fue transformada en bonos transables en el mercado. Ello ha tenido implicancias muy relevantes para el financiamiento

externo de la región hasta el presente. En el tercer ensayo, Inés Bustillo y Helvia Velloso examinan el modo en que dicho plan contribuyó a la creación de una nueva clase de activos financieros, que luego, en la década de 2000, dio pie a la emisión de bonos globales, muchos de ellos a tasa fija y de largo plazo. Inclusive, algunos países han emitido en esos mercados deuda soberana denominada en moneda local, superando así el denominado “pecado original”. A la vez, varios países de la región han desarrollado mercados financieros internos a partir de instrumentos de deuda emitidos en el mercado local, que constituyen importantes alternativas al endeudamiento externo. La crisis de los años ochenta trajo de este modo importantes lecciones para la región que se expresan hoy en un fortalecimiento de sus alternativas de financiamiento.

En el cuarto ensayo, Roberto Frenkel se pregunta acerca de la probabilidad de que nuevamente ocurran en la región crisis similares a la de los años ochenta. El examen del tipo de crisis experimentadas por países emergentes desde mediados de los años setenta hasta inicios de la década de 2000 destaca el rol desempeñado en su gestación por sistemas financieros internos insuficientemente regulados, de lo que se desprende la necesidad de su adecuada regulación. Asimismo, dado el tipo de inserción en el sistema financiero internacional, la prevención de crisis supone en el caso de países emergentes una configuración macroeconómica que incluye al menos regímenes cambiarios que otorguen flexibilidad a las autoridades y eviten la especulación, la regulación de los flujos de capitales, el fortalecimiento de las cuentas externas mediante una política de reservas y la preservación de tipos de cambio reales y competitivos.

Frenkel también examina los cambios en los regímenes de política macroeconómica y en la inserción financiera externa de la región, e identifica importantes modificaciones, resultantes de las lecciones aprendidas, que permitieron sortear de un modo más expedito la crisis financiera internacional de 2008 y 2009. Esto además habría reducido la probabilidad de que se repitan eventos similares a la crisis de la deuda latinoamericana de la década de 1980. Desde luego, ello no liberaría completamente a la región de choques externos, como caídas en los precios de sus exportaciones o fuertes fluctuaciones en las economías desarrolladas. El autor, al concluir, destaca nuevamente el papel crítico de medidas que eviten la apreciación real, por sus efectos negativos para el crecimiento de largo plazo.

Por último, en un anexo se presenta una cronología de los principales eventos y episodios críticos que desde 1973 y hasta 2010 han afectado al desarrollo económico de la región. El objetivo es brindar al lector una breve referencia histórica que sirva de contexto para la discusión más detallada de los diversos aspectos de la crisis de la deuda que se abordan en estos ensayos.

Bibliografía

- Banco Mundial (2002), *Global Development Finance*. 2002 Edition [CD-ROM], Washington, D.C.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009), “América Latina y el Caribe: series históricas de estadísticas económicas 1950-2008”, *Cuadernos Estadísticos*, N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile.
- Held, Günther y Luis Felipe Jiménez (1999), “Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999”, *serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 90 (LC/L.1271-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Held, Günther y Raquel Szalachman (1989), “Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile: 1974-1988”, *serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 1 (LC/L.522), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Capítulo I

La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia

*José Antonio Ocampo*¹

La crisis de la deuda de los años ochenta ha sido el episodio económico más traumático que ha experimentado América Latina a lo largo de su historia. Durante la “década perdida” a la cual dio lugar, la región retrocedió del 121% de promedio del PIB per cápita mundial al 98%, y del 34% al 26% del PIB por habitante de los países desarrollados (Bértola y Ocampo, 2013, cuadro 1.1). Como crisis, el único episodio comparable, pero de más corta duración, ha sido la “media década perdida” (o el sexenio perdido), entre 1998 y 2003, como resultado de los impactos de la crisis generalizada de las economías emergentes que se inició en Asia Oriental en 1997. Ha habido otros episodios de retroceso relativo, pero todos han sido más de rezago en el crecimiento que de crisis e, igualmente, de retracción en partes y no en la totalidad de la economía mundial².

¹ Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y Miembro del Comité de Asuntos Globales de la Universidad de Columbia, Estados Unidos. Previamente fue Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda, Agricultura y Director del Departamento Nacional de Planeación de Colombia. Este ensayo fue preparado para la Conferencia sobre “La crisis de la deuda 30 años después”, organizada por la CEPAL, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB), la Agencia Alemana de Cooperación Internacional (GIZ) y el Instituto de Investigaciones de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) en México, D.F., el 18 y 19 de febrero de 2013. En él se reproducen algunos apartes del libro elaborado en conjunto con Luis Bértola (Bértola y Ocampo, 2013).

² Estos episodios incluyen dos períodos de retroceso en relación con el mundo industrializado: las décadas posteriores a la independencia política de la mayoría de los

Cuadro I.1
América Latina: formación bruta de capital fijo, 1950-2010 ^a
(En porcentajes del PIB)

	1950- 1957	1958- 1967	1968- 1974	1975- 1980	1981- 1990	1991- 1997	1998- 2003	2004- 2008	2008- 2010
Promedio simple									
Países grandes	23,9	20,1	21,6	24,3	19,1	19,6	18,3	21,5	23,3
Países pequeños	14,2	15,7	18,1	21,5	17,0	19,2	20,0	19,8	19,1
América Latina	19,1	17,6	19,5	22,6	17,8	19,4	19,4	20,5	20,8
Promedio ponderado									
Países grandes	21,0	19,5	22,2	25,1	18,9	18,2	18,0	19,9	20,9
Países pequeños	15,8	16,8	17,7	22,2	16,9	18,6	19,3	19,1	18,7
América Latina	20,7	19,1	21,9	24,9	18,8	18,2	18,1	19,8	20,7

Fuente: Elaboración propia sobre la base de series históricas de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Los datos de Costa Rica están disponibles a partir de 1951; los de El Salvador, desde 1962; los de Nicaragua, desde 1960, y los del Uruguay, a partir de 1955. Los promedios se refieren a todos los países sobre los cuales hay información disponible.

En este ensayo se analizan las características de esta década: sus antecedentes en términos del desarrollo regional, el contexto internacional, la dinámica de la crisis y sus consecuencias en términos de desarrollo económico y social. Como punto de referencia, se utiliza la Gran Depresión de la década de 1930. Esta comparación es muy ilustrativa porque, pese a que se trató de un choque externo de mayor alcance, el desempeño de la economía latinoamericana fue superior. La causa básica de ello fue el manejo diferente de la crisis de la deuda: una moratoria virtualmente generalizada en los años treinta frente a una fuerte presión internacional para evitarla en la década de 1980, con soluciones que llegaron solo en forma tardía. Como resultado de este manejo, los años ochenta se caracterizaron por un fuerte ajuste macroeconómico recesivo, en tanto que la política adoptada durante la década de 1930 ofreció algunos espacios para políticas expansivas. Este hecho indica que la falta de un esquema institucional para manejar los problemas de sobreendeudamiento de los países es, sin duda, una de las grandes falencias de la actual arquitectura financiera internacional.

países y, con respecto a Europa Occidental, el cuarto de siglo posterior a la Segunda Guerra Mundial (1950-1973). Si se toma como referencia el resto de los países en desarrollo, en particular de Asia, ha habido también un rezago durante las décadas posteriores a la crisis de la deuda de los años ochenta. Sin embargo, todos estos períodos fueron de crecimiento, incluso dinámico entre 1950 y 1973 y, por lo tanto, más de rezago que de crisis.

A. Las crisis financieras: un hecho recurrente en la historia latinoamericana

Una constante de la historia latinoamericana ha sido la frecuencia de las crisis financieras: de deuda externa, de balanza de pagos (que se definen como aquellas en las que hay marcados ajustes del tipo de cambio) y bancarias, y generalmente una mezcla de ellas. En el gráfico I.1a se muestra la frecuencia de las crisis financieras a lo largo de la historia de la región. Las más intensas han sucedido a períodos de fuertes entradas de capitales, cuyo origen, como lo analiza una larga literatura³, está asociado esencialmente a ciclos de carácter internacional: el auge de financiamiento externo posterior a la independencia, el que antecede a la crisis internacional de 1873 (el inicio de un largo período de deflación mundial), la Gran Depresión de los años treinta, la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta y la nueva secuencia de crisis del mundo en desarrollo que se inició en Asia Oriental en 1997; las dos últimas se confunden en el gráfico en una crisis prolongada. Cabe destacar, además, que durante estos períodos, casi todos y en algunas ocasiones los 19 países latinoamericanos (18 desde la década de 1960, ya que a partir de entonces se excluye a Cuba) quedaron envueltos en una crisis de uno u otro tipo.

El auge de la década de 1880 también generó una crisis financiera internacional, la crisis de Baring de 1890, cuyo epicentro internacional fue la Argentina, pero cuyas dimensiones regionales fueron más limitadas (afectó fuertemente solo a la Argentina y el Uruguay). Solo dos de los grandes auges de financiamiento internacional no han sido sucedidos por crisis financieras en la región: los que antecedieron a la Primera Guerra Mundial y a la Gran Recesión mundial de 2008-2009. Sin embargo, en ambos casos se generaron amplias recesiones de la actividad productiva en la región y en el primero hubo un abandono del patrón oro por parte de varios países, siguiendo la tendencia europea, un fenómeno que se generaría en mayor escala durante la Gran Depresión de 1930.

En el gráfico I.1b se muestran los cambios en las distintas dimensiones de las crisis, considerando exclusivamente algunos períodos seleccionados de alta intensidad de este fenómeno. Como se puede apreciar, las más frecuentes han sido las crisis de deuda externa. Las pronunciadas devaluaciones asociadas a la crisis de la balanza de pagos han sido también repetitivas desde la Primera Guerra Mundial; esta fue, además, la principal fuente de crisis entre mediados de las décadas de 1950 y 1960, un período que no fue precedido por un auge de financiamiento externo. Finalmente, las crisis bancarias son el

³ Véanse, en particular, para América Latina, Bacha y Díaz-Alejandro (1982), Marichal (1989), Stallings (1987) y, para el caso más específico de la crisis de la deuda de los años 1980 y sus antecedentes, Devlin (1989). A nivel mundial, véase el trabajo ya clásico de Charles Kindleberger (una edición reciente se encuentra en Kindleberger y Aliber, 2005) y el más reciente de Reinhart y Rogoff (2009), cuyos datos se utilizaron para elaborar el gráfico I.1.

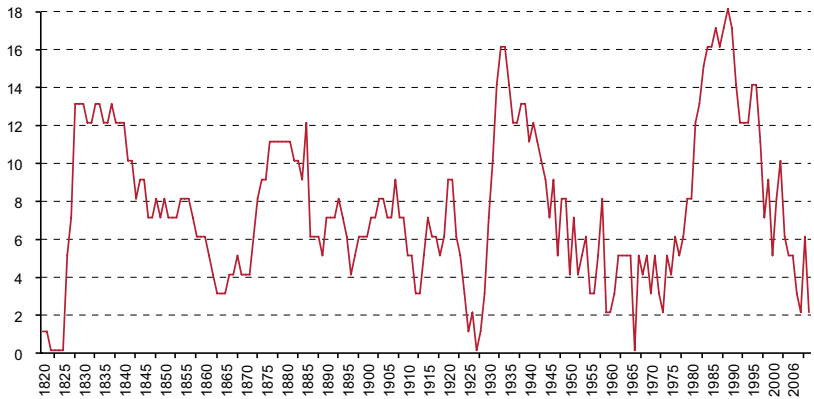
fenómeno de más reciente data, en particular a partir de la década de 1980. Como resultado de ello, desde los años treinta las crisis han sido generalmente duales (de deuda y de balanza de pagos), y desde la década de 1980 muchas han sido triples (las anteriores más las bancarias). En realidad, habría que agregar en épocas recientes otras dimensiones: alta inflación (pero esta ha estado altamente correlacionada en la historia de América Latina con crisis de balanza de pagos) y, en menor medida, crisis internas de deuda pública⁴.

De todas las crisis, la de los años 1980 es, sin duda, la peor. Afectó a los 18 países de la región, incluyendo a Colombia, que aunque no tuvo una crisis de endeudamiento externo, sí experimentó una perturbación fuerte de su balanza de pagos y una crisis bancaria de magnitud intermedia. Además, en términos de multiplicidad de manifestaciones y de duración (que se mide en el gráfico I.1b en términos del número de años-país, durante los cuales se presentó una dimensión particular de la crisis), ha sido la peor de la historia. Le sigue en ambos sentidos la de los años treinta. Por eso, en este ensayo se recurre a una comparación entre las décadas de 1930 y 1980, en particular en cuanto al manejo de la crisis y a las políticas macroeconómicas adoptadas.

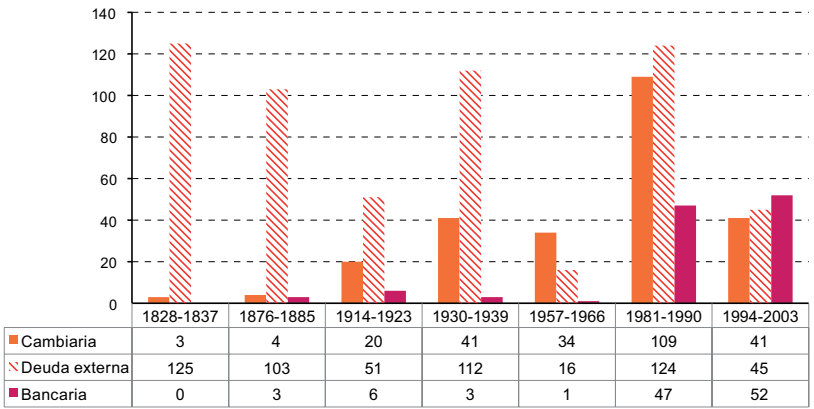
Sin embargo, estas dos crisis se diferencian en otros sentidos. La de los años treinta fue de alcance mundial: su epicentro fue la economía ya dominante entonces (los Estados Unidos) y afectó igualmente a la economía que había dominado el escenario mundial hasta comienzos del siglo XX (Gran Bretaña). Por el contrario, la de la década de 1980 fue una crisis del mundo en desarrollo e incluso de ciertas regiones, específicamente de América Latina y África. En ese sentido, la primera se parece más a la de 2008-2009, que aquí no se analiza porque es objeto de atención en otros ensayos de este libro. Por otra parte, durante la crisis de los años treinta no se contaba con instituciones internacionales para manejarla. El propio sistema monetario internacional de aquella época, el patrón oro, no había podido reconstruirse en forma estable en la década de 1920 después de haber sido abandonado por las principales economías europeas durante la Primera Guerra Mundial, y colapsó definitivamente a comienzos de la década siguiente, sobre todo cuando el país que había creado dicho patrón, Gran Bretaña, lo abandonó en septiembre de 1931. Por el contrario, la crisis de los años ochenta contó con un aparato institucional mundial mucho más desarrollado. Como se señala en este ensayo, a la postre ello no fue necesariamente mejor, porque forzó a los países al pago continuado del servicio de la deuda y a aplicar políticas macroeconómicas más recesivas que en aquella época. La principal implicación de ello no es que sea preferible no contar con una institucionalidad internacional, sino más bien que ella debe modificarse, con el fin de incluir mecanismos multilaterales para solucionar los problemas de sobreendeudamiento.

⁴ Estas son las distintas dimensiones que cubre el análisis de crisis financieras de Reinhart y Rogoff (2009).

Gráfico I.1
América Latina: crisis económicas, 1820-2008
A. Países en crisis cambiaria, de deuda externa o bancaria, por año^a
(En número de países)



B. Países en crisis, por periodo



Fuente: Elaboración propia sobre la base de L. Bértola y J.A. Ocampo, *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica, 2013; y C. Reinhart y K. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

^a Crisis cambiaria: devaluación anual frente al dólar (o la moneda de anclaje relevante) equivalente o superior al 15%. Crisis de la deuda externa: incumplimiento de pago (de principal o interés) por parte del gobierno. Crisis bancaria: corrida o pánico bancario que provoca el cierre o la fusión de instituciones financieras por parte del gobierno. Si no hay corridas bancarias, se considera crisis cuando la asistencia gubernamental a una institución financiera en forma de cierre, fusión o cambio de administración causa episodios similares en el sector financiero.

B. Antecedentes de la crisis de la deuda

Los debates en torno a los orígenes de la crisis de la deuda de los años ochenta están inmersos en las controversias en torno al modelo de industrialización dirigida por el Estado⁵ que había adoptado América Latina después de Segunda Guerra Mundial, con precedentes en las políticas adoptadas para responder a la Gran Depresión de los años treinta e incluso antes (especialmente en materia de protección, cuyos orígenes se remontan al siglo XIX). Este modelo comenzó a recibir fuertes críticas en la década de 1970, tanto de la ortodoxia económica como de la izquierda política⁶. Desde la ortodoxia se le criticó la falta de disciplina macroeconómica y las ineficiencias que generaba una estructura de protección arancelaria y paraarancelaria muy elevada y, en general, el excesivo intervencionismo estatal. Desde la izquierda se le criticó su incapacidad para superar la dependencia externa y, sobre todo, para transformar las estructuras sociales desiguales heredadas del pasado. Aunque sin compartir necesariamente los puntos de vista de la izquierda política, Hirschman (1971, pág. 123) expresó de manera brillante este punto de vista: “Se esperaba que la industrialización cambiara el orden social, y todo lo que hizo fue producir manufacturas”.

En materia económica, como lo detallan Bértola y Ocampo (2013, cap. 4), la indisciplina macroeconómica fue menos generalizada de lo que se señala a menudo y, en particular, hasta mediados de la década de 1970 fue más un problema del Brasil y de los tres países del Cono Sur que del conjunto de la región. En efecto, de acuerdo con Sheahan (1987), en las décadas de 1950 y 1960, solo estos cuatro países tuvieron tasas de inflación más altas que el resto del mundo. En promedio, tanto la tasa de inflación de las economías no inflacionarias como la mediana de la inflación latinoamericana oscilaron entre el 2% y el 4% entre mediados de los años cincuenta y 1971. Incluso en las economías inflacionarias (el Brasil y los países del Cono Sur), la tasa de inflación tendía a retornar a niveles de entre el 10% y el 20% después de sufrir desbordes esporádicos (Bértola y Ocampo, 2013, gráfico IV.7).

La aceleración de la inflación en los años setenta fue parte de un fenómeno de alcance mundial. Las economías no inflacionarias de América Latina tuvieron nuevamente un comportamiento favorable. Si se excluyen las economías inflacionarias, el promedio simple de las tasas de inflación

⁵ Este término se prefiere aquí al de industrialización por sustitución de importaciones que, como se argumenta en Bértola y Ocampo (2013), siguiendo a Cárdenas, Ocampo y Thorp (2003), es un concepto que no captura la esencia del proceso de desarrollo latinoamericano en las décadas que sucedieron a la Segunda Guerra Mundial.

⁶ Véanse, por ejemplo, las revisiones del debate realizadas en distintos momentos por Hirschman (1971), Fishlow (1985) y Love (1994).

de los países de América Latina en 1971-1980 fue del 14,2% frente al 17,1% para el conjunto de los países en desarrollo, según el Fondo Monetario Internacional (FMI). Nuevamente las noticias más desfavorables tuvieron lugar en los países con tradición inflacionaria, que inauguraron la era de la inflación de tres dígitos⁷, como parte de fuertes crisis políticas (los finales de los gobiernos de Allende e Isabel Perón, en Chile y la Argentina, respectivamente, y en secuencia histórica) pero también de fenómenos económicos (la acentuada indización de precios y salarios en todos ellos). De esta manera, el incremento generalizada de la inflación fue un fenómeno característico de la década de 1980 y puede verse más como efecto que como causa de la crisis de la deuda, como se explicará más adelante.

La evolución de las cuentas fiscales muestra que el gasto público tendió a aumentar a largo plazo en forma casi continua. En promedio, el gobierno central duplicó su tamaño relativo entre 1950 y 1982: del 12% al 22% del PIB. Sin embargo, esta expansión fue financiada con aumentos de los impuestos, de tal forma que los déficits de los gobiernos centrales oscilaron en promedio entre el 1% y el 2% durante la década de 1950 y mediados de la de 1970, con excepción del año 1972, cuando se elevó al 3% (Bértola y Ocampo, 2013, gráfico 4.8). Las principales excepciones se concentraron nuevamente en el Brasil y los países del Cono Sur y el déficit fiscal explotó en Chile a comienzos de la década de 1970, durante los años de la Unidad Popular. De esta manera, aunque, como lo señaló Fitzgerald (1978), hubo una tendencia a abrumar al Estado con responsabilidades fiscales (especialmente transferencias al sector privado más que programas de bienestar social) sin otorgarle al mismo tiempo recursos adecuados para hacerlo, solo hubo déficits fiscales en la mayoría de los países cuando el acceso generalizado de la región al financiamiento externo permitió financiarlos, es decir, en la segunda mitad de la década de 1970.

La tendencia al desequilibrio externo había sido un fenómeno mucho más generalizado y de vieja data, pero tendió a agudizarse durante la fase final de industrialización dirigida por el Estado en casi todos los países, debido tanto al comportamiento de la balanza comercial como a las crecientes demandas de recursos para inversión que no fueron acompañados de aumentos del ahorro interno. Como lo enseña la teoría económica, estos fenómenos son dos facetas de un mismo problema (ya que, por definición macroeconómica, el déficit en cuenta corriente es igual a la diferencia entre ahorro e inversión). Puede decirse, sin embargo, que estos desequilibrios estuvieron reprimidos mientras no hubo acceso al financiamiento externo y solo se tornaron explícitos cuando se produjo dicho acceso, especialmente en la segunda mitad de los años setenta.

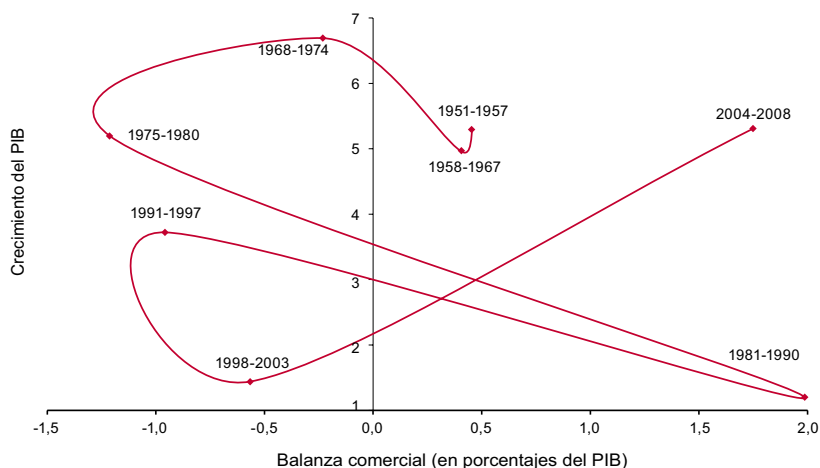
⁷ Hubo dos episodios previos de este tipo, en ambos casos de origen político: la alta inflación de Colombia durante la Guerra de los Mil Días (1899-1902) y la de México a mediados de la década que sucedió a la Revolución de 1910.

En el gráfico I.2 se presenta la primera de estas tendencias. Como se puede observar, hasta bien avanzado el proceso de industrialización, el crecimiento fue compatible con pequeños superávits comerciales, pero generados con un aparato masivo de intervención en la balanza de pagos: alta protección arancelaria y paraarancelaria, control cambiario y tasas de cambio múltiples en muchos países. En los términos utilizados en el párrafo anterior, se trató esencialmente de una represión de los déficits externos latentes. Sin embargo, en contra de la visión de que la sobrevaluación fue una característica central de la industrialización dirigida por el Estado, Jorgensen y Paldam (1987) han demostrado que no hubo una tendencia de largo plazo hacia la apreciación del tipo de cambio oficial en términos reales durante el período 1946-1985 en ninguno de los ocho países latinoamericanos más grandes⁸. En los países con tradición inflacionaria fuerte o moderada, hubo además una tendencia a adoptar una tasa de cambio más flexible (el ajuste gradual del tipo de cambio o *crawling peg*); este fue el sistema cambiario que introdujeron la Argentina, el Brasil, Chile y Colombia entre 1965 y 1968 (Frenkel y Rapetti, 2011). Más aún, el pequeño déficit que se produjo entre 1967 y 1974 todavía no era problemático, dada la espectacular aceleración del crecimiento que tuvo lugar durante esos años. Por lo tanto, el problema esencial se produjo entre 1974 y 1980, cuando no fue posible mantener el crecimiento (a ritmos no muy diferentes a los anteriores a 1967 pero inferiores a los de 1967-1974), sin provocar un creciente déficit externo.

Los déficits estuvieron asociados también con crecientes requerimientos de inversión, que eran difíciles de enfrentar con las endémicamente débiles tasas de ahorro nacionales. La tasa de inversión había fluctuado entre el 19% y el 22% del PIB hasta mediados de la década de 1970, y su punto bajo se registró entre 1958 y 1967, el período que la CEPAL denominó de “estrangulamiento externo”. En los años finales de la industrialización dirigida por el Estado, la inversión se elevó a un 25% (véase el cuadro I.1). Curiosamente, esto indica que el mayor financiamiento externo de los años setenta se reflejó en un aumento de la tasa de inversión (que sin duda incluyó “elefantes blancos” en algunos países), en claro contraste con eventos posteriores (especialmente en los años noventa), durante los cuales el mayor financiamiento externo generó un alza de los niveles de consumo (o, lo que es equivalente, una disminución de la tasa de ahorro).

⁸ Por el contrario, de acuerdo con estos autores, hubo devaluaciones reales a largo plazo en Brasil y Venezuela (República Bolivariana de); lo que es más importante, hubo devaluaciones discretas del tipo de cambio real en varios países a principios de la posguerra que tuvieron efectos permanentes [México en 1948, Perú en 1949-1950, Brasil en 1953, Chile en 1956, Colombia en 1957 y Venezuela (República Bolivariana de) en 1961]. Ello podría reflejar que los tipos de cambio heredados de la guerra tenían un grado no despreciable de sobrevaluación, que se corrigió de esta manera.

Gráfico I.2
América Latina: crecimiento económico y balanza comercial, 1951-2008
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Una forma simple de resumir estos resultados macroeconómicos es decir que los déficits fiscales, externos o de ahorro permanecieron latentes en la mayoría de los países mientras no hubo acceso al financiamiento externo y solo explotaron en la forma de fuertes presiones inflacionarias en unos pocos de ellos. A estas tensiones macroeconómicas se agregaba la ineficiencia que causaba la industrialización dirigida por el Estado (desde una perspectiva ortodoxa, las tensiones reflejaban esa ineficiencia). Este tema ha sido objeto de un amplio debate, que no es pertinente detallar aquí. Sin embargo, cabe recordar que la economía latinoamericana creció por más de tres décadas al ritmo más alto de su historia bajo ese modelo y no es evidente que se haya derrumbado por el peso de dicha ineficiencia. Más aún, de alguna manera el modelo había evolucionado hacia una estrategia más equilibrada entre mercado interno y desarrollo exportador, en los países más pequeños desde mediados de la década de 1950 y en la mayoría de los países medianos y grandes desde mediados de la década de 1960 (Bértola y Ocampo, 2013, cap. 4). De hecho, en la literatura de los años setenta, varios países latinoamericanos, entre los que se destaca el Brasil, eran presentados internacionalmente como ejemplos de éxito exportador junto con los “tigres asiáticos”.

De esa manera, se habría podido converger hacia un modelo de desarrollo más parecido al que habían seguido varios países de Asia Oriental: igualmente dirigido por el Estado, con rasgos también proteccionistas, aunque con mayor énfasis en la construcción de una base exportadora sólida.

En todo caso, la escala y velocidad de los acontecimientos se encargaron de descartar tal opción. La espada de Damocles terminó siendo, curiosamente, el acceso al financiamiento externo, del cual la economía latinoamericana había carecido desde la Gran Depresión, debido a la volatilidad que estuvo asociada con dichos recursos.

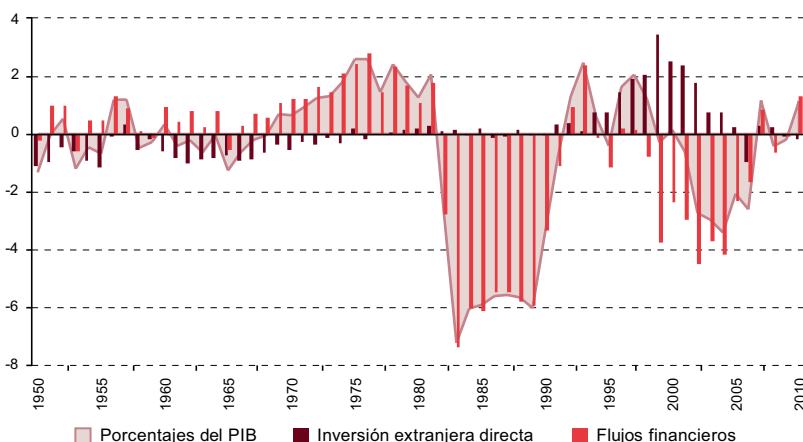
C. El ciclo de financiamiento de largo plazo y la naturaleza del choque externo

Independientemente de las tensiones macroeconómicas o de los problemas estructurales del modelo de industrialización dirigida por el Estado, lo que resultó fatal fue el agudo ciclo de auge y contracción de la financiación externa. Este ciclo se inició en forma modesta en algunos países a mediados de la década de 1960, se generalizó en la región a lo largo de la de 1970, especialmente durante la segunda mitad, y terminó con una interrupción brusca del financiamiento y la crisis de la deuda a comienzos de los años ochenta. Este ciclo fue, como hemos visto, la repetición de fenómenos similares del pasado, el último de los cuales había sido de auge y colapso del financiamiento externo de los años veinte y comienzos de los treinta. Sin embargo, las fuentes de financiamiento externo fueron diferentes a las de entonces: los créditos sindicados de la banca comercial internacional reemplazaron ahora el papel que habían jugado los bonos emitidos en los mercados internacionales de capitales en la década de 1920.

Una característica sobresaliente del cuarto de siglo transcurrido después de la Segunda Guerra Mundial había sido la ausencia de volúmenes importantes de financiación externa privada y el monto más bien modesto de la oficial. Como indica el gráfico I.3, las transferencias netas de recursos desde el exterior⁹ fueron ligeramente negativas durante las décadas de 1950 y 1960. En el contexto de los choques externos recurrentes, la carencia de medios adecuados para financiar los déficits de la balanza de pagos, incluidos los recursos muy modestos del FMI y de los bancos multilaterales, reforzó la tentación de recurrir a políticas proteccionistas y a controles de cambio como mecanismos de ajuste. Los países que tuvieron acceso más temprano a la financiación externa privada (México y el Perú, en particular) también tuvieron en forma precoz problemas de sobreendeudamiento.

⁹ Esta transferencia se define como el saldo de la cuenta de capitales menos el servicio de la deuda (pagos de intereses de la deuda externa y dividendos remitidos al exterior por las empresas extranjeras).

Gráfico I.3
América Latina: transferencias netas de recursos, 1950-2010
(En porcentajes del PIB a precios corrientes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

La nueva fase de auge de financiamiento externo de América Latina fue parte de un proceso más amplio de reconstrucción de un mercado internacional de capitales, que se había iniciado en la década de 1960, el entonces denominado mercado de eurodólares. La característica más destacada de este proceso fue la competencia entre un creciente número de grandes bancos nacionales transformados en internacionales por colocar recursos en el mercado mundial, generalmente en la forma de créditos sindicados a tipos de interés variables, que se modificaban con la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) de tres o seis meses. Esta modalidad de financiamiento facilitó la participación de bancos de tamaño más modesto y menor experiencia internacional, que confiaron casi ciegamente en las evaluaciones crediticias de los grandes bancos que lideraron el proceso. Al atar la tasa de interés a la del mercado interbancario, en el cual los bancos activos en el mercado internacional obtenían sus recursos, se reducían los riesgos que enfrentaban los acreedores. Sin embargo, eso se hacía a costa de desplazar los riesgos de variaciones en dichas tasas hacia los deudores, lo que, como se verá, se materializaron drásticamente desde fines de 1979 y resultó ser a la postre fatal. Esos bancos operaban en un ambiente desregulado que sufrió su primer tropiezo temporal a fines de 1974 debido a las grandes pérdidas por operaciones de cambios de algunos bancos, especialmente del Banco Herstatt de Alemania Occidental y el Franklin National Bank de los Estados Unidos. El reciclaje de petrodólares le dio un gran impulso al mercado de eurodólares en los años siguientes y se reflejó

en el abundante financiamiento que recibió la región en la segunda mitad de la década de 1970 (Devlin, 1989, cap. 2).

La dinámica de la competencia oligopolística entre los grandes bancos por colocar recursos —y de esta manera ganar o al menos conservar su participación en el mercado— se caracterizó por un aumento rápido del financiamiento externo, apalancado por los recursos adicionales que aportaban los bancos pequeños y generalmente con márgenes reducidos sobre la tasa LIBOR (entre uno y dos puntos porcentuales, siendo más frecuente lo primero hacia el final del auge). La gran liquidez del mercado de eurodólares, las tasas de interés reales bajas, a veces negativas, de la década de 1970 y su coincidencia con altos precios de los productos básicos (en particular, pero no exclusivamente, el petróleo) generaron grandes incentivos para usar en gran escala la financiación disponible (Devlin, 1989; Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1998). En efecto, América Latina absorbió más de la mitad de la deuda privada que se dirigió hacia el mundo en desarrollo en 1973-1981 (Ocampo y Martín, 2003, cuadro 3.2). Mientras tanto, continuó siendo la región del mundo en desarrollo que atraía los mayores flujos de inversión extranjera directa.

La contrapartida de ese financiamiento fueron los crecientes déficits externos y fiscales que, como ya se mencionó, permanecieron latentes hasta mediados de los años setenta en la mayoría de los países. Además, las instituciones financieras nacionales que intermediaron para obtener fondos externos acumularon riesgos crecientes, tanto crediticios como cambiarios. Sin embargo, este problema estuvo asociado a una tendencia nueva: la liberalización financiera interna, por lo que la situación fue más problemática en los países del Cono Sur, donde las reformas de mercado acontecieron en forma temprana (Díaz-Alejandro, 1985). La capacidad de los controles cambiarios para evitar las fugas de capitales una vez desencadenada la crisis jugó también un papel importante. La fuga se produjo a lo largo y ancho de la región, pero fue masiva en la Argentina, México y Venezuela (República Bolivariana de), los países que carecían de controles amplios a los movimientos de capital.

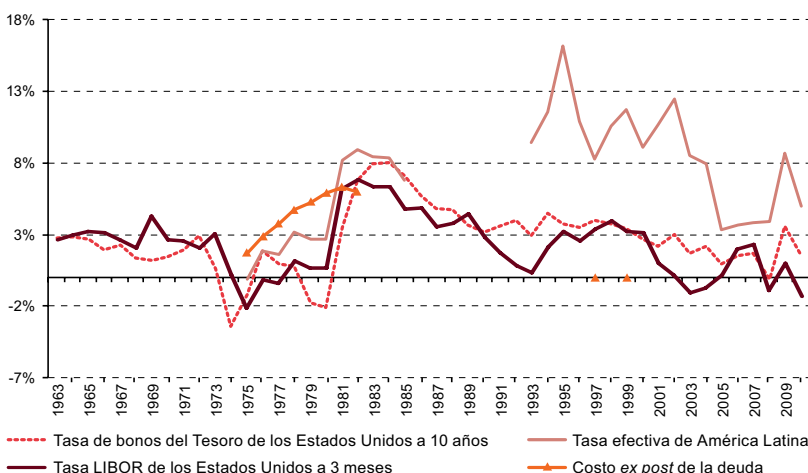
El peso de los déficits externos y fiscales y de las fragilidades de los sistemas financieros determinó el efecto relativo que tuvo la crisis de la deuda de los años ochenta en los distintos países. Esto indica que el factor decisivo fue la dinámica macroeconómica, más que las deformaciones en la estructura productiva originadas por el modelo anterior. Por eso, el problema se presentó tanto en las economías más reguladas (por ejemplo, el Brasil) como en las más liberalizadas (las del Cono Sur) e incluso, en materia financiera, predominantemente en estas últimas, y dio lugar a algunas de las crisis financieras nacionales más dramáticas de la historia mundial (véase más adelante). Además, el hecho de que las economías exportadoras

de América Latina hubiesen enfrentado dificultades similares para manejar el agudo ciclo financiero externo de las décadas de 1920 y 1930, y que las economías ya más liberalizadas enfrentaran fenómenos similares en la década de 1990, indica que la propensión al auge y la crisis como resultado de la inestabilidad del financiamiento externo es un fenómeno general y, ciertamente, no una característica particular de la industrialización dirigida por el Estado.

Por este motivo, los choques externos cumplieron un papel central en la dinámica de la crisis (CEPAL, 1996, cap. 1). El punto de inflexión fue la decisión adoptada a fines de 1979 por la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos respecto de elevar drásticamente las tasas de interés para frenar la aceleración de la inflación que venía experimentando ese país (el “choque Volcker”, en referencia al entonces presidente de la Reserva Federal). Esto tuvo un efecto directo sobre el servicio de la deuda, ya que, como se señaló, gran parte de la deuda externa latinoamericana se había contraído a tasas de interés flotantes. A ello se agregó un fuerte deterioro de los precios reales de las materias primas. Ambos choques adversos durarían casi un cuarto de siglo, un hecho que generalmente no se tiene en cuenta en los análisis correspondientes y que, además, solo puede decirse hoy, con el beneficio del tiempo (véase el gráfico I.4).

Gráfico I.4
América Latina: tasas de interés reales y precios reales de productos básicos no petroleros, 1963-2009

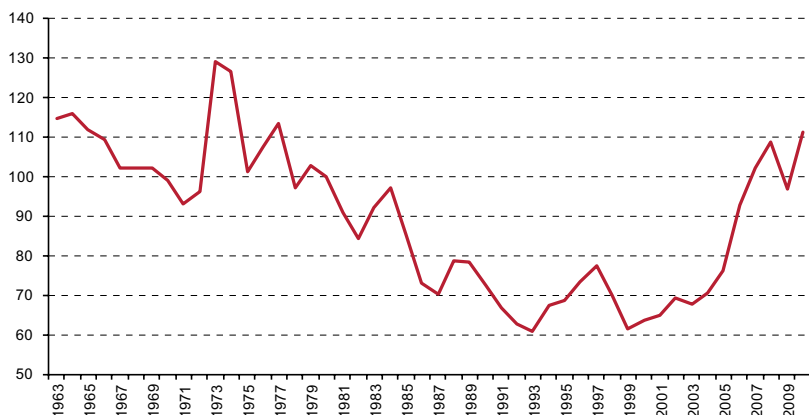
A. Tasas de interés reales^a



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Global Financial Data, Inc. para las tasas LIBOR; Reserva Federal de los Estados Unidos para las tasas del Tesoro; y Data Stream para la tasa efectiva de América Latina.

Gráfico I.4 (conclusión)

B. Precios reales de productos básicos no petroleros
(Índice 1980=100)



Fuente: Datos actualizados sobre la base de J.A. Ocampo. y M.A. Parra, "The terms of trade for commodities since the mid-19th century", *Revista de Historia Económica*, vol. 28, N° 1, Cambridge, Cambridge University Press, marzo de 2010.

^a La tasa efectiva se estima como LIBOR+2 en 1975-1985 y el rendimiento de los bonos latinoamericanos según JP Morgan a partir de 1993. Para 1993-1997 se reestimaron los datos del rendimiento de los bonos del Tesoro y el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) latinoamericano. En todos los casos se utiliza como deflactor el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos.

En efecto, las tasas reales de interés de los Estados Unidos, que habían sido muy bajas hasta la década de 1960 y se tornaron negativas a mediados de la de 1970, aumentaron bruscamente a fines de esta última y permanecerían altas hasta fines del siglo, sobre todo las tasas de interés de largo plazo. Este patrón fue aún más marcado en el caso de las tasas relevantes para América Latina. La tasa de interés real efectiva para el endeudamiento externo de la región osciló entre una cifra negativa del 1% y una positiva del 2% entre 1975 y 1980 (si se estima como un punto porcentual por encima de la tasa LIBOR media de tres meses y sobre la base de la tasa de inflación corriente de los Estados Unidos). Incluso si se tienen en cuenta los aumentos que se dieron con posterioridad (denominada tasa *ex post* en el gráfico I.4¹⁰), alcanzó solo un 4% en promedio durante esos años y un máximo del 6% en 1981-1982. Por el contrario, cuando se retornó al mercado de capitales en los años noventa y la tasa de referencia pasó a ser la de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años, la tasa de interés real tendió a oscilar por encima del 10%, cuando se agregaron los márgenes de riesgo (*spreads*) correspondientes. De esta manera, la región solo comenzó a beneficiarse de tasas de interés similares a las de 1975-1980 durante el auge financiero internacional de 2005-2008.

¹⁰ Esta tasa de interés real *ex post* fue calculada como la tasa anual media durante el año en que se contrató un crédito y los seis posteriores (suponiendo una madurez típica de los créditos de siete años), utilizando como tasa nominal la tasa LIBOR+1 y como deflactor el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos.

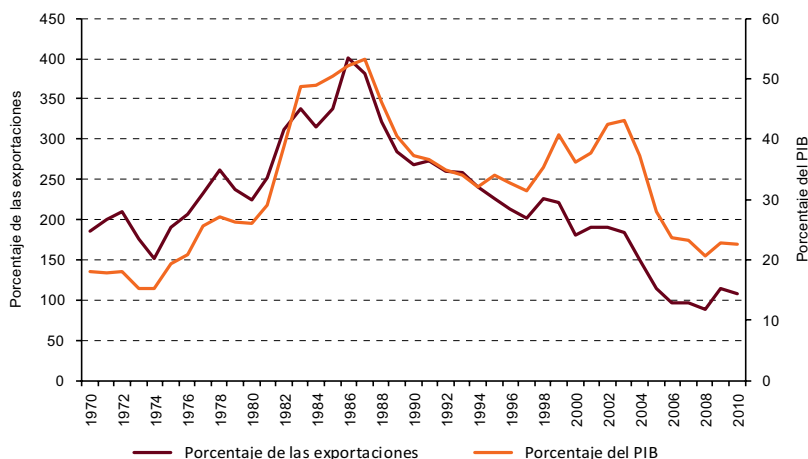
Por su parte, la caída de precios de los productos básicos significó un quiebre de largo plazo, que duraría también hasta mediados de la primera década del siglo XXI (Ocampo y Parra, 2010). En su punto más bajo, entre 1992 y 2001, los precios reales de los productos básicos se ubicaron en un 37% (y en años puntuales, en más del 40%) por debajo del nivel medio de los años setenta, que fue de hecho ligeramente inferior al promedio de 1945-1980. A estos dos factores adversos de larga duración se agregó a comienzos de los años ochenta una profunda desaceleración económica en el mundo industrializado y una abierta recesión en los Estados Unidos.

No había precedentes históricos de un período tan largo de altas tasas de interés internacionales¹¹. Las recesiones en los países industriales sí tenían precedentes, así como una disminución abrupta y de larga duración de los términos de intercambio. No obstante, en el primer caso, la desaceleración del crecimiento económico en el mundo industrializado de 1982 fue algo más pronunciada que la de 1975 y, por ende, la peor de la posguerra, que solo sería superada después por la Gran Recesión de 2008-2009. En cuanto a los términos de intercambio, el precedente era lejano: la fuerte caída de los precios de productos básicos de los años veinte y treinta. Por lo tanto, la magnitud de los riesgos posteriores que debió asumir América Latina no era solo inesperada, sino también difícil de prever.

La dinámica de la deuda se tornó explosiva con posterioridad al fuerte impacto causado por el alza de las tasas de interés. Los coeficientes de endeudamiento externo venían creciendo en forma sostenida pero pausada durante la década de 1970 y, en promedio, eran aún moderados en 1980 (menos del 30% del PIB y poco más del doble de las exportaciones), gracias a los factores favorables que acompañaron el auge. Ello fue sucedido por un aumento acelerado de los coeficientes en los años siguientes, como resultado del elevado incremento de las tasas de interés, la caída de los precios de los productos básicos y la baja aún más pronunciada del PIB latinoamericano medido en dólares, debido, en este último caso, a la combinación de la fuerte recesión con las devaluaciones masivas desencadenadas por la aguda escasez de divisas. En poco más de un lustro, los coeficientes de endeudamiento externo de América Latina se habían duplicado y, como reflejo de los factores de larga duración mencionados, solo regresaron a los niveles previos a la crisis en la primera década del siglo XXI (véase el gráfico I.5).

¹¹ Puede decirse, sin embargo, que la deflación que caracterizaba las crisis internacionales hasta los años 1930 generaba un alza de la tasa de interés real en el corto plazo. Sin embargo, esta alza era estrictamente temporal (tres años en una crisis fuerte, como la de la década de 1930), y en la medida en que las tasas de interés nominales se reducían como resultado de la crisis, las tasas reales disminuían también rápidamente e incluso se tornaban negativas.

Gráfico I.5
América Latina: dinámica de la deuda externa, 1970-2010^a
(En porcentajes del PIB y de las exportaciones)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Mundial, para la deuda, y de series históricas de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), para el PIB nominal y las exportaciones.

^a Los datos de 2010 se actualizaron sobre la base de datos del Banco Mundial sobre el crecimiento de la deuda.

La situación se tornó crítica debido a la persistencia de las condiciones adversas y a las respuestas deficientes de la comunidad internacional frente a la crisis de la deuda latinoamericana. El efecto conjunto de la cesación abrupta y prolongada de la financiación externa, que duró casi una década, y las crecientes obligaciones del servicio de la deuda se convirtió en un choque externo masivo que transformó las transferencias netas de recursos de cuantías positivas (equivalentes al 2% o el 3% del PIB) a negativas (en torno al 6% del PIB) (véase el gráfico I.3).

Díaz-Alejandro (1988, pág. 310) resumió todos estos acontecimientos en forma magistral: “lo que pudo haber sido una recesión grave pero manejable se ha convertido en una gran crisis de desarrollo, sin precedentes desde principios de la década de 1930, debido principalmente al derrumbe de los mercados financieros internacionales y a un cambio abrupto de las condiciones y las reglas de los préstamos internacionales. Las interacciones no lineales entre este choque externo insólito y persistente y las políticas internas riesgosas o defectuosas condujeron a una crisis de gran profundidad y duración, una crisis que no podrían haber generado ni los choques ni la mala política económica por sí solos”.

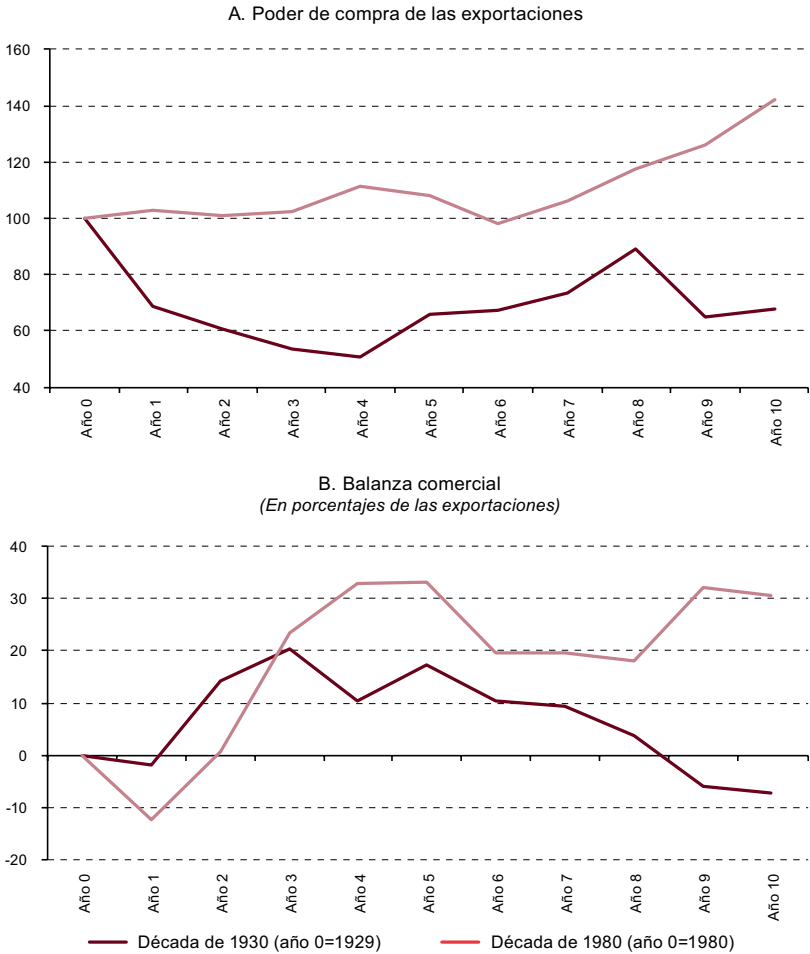
Como punto de referencia, en los años treinta también se produjo una contracción súbita del financiamiento externo. El auge de financiación externa de la década anterior había beneficiado a la mayoría de los países latinoamericanos. La gran excepción fue México, inmerso todavía en los cambios desatados por su Revolución y la consecuente moratoria de 1914 (aunque con algunos pagos parciales). A nivel regional, este auge fue sucedido por menores flujos de capital desde mediados de 1928 y por su interrupción total poco después. Lamentablemente, la ausencia de estadísticas sobre la balanza de capitales impide hacer para esa época estimaciones similares a las del gráfico I.3. Por eso, la única forma de estimar la magnitud del efecto causado por el giro entre la época de bonanza de financiamiento externo y la crisis es ver las presiones que se generaron sobre la balanza comercial y las importaciones. En el punto más alto de emisiones de bonos en Wall Street, entre 1926 y 1928, los países latinoamericanos emitieron valores por 346 millones de dólares anuales (CEPAL, 1964, cuadro 19), que representaron el 13% de las exportaciones. Estas emisiones se redujeron a poco más de la mitad durante los dos años siguientes (y las que se hicieron fueron esencialmente refinanciaciones) y desaparecieron del todo en 1931.

Más aún, la profunda crisis financiera de los Estados Unidos a partir del colapso de Wall Street en octubre de 1929 y la secuencia de suspensiones del servicio de la deuda que se desencadenó en todo el mundo descompusieron el sistema financiero internacional. Habrían de pasar tres décadas para que surgiera uno nuevo, el mercado de eurodólares en los años sesenta y, como ya se vio, más tiempo aún para que los flujos de capital privado retornaran en gran escala a América Latina. A ello se agregó el colapso definitivo del patrón oro. Por lo tanto, en términos de la perturbación del sistema financiero internacional y de sus impactos sobre el financiamiento externo de América Latina, la crisis de los años treinta fue más grave. Sin embargo, la transferencia neta de recursos hacia el exterior no fue tan prolongada. La explicación básica, como se verá, fue la moratoria generalizada de la deuda externa.

D. La dinámica de la crisis: la dimensión externa

Una comparación con la década de 1930 ayuda a comprender cuán crítica fue la magnitud de los choques comerciales y financieros que experimentó América Latina durante los años ochenta. En el gráfico I.6 se presentan las comparaciones correspondientes.

Gráfico I.6
América Latina: comparación de las crisis de las décadas de 1930 y 1980



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y L. Bértola y J.A. Ocampo, *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia, México, Fondo de Cultura Económica, 2013*.

El efecto de la Gran Depresión sobre América Latina había sido muy grave en términos comerciales. Si se mide mediante un promedio simple de los indicadores para las siete principales economías latinoamericanas (los promedios ponderados reflejan una historia similar), el cuántum de las exportaciones se redujo un 28% entre 1929 y 1932 y, debido además a la fuerte caída de los términos de intercambio, el poder de compra de las exportaciones disminuyó un 48% hasta dicho año y un 51% en su punto más bajo, en 1933 (véase Bértola y Ocampo, 2013, cap. 4 y, en especial,

el gráfico 4.1). La recuperación hasta 1937 fue importante, gracias a la reactivación de las economías industrializadas. En 1937, el cuántum de las exportaciones ya superaba los niveles de 1929 en un 16%. Sin embargo, los términos de intercambio seguían deprimidos, de tal forma que el poder de compra de las exportaciones seguía estando un 21% por debajo del registrado en 1929. Con la nueva recesión que se produjo en los Estados Unidos entre 1937 y 1938 y la desaceleración de las economías europeas que la acompañó, la recuperación de las exportaciones latinoamericanas se frenó y los términos de intercambio volvieron a flaquear, lo que provocó una nueva caída del poder de compra de las exportaciones.

Como se muestra en el gráfico I.6a, las oportunidades para aumentar las exportaciones fueron muy superiores en los años ochenta, gracias a que la crisis no fue de alcance mundial. Más aún, pese al deterioro de los términos de intercambio causado por el colapso de los precios reales de los productos básicos (véase el gráfico I.6b), su poder de compra no se redujo sustancialmente hasta 1986 y se recuperó desde entonces. Como efecto neto, la evolución del poder de compra de las exportaciones fue mucho más favorable que en los años treinta. En 1990 ya estaba un 42% por encima del nivel de 1980, en tanto que en 1939 se encontraba todavía un 32% por debajo de los niveles de 1929.

De esta manera, la gran diferencia entre la década perdida y la Gran Depresión en el frente externo no se debe buscar en las cuentas comerciales, sino en el choque masivo y prolongado de la cuenta de capitales que, a la larga, no tuvo una respuesta internacional adecuada y, por lo tanto, hundió a la región en la peor crisis de su historia.

Frente al gran riesgo de quiebra de los bancos internacionales y, especialmente, de los estadounidenses, sobreexpuestos en América Latina (la deuda latinoamericana era equivalente al 180% del capital de los nueve bancos más grandes de los Estados Unidos), los Gobiernos de los Estados Unidos y otros países industrializados presionaron al FMI y los bancos multilaterales de desarrollo para acudir al rescate, movilizando recursos de financiamiento en mayores magnitudes que en el pasado. Empero, los montos que aportaron fueron modestos en comparación con los efectos de la masiva reversión de las transferencias de recursos privados, y llegaron con una condicionalidad estructural sin precedentes (reformas de mercado y ajustes fiscales, en muchos casos excesivos). A medida que avanzó la década de 1980, las “moratorias silenciosas” de carácter temporal, en la forma de atrasos en el pago del servicio de la deuda comercial y bilateral y, en poquísimos casos, multilateral, se hicieron más frecuentes, en parte debido a las tensiones internas que comenzaron a generar una crisis demasiado prolongada en un contexto, además, de resurgimiento democrático en la región (Altimir y Devlin, 1993). Sin embargo, la fuerte

presión de los países industrializados y los organismos multilaterales impidió que los países de América Latina decretaran moratorias firmes y, más bien, presionaron a los países deudores a llegar a acuerdos de renegociación bastante favorables a los bancos comerciales. Con el Plan Brady de 1989 llegarían, como se verá, algunas reducciones de los saldos de las deudas, pero en magnitudes moderadas y, sobre todo, demasiado tarde, después de que la crisis de la deuda había causado estragos.

En cambio, durante los años treinta, la moratoria de la deuda fue la solución para el grueso de los países, la que también había sido la respuesta común en todas las crisis previas de endeudamiento externo¹². En efecto, la oleada de moratorias del servicio de la deuda externa se inició en enero de 1931 con el Estado Plurinacional de Bolivia, pero se generalizó a la región en los meses y años siguientes. Entre los países más grandes, la Argentina fue la gran excepción, como parte de un acuerdo comercial celebrado con Gran Bretaña que fue motivo de un acalorado debate (O'Connell, 1988). La República Bolivariana de Venezuela también lo fue, pero porque terminó de pagar su deuda externa en 1930. Muchos países pequeños continuaron pagando el servicio de la deuda externa, casi siempre en forma parcial (intereses y parte de las amortizaciones), en particular Honduras, Nicaragua y la República Dominicana. Cuba suspendió el servicio de la deuda en 1934 pero eventualmente realizó los pagos correspondientes. Los países en moratoria hicieron algunos pagos parciales en algunos años y recompraron en el mercado internacional parte de los bonos a precios deprimidos. En todo caso, en 1935 el 97,7% de los bonos en dólares emitidos por América Latina estaba en mora, si se excluyen los emitidos por la Argentina. En 1945, cuando algunos países ya habían renegociado sus obligaciones, el 65% de la deuda no argentina permanecía en esa situación (Naciones Unidas, 1955, cuadro XII).

Aunque el pago del servicio de la deuda de algunos países centroamericanos y caribeños muestra la influencia estadounidense sobre ellos, la verdad es que la administración de Hoover rehusó adoptar una política de defensa de los acreedores¹³ y el posterior gobierno de Roosevelt se interesó mucho más en renovar el comercio y crear relaciones más cordiales con América Latina a través de su política de "buen vecino" que en defender a los acreedores de su país. Por lo demás, la práctica internacional fue la suspensión del servicio de la deuda, aun en países

¹² Véase un análisis detallado de estos procesos en Marichal (1989, caps. 7 y 8) y Stallings (1987, cap. 2). Véase también información y análisis muy útiles en Naciones Unidas (1955) y CEPAL (1964).

¹³ En 1932, el Secretario de Estado Stimson declaró que ningún préstamo tenía el respaldo del Gobierno de los Estados Unidos: ningún préstamo internacional ha sido hecho jamás bajo el supuesto de tener la aprobación del Gobierno de los Estados Unidos en relación con el valor intrínseco del préstamo (Stallings, 1987, pág.79).

industrializados, lo que se concretó en 1932 con la cesación del pago de las reparaciones alemanas (con la anuencia de las potencias victoriosas en la Primera Guerra Mundial) y la suspensión por un año del servicio de las deudas europeas con los Estados Unidos provenientes asimismo de la Primera Guerra, que se tornarían definitivas desde 1934.

La moratoria resultó ser un buen negocio para la región. En efecto, gracias a los ahorros de divisas obtenidos por los menores pagos de deuda externa, la recuperación de las importaciones reales entre 1932 y 1937 fue mucho más vigorosa que la de otros indicadores de comercio exterior: un 115% frente a un 52% del poder de compra de las exportaciones para las siete principales economías latinoamericanas (Bértola y Ocampo, 2013, gráfico 4.1). Además, su nivel se mantuvo mejor que el de las exportaciones en los dos años siguientes de nueva recesión exportadora. De esta manera, como se indica en el gráfico I.6, el superávit comercial solo fue necesario durante pocos años y desde 1933 mostró una tendencia descendente. Todo esto facilitó, como veremos, una recuperación vigorosa. Por el contrario, en vez de tener que generar un superávit comercial en forma temporal, durante los años ochenta las economías latinoamericanas se vieron obligadas a contar con grandes superávits comerciales durante casi una década (véase el gráfico I.6b).

En la evolución de la crisis de la deuda de los años ochenta pueden distinguirse tres fases diferentes¹⁴. Hasta septiembre de 1985 hubo ajustes macroeconómicos masivos, basados en el supuesto inicial de que la crisis era solo de naturaleza temporal (es decir, de liquidez más que de solvencia) y de que el financiamiento voluntario retornaría rápidamente¹⁵. Durante esta fase se organizaron comités bancarios, que facilitaron la refinanciación de la deuda y mínimos recursos adicionales¹⁶. En la práctica, puede decirse que, en el marco de la estrategia de negociación “caso por caso”, estos comités operaron efectivamente como un cartel de acreedores que enfrentó a un grupo desorganizado de deudores. Los comités estuvieron apoyados por los gobiernos de los países industrializados y, en particular, por los Estados Unidos que, como ya se señaló, enfrentó graves riesgos en su sistema bancario. Por el contrario, pese al surgimiento de posiciones más

¹⁴ Véanse, entre muchos otros, Devlin (1989), Altimir y Devlin (1993) y Ffrench-Davis, Muñoz y Palma (1998). Cabe aclarar que Devlin divide cada una de las dos primeras fases en dos subperíodos de renegociación de la deuda. Las condiciones de las distintas fases de negociación se detallan en el quinto capítulo de Devlin (1989) y en las sucesivas entregas del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, elaborado por la CEPAL, correspondientes a esos años.

¹⁵ Cline (1984) proporcionó tal vez la versión más conocida de este punto de vista, y la visión de que la crisis sería superada si las economías industrializadas se recuperaban adecuadamente.

¹⁶ Véase la visión de los acreedores en Rhodes (2011), que incluye un prólogo del entonces presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker.

radicales, entre las que se destacan la adoptada por Alan García en 1985 de limitar el servicio de la deuda al 10% de los ingresos por exportaciones, y de ensayos débiles de asociación de deudores (el Consenso de Cartagena de 1984 fue el más importante), nunca se presentó realmente la posibilidad de que se conformara un “cartel de deudores”, lo que seguramente hubiera obligado a la banca privada internacional, y especialmente a la de los Estados Unidos, a aplicar cuantiosos castigos de cartera y capitalizaciones; de hecho, las regulaciones bancarias fueron manejadas de tal forma que permitieron postergar los ajustes correspondientes. Las medidas adoptadas resultaron ser, por lo tanto, muy eficaces para evitar una crisis financiera en los Estados Unidos, pero enteramente inapropiadas para manejar la crisis de la deuda latinoamericana. Más aún, debido a la naturaleza asimétrica de las negociaciones, los países latinoamericanos terminaron nacionalizando grandes porciones de la deuda externa privada. De esta manera, América Latina puede verse como la víctima de una forma de manejar lo que fue también una crisis bancaria estadounidense, un hecho que, curiosamente, no se reconoce con toda claridad en la literatura¹⁷. Por lo tanto, la mayor paradoja fue que, mientras los bancos estadounidenses continuaban arrojando utilidades, América Latina se hundió en la peor crisis económica de su historia (Devlin, 1989).

En septiembre de 1985 se inició una segunda fase, con el anuncio del primer Plan Baker, que incluyó un ajuste estructural encabezado por el Banco Mundial, mejores condiciones financieras y modestos recursos adicionales. La insuficiencia del primer programa condujo dos años más tarde a un segundo Plan Baker, que añadió recompras de deuda, bonos de salida con bajas tasas de interés y canjes de deuda. La fase final tuvo lugar en marzo de 1989 (es decir, casi siete años después de iniciada la crisis) con el Plan Brady, que incluyó una reducción de los saldos de la deuda, y fue sucedida poco después por un renovado acceso al financiamiento externo privado. El involucramiento de los Estados Unidos durante estas dos últimas fases tuvo un giro en relación con la primera etapa, ya que las autoridades trataron de ofrecer soluciones a una crisis que ya se visualizaba claramente como de solvencia, aceptando al mismo tiempo que toda solución debería estar acompañada de un renovado crecimiento económico. Fue también, sin duda, un reconocimiento por parte del Gobierno de los Estados Unidos de la creciente insatisfacción de los gobiernos latinoamericanos, ya democráticos en su mayoría, con la forma en que las autoridades de los países desarrollados y las instituciones financieras internacionales manejaban la crisis. El propio cartel de acreedores comenzó a dividirse, en parte por la propia fatiga de las renegociaciones, pero también por la mayor velocidad con la que los bancos

¹⁷ No deja de ser un contrasentido que esta crisis no se registre en las bases de datos de crisis financieras como una crisis bancaria de los Estados Unidos, como efectivamente lo fue. Véase, por ejemplo, la base de datos del FMI (Laeven y Valencia, 2008).

japoneses y europeos decidieron castigar sus carteras, en un contexto en el cual los países latinoamericanos comenzaron a mostrar señales de cansancio con las soluciones existentes.

Aunque el Plan Baker y, especialmente, el Plan Brady condujeron al cabo a reducciones de los coeficientes de endeudamiento externo (véase el gráfico I.5), la tendencia a la elevación de esos coeficientes ya había sido revertida por los grandes superávits comerciales y de cuenta corriente, con costos económicos y sociales muy elevados. El Plan Brady fue utilizado por diez países latinoamericanos, que en total emitieron bonos por 148.000 millones de dólares, que equivalían a un 35,7% de la deuda externa latinoamericana a fines de 1989. Los principales instrumentos fueron bonos a la par, pero con tasas de interés inferiores a las del mercado, y bonos con un recorte explícito del principal de la deuda y con una tasa de interés equivalente a la tasa LIBOR más 13/16 (bonos con descuento). Ambos tipos de bonos se emitían a 25 o 30 años con un único pago del principal al final, que estaba garantizado con títulos del Tesoro de los Estados Unidos. Había otros instrumentos, incluidos los que se utilizaron para consolidar los intereses adeudados; estos últimos no tenían recortes o eran más modestos y no contaban siempre con garantías. En promedio, el recorte de la deuda para los dos primeros osciló entre un 30% y un 45%, según el país, con un promedio ponderado estimado del 35,3% de acuerdo con los datos que proporciona Merrill Lynch (1999). Sin embargo, como no abarcaba toda la deuda reestructurada, el alivio era algo inferior (un 19,7% si se estima solo para los bonos a la par y con descuento). Por lo tanto, en conjunto, se puede estimar que representó un alivio de entre el 7% y el 12% de la deuda total de América Latina de fines de 1989¹⁸. Uno de los efectos colaterales del Plan, y tal vez su impacto más importante, fue crear un mercado relativamente amplio y líquido para bonos latinoamericanos, que atrajo nuevos agentes al mercado y sirvió como plataforma para la creación del mercado más amplio de bonos latinoamericanos desarrollado a comienzos de los años noventa. En efecto, como se muestra en el gráfico I.3, la elevada transferencia negativa de recursos, que todavía subsistía en 1989, se transformó en una transferencia positiva en 1992.

El alivio que otorgó el Plan Brady fue muy inferior al que se logró cuando se renegociaron las deudas latinoamericanas, después de la Gran Depresión. Las renegociaciones con los acreedores estadounidenses se reiniciaron en firme al inicio de la Segunda Guerra Mundial, promovidas por los Estados Unidos para obtener la alianza de los países de la región en el conflicto bélico y con el atractivo adicional para los países

¹⁸ El primero de estos porcentajes es el resultado de multiplicar el alivio aplicado únicamente a los bonos a la par y con descuento por la proporción de los bonos Brady en la deuda total de América Latina; el segundo resulta de aplicar la totalidad del descuento medio del 35,3%, pero constituye una sobrestimación.

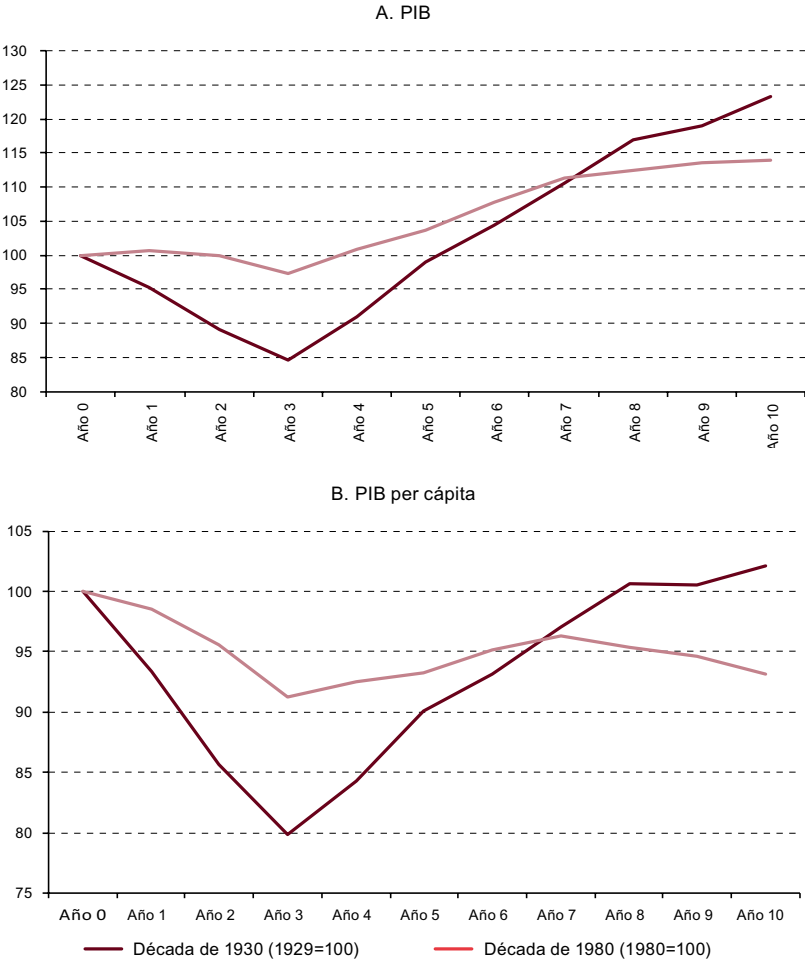
latinoamericanos de poder acceder a los créditos del Banco de Exportación e Importación (EXIMBANK) y, después de la guerra, del Banco Mundial. El mejor acuerdo fue el de México en 1941, que obtuvo una reducción del 90% del valor de su deuda, incluida la derivada de la nacionalización de las inversiones estadounidenses en petróleo y ferrocarriles (Marichal, 1989, cap. 8). Se trataba de una de las principales moratorias de la historia mundial. En el resto no hubo recortes de capital pero sí reducciones de intereses y no se capitalizaron los intereses no pagados.

Eichengreen y Portes (1989, cuadro 2.1) han estimado que la región pagó con posterioridad una tasa de interés efectiva de poco más del 3% sobre las deudas contraídas en los años veinte, entre cuatro y cinco puntos porcentuales inferior con respecto a las condiciones bajo las cuales fueron contratadas, lo que constituyó el mejor resultado para los países con acceso al mercado de capitales antes de la crisis. Esto representó alivios permanentes de entre un 35% y un 50% o incluso más en determinados países, a lo que se agregó el beneficio de poder utilizar las escasas divisas disponibles para facilitar el crecimiento económico en el período crítico durante el cual estuvo vigente la moratoria. Por su parte, utilizando una metodología diferente, Jorgensen y Sachs (1989) han calculado que el valor presente de la deuda externa de Colombia, estimado aplicando la tasa de interés de los bonos de deuda de los Estados Unidos, tuvo un recorte del 15%, en tanto que los países que negociaron más tarde (Chile en 1948, el Perú en 1953 y Bolivia (Estado Plurinacional de) en 1958) obtuvieron reducciones de entre el 44% y el 48%. Debe tenerse en cuenta que en estos cálculos se subestiman los beneficios para los países que habían contratado obligaciones crediticias a tasas más elevadas que las de los bonos de deuda de los Estados Unidos. De acuerdo con esta metodología, la Argentina pagó, en cambio, un 25% más que el fisco estadounidense y no tuvo beneficios en términos de acceso al mercado de capitales, ni durante la década de 1930 ni después de la guerra, porque tal mercado había dejado de existir.

E. Los efectos económicos y sociales internos

El efecto neto de todo ello es que, si bien el impacto inicial de la Gran Depresión sobre el PIB per cápita de las economías latinoamericanas fue más severo, hubo una acelerada recuperación y desde 1937 se superó en forma sistemática el PIB per cápita previo a la crisis; por el contrario, después de la crisis de los años ochenta, ello solo aconteció a partir de 1994, es decir, con un rezago de casi una década y media (véase el gráfico I.7). El contraste es igualmente marcado si nos concentramos en el período de recuperación posterior al choque adverso inicial: mientras entre 1932 y 1939 el crecimiento del PIB alcanzó un 5,5% anual, entre 1983 y 1990 fue tan solo del 2,3%.

Gráfico I.7
América Latina: comparación entre la crisis de la década de 1930
y la de la década de 1980^a



Fuente: Elaboración propia sobre la base de L. Bértola y J.A. Ocampo, *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica, 2013, apéndice estadístico.

^a En los datos de la década de 1930 se excluyen Bolivia (Estado Plurinacional de), Panamá, el Paraguay y la República Dominicana.

Durante los años ochenta, la recesión fue inicialmente aguda. El PIB per cápita de la región se contrajo durante tres años consecutivos y con especial rigor en 1983, cuando se sintió plenamente el peso de la moratoria mexicana de agosto del año anterior, que se considera en forma general como el inicio de la crisis de la deuda. En el período 1984-1987 hubo una

recuperación moderada, pero las dificultades resurgieron hacia fines de la década. Pocos países pudieron reiniciar un crecimiento económico estable en la segunda mitad del decenio; en general, los que lo hicieron fueron aquellos con coeficientes de endeudamiento externo moderados (Colombia) o donde los préstamos externos oficiales alcanzaron montos relativamente cuantiosos (Chile y Costa Rica). Este retroceso estuvo acompañado, además, de una fuerte pérdida de importancia relativa de la industria manufacturera, que había sido el motor de desarrollo de la región durante la fase de industrialización dirigida por el Estado.

En los años treinta, la recesión inicial fue más severa, pero le sucedió una recuperación temprana, facilitada por la moratoria de la deuda externa e impulsada por combinaciones variables, según el país, de sustitución de importaciones de productos manufactureros y agrícolas, y por la recuperación de la demanda interna sobre la base de políticas macroeconómicas expansivas (véase más adelante). Entre las economías de mayor tamaño, el Brasil, Colombia y Venezuela (República Bolivariana de) (esta última apoyada en parte por la continuada expansión petrolera) tuvieron el mejor desempeño, en tanto que Chile y Cuba tuvieron desempeños deficientes debido a la gravedad del choque externo. La Argentina es otro caso interesante, ya que corrobora el impacto del continuado servicio de la deuda: aunque el choque externo fue menos severo que en el Brasil, el país tuvo un crecimiento mucho más débil. En todo caso, si bien el crecimiento económico fue relativamente satisfactorio, causó una desaceleración más pronunciada que la década de 1920: un 2,2% anual entre 1929 y 1939 frente a un 4,9% entre 1921 y 1929.

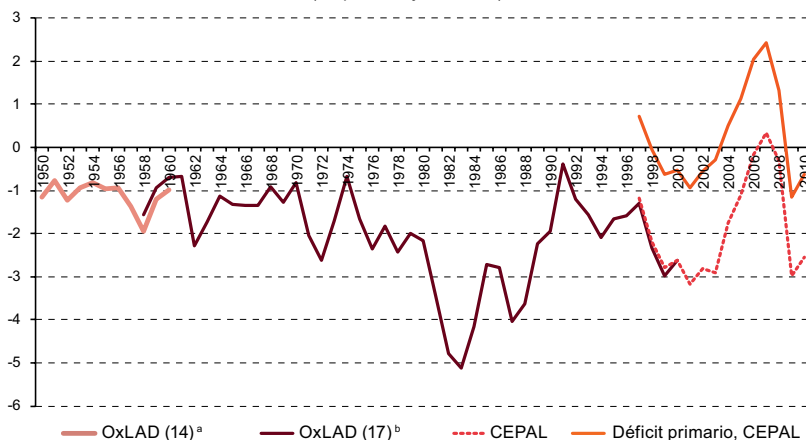
Los costos sociales de la “década perdida” fueron cuantiosos. De acuerdo con las estimaciones de la CEPAL, la incidencia de la pobreza aumentó marcadamente entre 1980 y 1990, del 40,5% al 48,3% de la población. América Latina solo retornaría a los niveles de pobreza de 1980 en 2004, por lo cual en este campo hubo no una década, sino un cuarto de siglo perdido. El deterioro de la distribución del ingreso en varios países agravó los altos patrones históricos de desigualdad que ya caracterizaban a la región y revirtió los avances logrados hasta los años setenta en algunos países. En general ello fue de la mano de caídas de los salarios reales del sector formal, muy acentuadas en algunos casos, y de una creciente informalidad laboral. El rápido ritmo de progreso de los índices de desarrollo humano que había caracterizado al período de la industrialización dirigida por el Estado se transformó en una tasa de progreso mucho más moderada e incluso en alguna reversión (Bértola y Ocampo, 2013, capítulo 1).

Los masivos ajustes fiscales, del tipo de cambio y monetarios tensaron las estructuras económicas ya vulnerables. En el primer caso, la crisis acentuó inicialmente el déficit, pero ello fue sucedido por un ajuste draconiano de las finanzas públicas, que llevó el déficit del gobierno

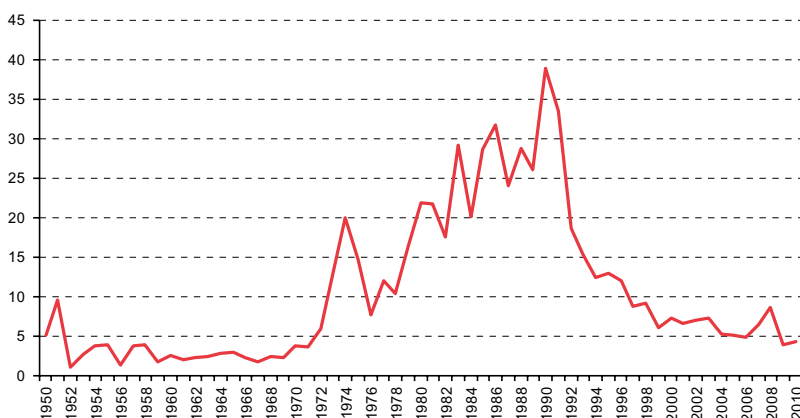
central a promedios de entre el 1% y el 2% del PIB a comienzos de la década de 1990 (muy similares, cabe destacar, a los que habían prevalecido en la región hasta mediados de la década de 1970) (véase el gráfico I.8a). Esto implicó un recorte del gasto del gobierno central de entre cinco y seis puntos porcentuales del PIB, dependiendo de los puntos de comparación que se utilicen (Bértola y Ocampo, 2013, gráfico 5.7.A).

Gráfico I.8
América Latina: finanzas públicas e inflación, 1950-2010

A. Balance fiscal del gobierno central (promedios simples)
(En porcentajes del PIB)



B. Mediana de la inflación (18 países)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Oxford Latin American Economic History Database (OxLAD) y Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a Excluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, Nicaragua, el Paraguay y el Uruguay.

^b Excluye a Bolivia (Estado Plurinacional de) y Cuba.

Este efecto fue más extremo en el caso de la inversión pública y a él se agregó el recorte de la inversión de las empresas estatales, al tiempo que la recesión y el retroceso industrial frenaban la inversión privada. La tasa de inversión se redujo seis puntos porcentuales del PIB en relación con los años del auge (cinco si se comparan promedios simples), pese al aumento del ahorro interno (véase el cuadro I.1). Más aún, hasta 2012 no había retornado a los ritmos alcanzados en el período 1975-1980. Una mirada más detallada a los datos correspondientes (que no se presentan aquí) indica que este efecto se debe a la depresión persistente de la inversión en el Brasil y Venezuela (República Bolivariana de), por lo cual, si se excluyen estos dos países, la región retornó durante el final del auge de 2003-2008 a los niveles de la segunda mitad de los años setenta. Por lo tanto, en este campo se puede hablar también de al menos un cuarto de siglo perdido. También es evidente que la contracción de la inversión en infraestructura como parte de los programas de ajuste tuvo un impacto adverso sobre el crecimiento a largo plazo (Easterly y Servén, 2003).

La depreciación del tipo de cambio real, que era necesaria para apoyar el reajuste del sector externo, estuvo acompañada invariablemente del aumento de la inflación, en magnitudes que América Latina no había conocido antes, pese a la historia inflacionaria de algunos países. Como se señaló, la inflación se había tendido a acelerar en la década de 1970, como parte de un proceso internacional, y dos países habían inaugurado la era de la inflación de tres dígitos. Sin embargo, las explosiones inflacionarias de la década de 1980 fueron un efecto más que una causa de la crisis de la deuda. Su manifestación más aberrante fueron los episodios de hiperinflación que experimentaron cinco países entre mediados de la década de 1980 y principios de la siguiente (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Nicaragua y Perú). Otros tres países tuvieron en algún año una inflación de tres dígitos (México, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)). En el lado opuesto, solo un país, Panamá (la única economía entonces dolarizada) evitó una inflación superior al 20%. En su conjunto, como puede observarse en el gráfico I.8b, la mediana de las tasas de inflación aumentaron en gran medida hasta alcanzar en 1990 cerca del 40% (la media superó el 1.000%), antes de comenzar a reducirse en los años 1990. Las crisis del sector financiero también fueron masivas, sobre todo en los países del Cono Sur, donde generó costos fiscales y cuasifiscales equivalentes al 40% o el 50% del PIB¹⁹.

Los problemas de distribución interna de recursos para hacer frente a la crisis estuvieron asociados estrechamente a la necesidad de realizar

¹⁹ Véase, al respecto, la base de datos de Laeven y Valencia (2008), en la que se hace evidente que las crisis financieras de tres países del Cono Sur de comienzos de los años 1980 se encuentran entre las más costosas de las tres últimas décadas en el mundo entero, solo comparables a algunas de Asia Oriental durante la crisis asiática de 1997.

transferencias al gobierno para pagar el servicio de la deuda externa y los costos del colapso de los sistemas financieros nacionales. Esta transferencia se pudo realizar de manera más fácil en los países en los cuales el Estado tenía acceso directo a divisas provenientes de las exportaciones (básicamente por medio de empresas estatales que exportaban petróleo y minerales) y, por ende, donde los gobiernos se beneficiaron directamente de la devaluación. En otros hubo un grave “problema de transferencia interna” que resultó particularmente difícil de manejar: cómo transferir recursos fiscales al Estado para el servicio de la deuda pública, cuyo servicio en moneda nacional se elevó con las devaluaciones (CEPAL, 1996; Altimir y Devlin, 1993).

Cabe destacar que, como parte de la generación del ahorro neto necesario para pagar la deuda externa, la “transferencia interna” exigía reducir los ingresos reales de los receptores de salarios (los sectores sociales con mayor propensión a consumir) o, lo que fue más común, obligarlos a realizar un ahorro forzado mediante la inflación. En un contexto de un conflicto distributivo creciente y de democratización en la región, esto se reflejó en la mencionada explosión inflacionaria, así como en los elevados costos sociales del ajuste²⁰.

Es importante señalar que el colapso externo había generado igualmente tensiones en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales en los años treinta y dieron lugar a medidas proteccionistas, siguiendo una tendencia mundial, así como a los ajustes fiscales draconianos y la contracción monetaria que exigían las reglas de juego del patrón oro²¹. Sin embargo, la magnitud del choque condujo también al abandono definitivo y generalizado de dicho patrón por parte de los países de la región. Esto aconteció en forma temprana en algunos países, pero en forma más amplia una vez que Gran Bretaña lo abandonó en septiembre de 1931. A ello se agregó desde entonces el uso (y más tarde el abuso) de los controles cambiarios y los tipos de cambio múltiples, siguiendo en esta materia una práctica que también se extendió a varios países europeos. En general, los pocos países que evitaron los ajustes cambiarios o los controles de cambios fueron los pequeños, que estaban bajo una fuerte influencia de los Estados Unidos, o los que usaban el dólar como medio de pago; Cuba y Panamá son los ejemplos más destacados en uno y otro sentido. Entre los países grandes, la excepción (parcial) más importante fue Venezuela (República Bolivariana de)²².

²⁰ Sobre las distintas dimensiones de la transferencia interna, incluida la ya mencionada transferencia fiscal, véase Frenkel y Rozenwurcel (1990).

²¹ Véase un análisis pormenorizado de los efectos de la Gran Depresión en América Latina en Díaz-Alejandro (1988), el volumen compilado por Thorp (1988) y Bulmer-Thomas (2003, cap. 7).

²² De hecho, este país revaluó su moneda, ya que no aumentó el precio del oro cuando los Estados Unidos lo hicieron, en enero de 1934, aunque poco después introdujo una tasa de cambio favorable para el café y el cacao.

El abandono de la ortodoxia monetaria, aunado al alivio fiscal generado por la moratoria de la deuda externa, facilitó la adopción de políticas monetarias y fiscales expansivas, lo que favoreció la recuperación de la demanda interna a partir de 1932. Esto fue mucho más claro en materia monetaria que en materia fiscal, debido a la ausencia de mecanismos de financiamiento interno de los déficits públicos, incluido el uso todavía moderado de los créditos de los bancos centrales a los gobiernos; por eso, la forma típica de financiar los déficits en la emergencia fue con retrasos en los pagos a los funcionarios públicos y a los contratistas del Estado. La expansión monetaria estuvo acompañada, además, de la intervención directa en el mercado de crédito, que incluyó la creación de varios bancos comerciales y de desarrollo estatales. La devaluación también tuvo efectos inflacionarios, pero en este caso positivos, ya que detuvo la deflación de precios que caracterizó los primeros años de la crisis en el grueso de los países latinoamericanos (y del mundo entero), y que había acrecentado la carga real de las deudas adquiridas por el sector privado durante los años de bonanza.

F. Conclusiones

El análisis presentado en este ensayo muestra que la gran diferencia entre la crisis de la deuda de los años ochenta y la Gran Depresión no debe buscarse ni en el comercio exterior, que tuvo un desempeño mucho más negativo durante los años treinta, ni en el choque masivo y prolongado de la cuenta de capitales, que también fue peor en la década de 1930, sino en la inadecuada respuesta internacional de la década de 1980, que hundió a América Latina en la peor crisis de su historia.

En efecto, frente a un choque comercial mucho más severo y el colapso del sistema financiero internacional que duraría más de tres décadas, el desempeño de la economía latinoamericana fue mejor durante de la Gran Depresión. La causa básica de ello fue el manejo de la crisis de la deuda: una moratoria virtualmente generalizada en los años treinta comparada con una fuerte presión internacional para evitarla en la década de 1980. Las características de esta última década fueron una tendencia inicial a tratar la crisis como un choque temporal pero, aún más, el uso, durante las etapas tempranas, de un eficaz cartel de acreedores, apoyado por los gobiernos de los países industrializados. De esta manera, América Latina puede verse como la víctima de una forma de manejar lo que también fue una crisis bancaria estadounidense. Algunas soluciones llegaron, especialmente con el Plan Brady, pero en forma tardía, cuando la región había pasado su peor momento, y en magnitudes igualmente más moderadas que cuando las obligaciones de los años treinta se renegociaron en los decenios siguientes. No obstante, el Plan Brady facilitó el retorno

del financiamiento externo, ahora canalizado a través del mercado internacional de bonos.

Como resultado de este manejo de la deuda, en los años ochenta se observó un fuerte ajuste macroeconómico recesivo, en tanto que la política adoptada durante la década de 1930 ofreció algunos espacios para políticas expansivas. Curiosamente, la crisis de los años ochenta contó con un aparataje institucional mundial mucho más desarrollado, pero ello no fue a la postre lo más conveniente, porque forzó a los países hacia el continuado servicio de la deuda y condicionalidades crediticias que exigían adoptar políticas macroeconómicas recesivas. La principal consecuencia no es que sea preferible no tener una institucionalidad internacional, sino más bien que esta debe modificarse, en particular para incluir mecanismos multilaterales destinados al manejo de los problemas de sobreendeudamiento y evitar ante todo que las instituciones financieras internacionales sean utilizadas en apoyo de los acreedores.

Bibliografía

- Altimir, O. y R. Devlin (1993), "Una reseña de la moratoria de la deuda en América Latina", *Moratoria de la deuda en América Latina*, O. Altimir y R. Devlin (comps.), Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.
- Bacha, E. y C.F. Díaz-Alejandro (1982), "International financial intermediation: a long and tropical view", *Essays in International Finance*, N° 147. Reimpreso en Andrés Velasco (ed.) (1988), *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos Díaz-Alejandro*, Nueva York, Basil Blackwell.
- Bértola, L. y J.A. Ocampo (2013), *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Bulmer-Thomas, V. (2003), *The Economic History of Latin America since Independence*, Cambridge, Massachusetts, Cambridge University Press.
- Cárdenas E., J.A. Ocampo y R. Thorp (eds.) (2003), *Industrialización y Estado en la América Latina: La leyenda negra de la posguerra*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1996), *América Latina y el Caribe quince años después: De la década perdida a la transformación económica, 1980-1995*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Fondo de Cultura Económica.
- ____ (1964), *El financiamiento externo de América Latina*, Nueva York, Naciones Unidas.
- Cline, W.R. (1984), *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1988), "Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore", *Trade, Development and the World Economy, Selected Essays of Carlos Díaz-Alejandro*, A. Velasco (ed.), Nueva York, Basil Blackwell.
- ____ (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier.

- Easterly, W. y L. Servén (eds.) (2003), *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*, Stanford, Stanford University Press.
- Eichengreen, B. y R. Portes (1989), "After the deluge: default, negotiation, and readjustment during the interwar years", *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, B. Eichengreen y P.H. Lindert (eds.), Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Ffrench-Davis, R., O. Muñoz y G. Palma (1998), "The Latin American economies, 1950-1990", *Latin America: Economy and Society Since 1930*, L. Bethell (ed.), Cambridge, Cambridge University Press.
- Fishlow, A. (1985), "El estado de la ciencia económica en América Latina", *Progreso económico y social en América Latina*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo.
- Fitzgerald, E.V.K. (1978), "The fiscal crisis of the Latin American state", *Taxation and Economic Development*, J.F.J. Toye (ed.), Londres, Frank Cass.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2011), "Exchange rate regimes in Latin America", *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, J.A. Ocampo y J. Ros (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Frenkel, R. y G. Rozenwurcel (1990), "Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en la América Latina", *El Trimestre Económico*, vol. 57, N° 225, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Hirschman, A.O. (1971), "The political economy of import-substituting industrialization in Latin America", *A Bias for Hope: Essays on Development and Latin America*, New Haven, Yale University Press.
- Jorgensen, E. y J. Sachs (1989), "Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period", *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, B. Eichengreen y P.H. Lindert (eds.), Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Jorgensen, S.L. y M. Paldam (1987), "The real exchange rates of eight Latin American countries 1946-1985: an interpretation", *Geld und Währung*, vol. 3, N° 4.
- Kindleberger, C. P. and R. Aliber (2005), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008), "Systemic banking crises: a new database", *IMF Working Paper*, N° 08/224, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Love, J.L. (1994), "Economic ideas and ideologies in Latin America since 1930", *The Cambridge History of Latin America. Volume VI, Part 1: 1930 to the Present*, L. Bethell (ed.), Cambridge, Cambridge University Press.
- Marichal, C. (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, Princeton University Press.
- Merrill Lynch (1999), "Brady bonds: a decade of volatility", *Emerging Markets*, 15 de diciembre.
- Naciones Unidas (1955), *Foreign Capital in Latin America*, Nueva York.
- Ocampo, J.A. y J. Martin (eds.) (2003), *Globalización y desarrollo: Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Bogotá, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Alfaomega.
- Ocampo, J.A. y M.A. Parra (2010), "The terms of trade for commodities since the mid-19th century", *Revista de Historia Económica*, vol. 28, N° 1, Cambridge, Cambridge University Press, marzo.
- O'Connell, A. (1988), "La Argentina en la depresión: Los problemas de una economía abierta", *América Latina en los años treinta: El papel de la periferia en la crisis mundial*, R. Thorp (ed.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica.

- Reinhart, C. y K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.
- Rhodes, W.R. (2011), *Banker to the World: Leadership Lessons from the Front Lines of Global Finance*, Nueva York, McGraw Hill.
- Sheahan, J. (1987), *Patterns of Development in Latin America: Poverty, Repression, and Economic Strategy*, Princeton, Princeton University Press.
- Stallings, B. (1987), *Banker to the Third World: U.S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, University of California Press.
- Thorp, R. (ed.) (1988), *América Latina en los años treinta: El papel de la periferia en la crisis mundial*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.

Capítulo II

La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta

Barbara Stallings, Universidad de Brown

La crisis de la deuda de América Latina en la década de los ochenta fue relevante por diversas razones¹. Constituyó una amenaza para el sistema financiero internacional, a través de su efecto en los bancos de los Estados Unidos. Causó un daño inmenso a las economías de muchos países de América Latina e inició el cambio hacia las estrategias de desarrollo orientadas al mercado en la región. Desde el punto de vista intelectual, dio lugar a una nueva bibliografía sobre las crisis económicas. Si bien la “crisis del tequila” y la crisis asiática de los noventa han recibido más atención, la crisis sufrida por América Latina en la década anterior fue históricamente muy significativa y merece la retrospectiva presentada en este libro.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), que ha patrocinado este volumen, analizó de forma muy activa la crisis de la deuda, tanto en lo referente a sus causas y consecuencias como al proceso de negociación. El *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* y otras publicaciones anuales proporcionaron datos de valor inestimable sobre países individuales y sobre la región en conjunto, para cada año. Además,

¹ La autora agradece a Robert Devlin, Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo, Diana Tussie y Óscar Ugarteche por las conversaciones mantenidas a lo largo de los años sobre estos temas. También agradece a Robert Devlin por los comentarios específicos sobre este artículo.

en diversos artículos y libros se reunieron los datos anuales con ideas sobre su interpretación². Otros autores que tenían o tendrían más tarde relación con la CEPAL también escribieron sobre la crisis de la deuda. Por supuesto, muchos otros economistas y sociólogos de América Latina, los Estados Unidos y Europa, incluidos algunos que participaron directamente en las negociaciones, también han realizado aportes significativos.

La mayor parte de la bibliografía sobre la crisis de la deuda de América Latina, al igual que la relativa a la crisis asiática, se dedicó a temas macroeconómicos. La investigación principal se centró en las razones por las que se produjo la crisis (¿la culpa fue sobre todo de los deudores o de los acreedores?, ¿resultaron más significativas las políticas nacionales o las fuerzas internacionales?, ¿cuáles fueron los mecanismos?) y en el impacto sobre los deudores (la pérdida de producción, el alto nivel de desempleo y el aumento de la pobreza). Un tema menos estudiado es el proceso que permitió “resolver” la crisis. ¿Cuál fue ese proceso? ¿Quiénes participaron? ¿Cómo se llevaron a cabo las negociaciones? ¿Quiénes fueron los ganadores y los perdedores? ¿Había alternativas? El presente estudio aborda estas preguntas.

El enfoque fundamental de este estudio es desde la economía política. Se concentra en las diferencias de poder entre los diversos actores. Además de las intrínsecas diferencias de poder entre deudores y acreedores, las alianzas que se formaron exacerbaban esas diferencias. Al final de la década, cuando el Plan Brady dio por cerrado formalmente el proceso, se compartieron en cierta medida las pérdidas. Sin embargo, la región de América Latina había sufrido una “década perdida” que nunca podría recuperarse del todo. Con la ventaja que da una mirada retrospectiva, quizás se puede decir que el proceso podría haber sido distinto. Podría haber terminado antes y las pérdidas podrían haberse compartido de forma más equitativa. Para ello se habría requerido un cambio de las relaciones de poder, que solo podría haberse producido mediante una mayor unidad entre los deudores, aunque quizá sus diferencias hicieran imposible esa unidad. Con respecto a los plazos, para lograr una solución más rápida habría sido preciso adelantar más dinero público para permitir que los bancos reconocieran sus pérdidas sin derrumbarse, teniendo en cuenta la grave situación en que se hallaban en 1982. Parece ser que, cuando llegaron las crisis de la década de los noventa, la lección sobre la importancia de actuar en el momento oportuno ya se había aprendido, como puede verse de forma especialmente clara en el manejo de la crisis mexicana por parte del gobierno de los Estados Unidos, aunque las crisis de los noventa también se resolvieron de formas

² Los colaboradores principales de estas publicaciones eran de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, en particular Andrés Bianchi, Robert Devlin y Joseph Ramos.

muy desiguales. En el caso de la crisis europea actual, en cambio, se están repitiendo los mismos errores.

El presente artículo se divide en cinco secciones. La primera sección revisa la bibliografía sobre los diversos enfoques del estudio de las negociaciones de la deuda. La segunda señala los actores principales y sus intereses. La tercera analiza el proceso de negociación. La cuarta considera a los ganadores y perdedores. La última concluye con algunas ideas sobre posibles lecciones de la experiencia de América Latina.

A. Enfoques del análisis de la crisis de la deuda

Una forma conveniente de organizar la bibliografía sobre el proceso de negociación consiste en tener en cuenta su marco analítico básico. Pueden distinguirse tres enfoques: la ortodoxia económica, el poder monopólico y la teoría de la negociación. El desarrollo del contenido de estos enfoques se basará en ejemplos conocidos de cada uno de ellos. Como se verá, existe cierto solapamiento, en particular entre el segundo enfoque y el tercero.

Ortodoxia económica: Uno de los mejores ejemplos del enfoque económico ortodoxo del análisis de la crisis de la deuda y de su solución fue William R. Cline, miembro del Instituto de Economía Internacional (actualmente, el Instituto Peterson de Economía Internacional) (Cline, 1984 y 1995). El enfoque de Cline y otros autores similares se basaba en el funcionamiento normal de un mercado competitivo e integraba una serie de supuestos ocultos. En particular, se suponía que todos los participantes en las negociaciones de la deuda eran “iguales”. Las diferencias de poder entre ellos no se consideraban un factor relevante. También se suponía que todos compartían básicamente los mismos intereses: evitar que los bancos sufriesen grandes pérdidas y encarrilar de nuevo a los deudores, de modo que pudieran reanudar el pago normal de la deuda. Incluso en su trabajo posterior, en el que evaluaba los puntos fuertes y débiles de su enfoque, Cline nunca llegó a tratar los temas del poder y los diferentes intereses.

Otros aspectos del enfoque ortodoxo se señalaban de forma más explícita. Uno de ellos era la suposición de que la crisis se debía fundamentalmente a los fracasos de las políticas de los países deudores. Algunos de estos fracasos eran los grandes déficits fiscales, tipos de cambio sobrevalorados, economías cerradas y un papel dominante del Estado. A su vez, se suponía que estos fracasos de las políticas habían provocado un “exceso de endeudamiento” y una proporción entre la deuda y el PIB que crecía rápidamente. El papel de los banqueros responsables de un “exceso de préstamos” no se tuvo en cuenta. También se suponía explícitamente que se trataba de una crisis de liquidez y no de solvencia. De allí se concluía que había que extraer recursos de los países deudores a través

de una contracción económica y un cambio hacia la exportación, lo que se acompañaría por más préstamos, a precios de mercado, para contribuir a facilitar el ajuste. Finalmente, se suponía que la economía mundial se recuperaría y proporcionaría un entorno más favorable para la solución de la crisis de la deuda. Con un aumento de los precios de las materias primas y más crecimiento en los países industrializados, los deudores de América Latina podrían crecer hasta salir de la crisis. Por eso, se definía la crisis como un problema de liquidez.

Ninguna de estas tres suposiciones explícitas resultó ser cierta, como admite Cline (1995) en su análisis retrospectivo. No obstante, Cline les resta importancia y afirma que podrían haber sido correctas a largo plazo, a pesar de que formaron la base de las primeras etapas de la respuesta a la crisis, como se verá más adelante. Hasta 1989, predominó alguna variante de este enfoque, aunque con algunas modificaciones después de 1985.

Poder monopólico: En contra del enfoque de Cline, tanto de forma simultánea como en reflexiones posteriores, se posicionaron Robert Devlin y otros economistas de la CEPAL. En la década de los ochenta, el trabajo principal de Devlin en la CEPAL consistió en analizar la crisis de forma continua. También escribió varios textos analíticos y los reunió en un libro publicado en 1989 (Devlin, 1983 y 1989; Devlin y Ffrench Davis, 1995)³. Su argumento principal era que el enfoque de Cline suponía la existencia de un mercado competitivo, mientras que lo que realmente existía era un poder monopólico por parte de los bancos. Devlin estaba particularmente interesado en los precios de los nuevos préstamos durante el período de negociaciones y pensaba que la forma en la que se habían decidido esos precios ofrecía un firme fundamento para su modelo monopólico.

Los banqueros (y los analistas que pensaban de forma similar) afirmaban que los tipos de interés se basaban en cuatro factores: elasticidad de precios, riesgo, riesgo moral y equidad. Los tres primeros, según Devlin, suponían un mercado que no existía en realidad. Se tomaron decisiones administrativas en las que el reparto de pérdidas se decidió en virtud del poder relativo de los negociadores. Teniendo en cuenta que los bancos negociaban como un grupo, con el apoyo del FMI y de los gobiernos acreedores, mientras que los deudores negociaban individualmente, las posiciones relativas de poder propiciaron rentas monopólicas a favor de los bancos. El argumento de los bancos relativo a la equidad se basaba en la idea de que los tipos de interés y los diferenciales aplicados a ellos habían sido demasiado bajos en la década de los setenta y, por lo tanto, debían aumentar. Según Devlin, estas condiciones no obedecían a la competencia, sino a una gestión deficiente de sus carteras por parte de los bancos, que intentaron transferir el costo a los países deudores. Esta gestión

³ Véase también un argumento similar en Stallings (1990a).

deficiente en los años setenta fue lo que provocó el exceso de préstamos. De forma más técnica, desarrolló un marco para demostrar cómo surgió un importante defecto estructural del mercado bancario internacional que provocó endógenamente una gestión defectuosa de las carteras de los propios bancos. La dinámica de acreedores y prestatarios fue dirigida por los bancos.

Había otros dos puntos de desacuerdo entre la postura de Devlin y la de Cline y sus colegas. Por un lado, estaba la cuestión de la liquidez o la solvencia. Como se explicó anteriormente, el enfoque ortodoxo, al menos inicialmente, consideraba que se trataba de una crisis de liquidez y sus recomendaciones de política se basaban en esa consideración. Devlin, junto con otros economistas de América Latina, argumentaba que muchos países de la región se encontraban en situación de insolvencia. Es decir, eran incapaces de pagar sus deudas según las condiciones contractuales existentes en ese momento. Por otro lado y de forma estrechamente relacionada con lo anterior, se mostraba escéptico sobre la posibilidad de que la economía mundial fuera a comportarse de un modo que permitiese a los deudores de América Latina recuperar su viabilidad económica con la carga de la deuda que arrastraban en ese momento. Por lo tanto, la condonación de la deuda era una política apropiada.

Teoría de la negociación: Un tercer enfoque, basado en algunos elementos de los modelos de la negociación, fue el ilustrado por Stephany Griffith-Jones en la introducción a un libro sobre la gestión de la deuda (Griffith-Jones, 1988)⁴. Griffith-Jones afirmaba que comprender el proceso de negociación podría ayudar a explicar sus resultados. Distinguía entre la negociación y un enfoque “analítico” (la búsqueda de soluciones óptimas) y señalaba que este último resulta más relevante cuando los participantes comparten valores, principios y criterios de decisión. En cambio, el enfoque de negociación es más apropiado cuando hay serios conflictos de percepciones e intereses entre los participantes. Además, resulta especialmente adecuado centrarse en la negociación cuando los mecanismos de mercado no están funcionando y no puede derivarse un resultado determinado de la oferta y la demanda. Aunque no citaba a Cline y solo mencionaba a Devlin como fuente de datos, estos puntos claramente estaban relacionados con algunos aspectos de los dos primeros enfoques.

Griffith-Jones desglosaba las siguientes contribuciones de la teoría de la negociación: 1) determinación de las etapas de las negociaciones y de sus características principales, y 2) explicación de las diferencias entre los resultados de las negociaciones. Indicaba que, en el caso de América Latina, en una primera etapa se definía una fórmula para las negociaciones,

⁴ Véase también un enfoque basado en la teoría de juegos en O'Donnell (1985) y la aplicación de juegos de dos niveles en Lehman y McCoy (1992) y Lipson (1985).

mientras que, en la segunda, se producía una negociación detallada sobre las condiciones de los préstamos. En la tercera etapa, los deudores presentaban sus propias propuestas. Puesto que el libro se publicó en 1988, antes del final de la crisis de la deuda, no se ajusta a los períodos que se discutirán más abajo, pero la idea general sigue siendo la misma. Para explicar los distintos resultados, el principal argumento era que las diferentes características de los prestatarios les conferirían grados distintos de ventaja en las negociaciones bilaterales. La situación, sin embargo, era compleja y no se prestaba a un análisis simplista. Por ejemplo, en la cuestión del tamaño de la deuda de un país, había que tener en cuenta que una deuda mayor podría proporcionar una posición más fuerte en la negociación, pero un deudor cuya deuda era pequeña podría lograr un buen acuerdo porque el costo era menor.

Al analizar otras contribuciones del enfoque de la negociación, Griffith-Jones pareció prever la aparición de la bibliografía sobre juegos de dos niveles (Putnam, 1988). En efecto, afirmó que los países deudores podrían obtener poder de negociación a través de su *incapacidad* de hacer concesiones a los acreedores, debido a la oposición de sus poblaciones. La teoría de juegos de dos niveles rechaza la idea de actores unitarios y propone la idea de que las negociaciones son una combinación de interacciones de los principales negociadores entre sí y de los negociadores con sus respectivas poblaciones. Lehman y McCoy (1992) utilizaron el modelo de negociación de dos niveles para explicar las negociaciones brasileñas de 1988 desde el punto de vista de los deudores. Lipson (1985) realizó un análisis similar, centrándose en los banqueros.

El marco analítico utilizado en este estudio es una combinación de los modelos de poder monopólico y de negociación, que yo denomino negociación asimétrica⁵. Del enfoque de negociación, se toma la idea de que las diferencias en los intereses de los acreedores y de los deudores se prestan a un análisis centrado en el proceso de negociación. Según el enfoque de poder monopólico, se espera que esas negociaciones no se realicen entre iguales. De manera más general, se defiende que no resulta útil centrarse exclusivamente en la consideración económica de la deuda, esté o no basada en un mercado competitivo, sino que también hay que considerar los elementos políticos del proceso. En resumen, se precisa un enfoque de economía política. En esta línea, se comienza con un análisis de los principales actores de las negociaciones de la deuda de América Latina y de las características que ayudaron a determinar sus posiciones y su poder relativo en las negociaciones que se alargaron durante la mayor parte de la década de los ochenta.

⁵ No se trata de una expresión nueva. Véase un análisis técnico en Passarelli (2007).

B. Actores en las negociaciones de la crisis de la deuda

Cuatro grandes grupos de actores participaron en las negociaciones después de que estalló la crisis de la deuda de América Latina con el anuncio por parte de México, en agosto de 1982, de que no podría seguir pagando sus deudas en los plazos establecidos. El primer grupo era el formado por los propios países deudores, el segundo correspondía a los bancos acreedores, el tercero era el de los gobiernos de los bancos acreedores y el cuarto estaba formado por las instituciones financieras internacionales, así como por algunas instituciones regionales. A continuación, se analizan las características de estos actores y sus objetivos en el proceso de negociación.

Antes de comenzar, cabe señalar que la crisis de la década de los ochenta fue fundamentalmente diferente de la de los años treinta, con la que suele compararse, en buena parte debido a los actores participantes. En primer lugar, los acreedores en los ochenta eran banqueros comerciales, mientras que en los años treinta eran titulares de bonos. En segundo lugar, el Gobierno de los Estados Unidos no apoyó a los titulares de bonos en los años treinta, ya que eran particulares con escaso poder. Hacía tiempo que los bancos de inversión, que habían iniciado las transacciones de bonos, habían abandonado el mercado. En tercer lugar, en los años treinta no existía un prestamista internacional de última instancia para organizar el proceso, como hizo el FMI en la década de los ochenta. Finalmente, los incumplimientos de los bonos en los años treinta no constituyeron una amenaza sistémica, a diferencia de las cesaciones de pagos de los créditos bancarios en los ochenta. La razón de esta diferencia es que los titulares de bonos del primer período eran particulares aislados (llamados a menudo “viudas y huérfanos”), en lugar de grandes instituciones financieras. Por lo tanto, aunque esos titulares podían sufrir con la situación, sus problemas no tenían grandes consecuencias para el sistema financiero general⁶.

Países deudores: A mediados de la década de los ochenta, casi todos los países de América Latina habían sufrido crisis de la deuda. Según los datos de la CEPAL, 12 países participaron en la primera o la segunda ronda de negociaciones, entre los años 1982 y 1984. Otros cinco países habían renegociado sus deudas en los años previos a 1982⁷. La principal excepción fue Colombia, aunque también se vio afectada a través del “efecto de vecindario”. Afirmar que esos países sufrieron la crisis de

⁶ Véase una comparación de ambos períodos en Stallings (1987).

⁷ Los primeros países en renegociar sus deudas fueron Bolivia, Guyana, Jamaica, Nicaragua, y el Perú. Los siguieron otros, como la Argentina, el Brasil, Costa Rica, Cuba, Chile, el Ecuador, Honduras, México, Panamá, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay.

la deuda equivale a decir que sus diversos gobiernos fueron incapaces de cumplir su calendario de pagos, ya que a menudo el pago de la deuda superaba los ingresos por exportaciones, y tuvieron que intentar lograr algún tipo de renegociación. Durante ese proceso, algunos países suspendieron pagos de forma temporal. Si bien los problemas de la deuda eran, en parte, el resultado de un fuerte endeudamiento, no siempre suficientemente meditado, también se debían a cambios abruptos en los precios de las materias primas, al bajo crecimiento de los países industrializados y a los tipos de interés extremadamente altos en los Estados Unidos, causados por el intento de la Reserva Federal de los Estados Unidos de frenar la inflación.

En general, las crisis se centraron en los préstamos de los bancos privados a los gobiernos centrales y a las empresas públicas. A su vez, estos préstamos estaban asociados a grandes déficits fiscales y de la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, en algunos países existía un patrón diferente y la mayoría del endeudamiento afectaba al sector privado. Resulta útil comparar el origen de los problemas de la deuda en el Brasil y en México, en contraposición con la Argentina y Chile, ya que la deuda de los cuatro países juntos equivalía al 36% de la deuda total de los países en desarrollo, sin importar su origen, y al 45% de la deuda total con bancos privados. El Brasil y México contrataron préstamos en cumplimiento de sus estrategias de industrialización. La mayor parte de su deuda correspondía a empresas públicas, en sectores como los del petróleo, el acero, la energía y los servicios públicos. Además, los bancos de desarrollo de los dos gobiernos se endeudaron mucho, transfiriendo los ingresos correspondientes a las empresas nacionales. Chile y la Argentina, dos ejemplos de una liberalización económica temprana, mostraban un patrón muy diferente. La mayor parte de su endeudamiento correspondía al sector privado y, en particular, a bancos privados nacionales (sin garantías públicas). Esos bancos habían prestado después el dinero a ciudadanos particulares y a empresas privadas, que solían usar los fondos para el consumo y la especulación, respectivamente (Stallings, 1983).

Cuando surgieron los problemas de la deuda en los países de América Latina, la respuesta más común fue la negociación de los gobiernos con sus acreedores de forma individual. En el Brasil y en México, se trató de un proceso directo, ya que los gobiernos eran responsables de la mayor parte del endeudamiento y los deudores privados solían tener garantías gubernamentales. En Chile y la Argentina, en cambio, los acreedores presionaron fuertemente a los gobiernos para que asumieran la responsabilidad de la deuda del sector privado, una forma de actuar equivalente a nacionalizar esa deuda, a pesar de su compromiso con

la economía de mercado⁸. A medida que la crisis se prolongaba, hubo diversos intentos de actuar de forma colectiva, pero, como explica Tussie (2013), esos intentos no dieron fruto. No solo los gobiernos de América Latina tenían estrategias diferentes en el momento de la crisis, sino que también se encontraban en etapas diferentes de sus negociaciones con los acreedores y temían poner en peligro los posibles beneficios ya obtenidos. Además, cada vez que parecía que podía ponerse en marcha un movimiento conjunto de los deudores, los bancos o acreedores ofrecían un pago lateral (con condiciones significativamente mejores) a un prestatario y reducían así la presión, ya que otros prestatarios intentaban obtener el mismo tratamiento.

Bancos acreedores: En 1982, había deuda de América Latina en manos de más de 1.000 bancos. En torno a dos tercios de esos bancos eran de los Estados Unidos, pero también había bancos europeos y japoneses. De hecho, la participación de bancos de otros países aumentó en los últimos años antes del estallido de la crisis, ya que las instituciones estadounidenses se dieron cuenta de los crecientes peligros y comenzaron a desacelerar su actividad. Los bancos estadounidenses tenían un interés particular en realizar préstamos a los países de América Latina y a otros países en desarrollo, porque se les estaba privando de sus tradicionales mercados dentro de los Estados Unidos, ya que muchas grandes empresas estadounidenses habían comenzado a acudir al mercado de títulos comerciales en lugar de a los créditos bancarios para obtener financiación externa. Ante esta situación, los bancos comenzaron a buscar nuevos clientes (Seidman, 1993).

Los préstamos a gran escala de bancos privados a prestatarios de América Latina comenzaron a principios de los años setenta y se aceleraron después de la primera crisis del petróleo en 1973. Formaban parte del proceso de reciclaje de los petrodólares, por el que los países de la OPEP depositaban en bancos internacionales sus ingresos por la venta del petróleo, que habían crecido enormemente, y esos bancos, a su vez, los empleaban en países en desarrollo. El nuevo proceso de préstamos consistía en que los bancos de mayor tamaño y con mayor actividad internacional tomaban la iniciativa en la creación de consorcios de crédito. Después,

⁸ Una de las partes más importantes de la bibliografía sobre la crisis de la deuda de América Latina durante los años ochenta corresponde al análisis del caso de Chile. En realidad, la crisis de Chile fue más parecida a la de México en 1995 y a las crisis asiáticas de 1997 que a la mayoría de los casos de América Latina en la década de los ochenta. No había déficit fiscal, ya que la mayoría de las empresas públicas se habían privatizado, pero el déficit de la balanza en cuenta corriente era muy grande, debido a los déficits del sector privado. Las características de los flujos de capital, como la falta de regulación o los desequilibrios, entre otras, introdujeron temas que se desarrollarían más en la bibliografía sobre las crisis de los noventa.

vendían participaciones en los préstamos (que crecieron gradualmente de millones a miles de millones de dólares) a bancos más pequeños de los Estados Unidos o de otros países. El frenesí por reciclar los petrodólares hizo que los estándares de los préstamos bajaran significativamente. Resultó crucial el hecho de que los préstamos se hacían a tasas de interés variable, que consistían en una tasa de interés básica (normalmente, el tipo de oferta interbancaria de Londres o LIBOR) y un diferencial dependiente de la solvencia crediticia del prestatario. El diferencial era fijo, pero la tasa de interés básica variaba según el estado de los mercados. Un aumento del LIBOR desencadenó la crisis de la deuda en 1982.

Debido al brusco aumento de la concesión de préstamos en América Latina desde comienzos de la década de los setenta hasta comienzos de los ochenta, al empezar la crisis, los préstamos pendientes de pago de los mayores bancos estadounidenses a prestatarios de América Latina excedieron tanto el capital como las reservas en cantidades sustanciales. Por lo tanto, en caso de cesación de pagos a gran escala de esos préstamos en el futuro, los bancos se enfrentarían a fuertes pérdidas y algunos podrían incluso quebrar. Los propios bancos percibieron estos peligros, al igual que sus gobiernos. Con el asesoramiento y el apoyo de sus gobiernos y del FMI, los bancos crearon comités de coordinación de bancos para cada deudor de América Latina. Estos comités solían estar presididos de manera conjunta por un banco estadounidense y por uno europeo, y consistían en un pequeño grupo de los mayores acreedores para cada país. Los comités renegociaron las condiciones de la deuda, en unión con un programa del FMI, y proporcionaron las necesarias cantidades adicionales de dinero para que los deudores pudieran mantenerse al corriente del pago de los intereses. De esta forma, se evitaron pérdidas inmediatas y se ganó tiempo para que los bancos pudieran aumentar su capital y sus reservas y elaboraran otras estrategias a largo plazo. Una de las misiones de los comités era trabajar con los bancos más pequeños para garantizar que aceptaran los acuerdos alcanzados. Como se verá más adelante, este proceso se fue haciendo cada vez más difícil⁹.

Gobiernos acreedores: Teniendo en cuenta el papel predominante de los Estados Unidos en el sistema internacional de aquella época y el hecho de que sus bancos sufrían los mayores riesgos, no resulta sorprendente que el Gobierno de los Estados Unidos tomara la iniciativa en el apoyo a las instituciones financieras. No obstante, los funcionarios estadounidenses colaboraron estrechamente con los gobiernos europeos y con el Gobierno del Japón, así como con el FMI. Dentro del Gobierno de los Estados Unidos, algunos de los actores principales fueron los diversos órganos encargados

⁹ Véase en Rhodes (2011) una descripción del proceso desde el punto de vista del ejecutivo de Citibank que actuó como presidente de muchos de los comités y que ayudó a diseñar la estrategia.

de la regulación bancaria. En lugar de adoptar una postura firme ante los bancos, los reguladores prefirieron ser pacientes (*forbearance*), es decir, no hicieron cumplir las reglas sobre el momento en que un préstamo debía declararse en situación de atraso en los pagos o de cesación de pagos. Tampoco insistieron en que se realizara un aumento inmediato de las reservas. Su objetivo principal era evitar pérdidas a corto plazo, ya que, si no se realizaban costosas transferencias de capital público a los bancos, esas pérdidas darían lugar a una crisis financiera internacional, más allá de un problema regional. La estrategia consistía en permitir que los bancos ganaran tiempo para reforzar sus balances.

A mediados de la década de los ochenta, sin embargo, las autoridades estadounidenses comenzaron a impacientarse con los resultados de este proceso. No había ninguna indicación de que la crisis estuviese disminuyendo y, de hecho, la carga de la deuda de los países estaba aumentando. El descontento político también se incrementaba en América Latina, como respuesta a la austeridad exigida por los programas del FMI que acompañaban a las negociaciones sobre la deuda. Cuando James A. Baker III fue nombrado Secretario del Tesoro de los Estados Unidos en 1985, buscó una estrategia alternativa que permitiera recuperar el crecimiento de las economías de la región. El denominado Plan Baker, anunciado en la reunión anual del FMI y el Banco Mundial en octubre del mismo año, tenía dos componentes fundamentales. Por un lado, se pidió a los bancos y a las instituciones financieras internacionales que aumentaran los préstamos a un grupo de 15 países fuertemente endeudados, entre ellos 10 de América Latina. Los bancos debían aportar 20.000 millones de dólares a lo largo de tres años y el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo debían proporcionar 9.000 millones de dólares. Por otro lado, los países receptores debían emprender una serie de reformas económicas que liberalizaran los controles, aumentaran la apertura al comercio y a las inversiones extranjeras y se apoyaran más en el sector privado. A pesar del apoyo inicial, el programa no cumplió sus objetivos y la crisis continuó (Bogdanowicz-Bindert, 1986; Hakim, 1986).

Otro intento de superar la crisis se originó en el Japón, cuyos bancos habían participado activamente en los préstamos a América Latina en los años previos a la crisis. Inicialmente, el Gobierno del Japón y los bancos japoneses siguieron los pasos de los Estados Unidos, pero a mediados de la década estaban frustrados con la lentitud del progreso. En la reunión anual del FMI y del Banco Mundial de 1988, Keiichi Miyazawa, Ministro de Hacienda del Japón, propuso un nuevo enfoque. Su propuesta se centraba en la titularización de la deuda de América Latina, que implicaba el cambio de los antiguos préstamos por bonos con tasas de interés menores. La titularización estaría acompañada por más financiación, procedente de las instituciones financieras internacionales y del propio Japón. Todo se

haría en el contexto de programas del FMI que, supuestamente, crearían crecimiento. Si bien se presentó como una acción complementaria del Plan Baker, de tipo voluntario y con adaptación a cada caso concreto, el Plan Miyazawa fue rechazado por los Estados Unidos (Stallings, 1990b).

Menos de seis meses después, con otro gobierno en Washington, D.C., el nuevo Secretario del Tesoro, Nicholas Brady, adoptó los elementos principales del Plan Miyazawa y los denominó el Plan Brady. El Plan Brady tenía más opciones para los bancos que el Plan Miyazawa e incluía una reducción de la deuda, al intercambiarla por bonos. El Gobierno del Japón apoyó el nuevo plan con entusiasmo y prometió fondos, en unión con las instituciones financieras internacionales, para garantizar los bonos. Al reconocer que la condonación de parte de la deuda era necesaria para reanudar el crecimiento y al establecer condiciones suficientemente flexibles para lograr el apoyo de los bancos, el Plan Brady finalmente inició el proceso que acabó con la crisis, casi siete años después de comenzar (véase Griffith-Jones, 2013).

Instituciones internacionales: Tanto el FMI como el Banco Mundial y el BID influyeron en gran medida en la crisis de la deuda, pero la institución clave fue el FMI. El papel del Fondo Monetario Internacional cambió con el tiempo, pero siempre fue el coordinador general del proceso de negociación. Además, era también un acreedor significativo y estableció los paquetes de políticas que acompañaban la refinanciación bancaria. Las características de esos paquetes variaban según los casos. En una primera etapa, eran los típicos acuerdos de derecho de giro (*stand-by agreements*), centrados en la reducción del déficit y que, generalmente, provocaban una contracción económica. Tras el inicio del Plan Baker, se modificaron para subrayar las reformas estructurales, como la liberalización del comercio, la privatización y los incentivos para la inversión extranjera. A finales de los ochenta, con la llegada del Plan Brady, el FMI terminó por defender medidas de alivio de la deuda. Incluso prestaba a deudores con atraso en los pagos, es decir, estaba dispuesto a prestar sin esperar a que un país alcanzara un acuerdo con sus otros acreedores (Boughton, 2001, cap. 12).

Al principio, el Banco Mundial se mantuvo al margen y dejó que el FMI tomara la iniciativa en el tratamiento de la crisis de la deuda. De hecho, sus préstamos se estancaron en la primera mitad de la década de los ochenta y las devoluciones fueron mucho más cuantiosas que los nuevos préstamos. El Banco Mundial solo se convirtió en participante activo cuando se anunció el Plan Baker, ya que el Secretario del Tesoro comprendió su potencial para contribuir a la agenda de crecimiento del plan. En ese momento, el Banco cambió su énfasis de su enfoque tradicional de financiación de proyectos a uno nuevo que incluía tanto préstamos para programas (préstamos de ajuste estructural) como préstamos sectoriales. Gracias a este cambio los préstamos del Banco

Mundial resultaron más apropiados para los paquetes de financiación que estaban organizándose como parte del proceso de reestructuración de la deuda, pero dado que las condiciones eran más estrictas, empeoraron sus relaciones con algunos gobiernos de América Latina (Bacha, 1988). No obstante, el papel del Banco Mundial fue muy relevante en algunos países que no querían tratar con el FMI. Tussie (2013) señala, por ejemplo, que el Banco Mundial trabajó en estrecha colaboración con el Gobierno de la Argentina, que estaba fuertemente en desacuerdo con varios aspectos del proceso de reestructuración. El BID siguió una trayectoria bastante similar a la del Banco Mundial y su papel también adquirió mayor relevancia como resultado del Plan Baker (Overseas Development Institute 1991).

Tres de estos cuatro grupos de actores trabajaron en estrecha coordinación. Los bancos, sus respectivos gobiernos y el FMI tenían objetivos e intereses similares. Su deseo principal era evitar la gran crisis financiera que podría producirse si la crisis de la deuda terminaba con cesaciones de pagos generalizadas. Así pues, los bancos tenían que renegociar los préstamos evitando sufrir grandes pérdidas. En la siguiente sección, se estudia cómo la coordinación entre los tres actores fue evolucionando con el tiempo, a medida que se producían cambios en la situación y en la interpretación de la crisis, pero el FMI y los gobiernos siempre respaldaron a los bancos comerciales que se sentaban a la mesa de negociaciones. Al otro lado de la mesa, se encontraban los países deudores, generalmente actuando de forma individual. Si suponemos (como Cline) que todos los participantes tenían intereses similares, esta situación de “tres contra uno” no era relevante. En cambio, si observamos la existencia de intereses en conflicto (como se hace en el marco conceptual de este estudio), concluiremos que los países deudores estaban en una situación de gran desventaja al encontrarse ante un frente unido, con inmensos recursos. En este caso, la falta de unidad de América Latina fue crucial y constituye una lección para el futuro, que volverá a considerarse posteriormente en este estudio.

C. El proceso de negociación

Según la CEPAL, que siguió el proceso de negociación muy de cerca, el período entre 1982 y 1990 puede dividirse en cinco rondas. Como puede verse en el cuadro II.1, las rondas de negociación tuvieron lugar en los períodos 1982-1983, 1983-1984, 1984-1985, 1986-1988 y 1989-1990. Más adelante se estudiará cómo cambiaron las condiciones en las diversas rondas. En este punto, el análisis se centra en la relación entre las rondas de negociación y las fases más amplias del proceso de negociación. En particular, se han combinado las cinco rondas en tres fases, según el enfoque utilizado en cada una de ellas.

Cuadro II.1
América Latina: periodización de la crisis de la deuda

Rondas de negociación	Fases de la crisis
1ª ronda: 1982-1983	
2ª ronda: 1983-1984	Políticas de austeridad (programas de derechos de giro del FMI)
3ª ronda: 1984-1985	
4ª ronda: 1986-1988	Crecimiento, reformas y financiamiento (Plan Baker)
5ª ronda: 1989-1990	Crecimiento, reformas y alivio de la deuda (Plan Brady)

Fuente: Elaboración propia.

La primera fase se denomina de austeridad. En ella, las condiciones que acompañaban a las negociaciones de la deuda eran las típicas políticas anexas a los acuerdos de derecho de giro del FMI. Estas políticas se centraban en la reducción de los déficits fiscales, mediante la disminución del gasto o el aumento de los impuestos y otras fuentes de ingreso. Una política complementaria consistía en una gran devaluación que, en principio, desplazaría la producción hacia las exportaciones. De esa forma, se suponía que los gobiernos deudores tendrían más recursos disponibles para el pago de la deuda, si bien la contracción de sus economías socavó este objetivo. La segunda fase corresponde al período cubierto por el Plan Baker, que intentaba estimular el crecimiento en la región. Las condiciones impuestas pasaron de los programas de acuerdos de derecho de giro a los ajustes estructurales, mediante los cuales los gobiernos abrirían más sus economías al comercio, privatizarían empresas públicas e intentarían obtener inversiones extranjeras. La tercera fase consistió en la introducción del Plan Brady y sus primeros años. El Plan Brady también intentó estimular el crecimiento y siguió insistiendo en las reformas estructurales, pero abrió el camino para la reducción de la deuda.

En el cuadro II.2 se muestra que las condiciones de los préstamos refinanciados cambiaron significativamente a lo largo de las cuatro primeras rondas de negociación. La quinta no se incluye, ya que las condiciones pasaron de ser muy similares para todos los deudores a ser muy diferentes, de manera que resultaría difícil obtener cifras comparables. Las cifras que figuran en el cuadro II.2 corresponden a un índice formado por tres elementos: la tasa de interés (margen sobre el LIBOR), la comisión cobrada y el período de amortización:

$$[[(C_i/A_i + M_i)/A_i] / (C_o/A_o + M_o)/A_o] \times 100$$

donde C es la comisión, A es la amortización, M es el margen por encima del LIBOR, el subíndice o corresponde a las condiciones en 1980-1981 y el subíndice i corresponde a las condiciones en el período respectivo.

El claro mensaje del cuadro es que las condiciones para los deudores mejoraron sustancialmente desde la primera ronda hasta la cuarta. Considerando los promedios no ponderados, se puede ver que el índice cayó desde 244 (1982-1983), hasta 138 (1983-1984), posteriormente hasta 81 (1984-85) y finalmente hasta 45 (1986-88). Más adelante, se estudiarán algunas explicaciones de esta caída.

Cuadro II.2
América Latina: cambio de las condiciones de los préstamos para los deudores ^a
(Valor de 1980-1981=100)

País	1ª ronda	2ª ronda	3ª ronda	4ª ronda
Argentina	319		114	40
Brasil	144	107	43	
Costa Rica	151		82	
Chile	250	151	89	50
Ecuador	335		107	
Honduras	152		65	
México	280	160	83	44
Panamá	274		79	
Perú	197	134		
República Dominicana	235		61	
Uruguay	349		98	44
Venezuela (República Bolivariana de)			68	47
Promedio ^b	244	138	81	45

Fuente: Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press, 1989, pág. 193.

^a Las cifras corresponden a un índice (valor de 1980-1981=100) formado por la comisión, la amortización y el margen sobre el LIBOR; véase el texto para más información sobre el cálculo del índice.

^b Promedio no ponderado.

Fase 1: La primera fase fue el período de choque de la crisis. Ni los acreedores ni los deudores estaban preparados para la situación que se dio a continuación. El relato de Kraft (1984) del fin de semana de agosto de 1982 después de que México anunciara que no podría cumplir con sus pagos la semana siguiente mostró, de forma especialmente dramática, la consternación y falta de preparación existentes. Asimismo, el análisis realizado por Rhodes (2011) de la formación del primer comité de coordinación de bancos demostró la naturaleza *ad hoc* de la reacción inicial de los banqueros. Rhodes fue nombrado co-Presidente principal del comité, a sugerencia del Presidente de Citibank, Walter Wriston, ya que hablaba español, había trabajado anteriormente en procesos de reestructuración y conocía a los miembros principales de la comunidad financiera mexicana.

Fue él quien decidió adoptar el nombre de “comité de coordinación” en lugar de “comité de reestructuración”, como forma de evitar la apariencia de una imposición de condiciones. Los países deudores tampoco esperaban que la situación se agravase tanto y no tenían ningún plan para resolver la crisis. El Ministro de Hacienda de México simplemente llamó al Director Gerente del Fondo Monetario Internacional y a dos funcionarios estadounidenses una tarde de viernes, para decirles que necesitaba ayuda y pedir que se creara un comité de bancos.

Rápidamente, se elaboró una metodología para llevar a cabo las negociaciones. Como señaló Rhodes: “Sabía que los participantes del sector privado tendríamos que actuar en unión con los organismos gubernamentales y las instituciones financieras internacionales para resolver la crisis” (pág. 64). Hubo tres partes de los programas que fueron ideadas conjuntamente por los aliados: nueva programación de los pagos de amortización que vencían, nueva financiación para permitir que los deudores se mantuvieran al corriente del pago de los intereses y las condiciones del FMI para acceder a los demás elementos. La parte más complicada fue la relativa a la nueva financiación. El FMI actuó como coordinador, proporcionando información sobre las cantidades que necesitaba cada país. El mismo FMI proporcionó parte de esa financiación y persuadió a los gobiernos de los países industrializados para que también contribuyeran, pero fueron los bancos quienes tuvieron que proporcionar la mayoría de la financiación, con ciertas dificultades, ya que existía un grave riesgo de fomentar la existencia de “polizones” (*free-riders*). Los grandes bancos, junto con sus gobiernos, presionaron a los bancos de menor tamaño para asegurarse de que seguían participando. Para garantizar el funcionamiento del proceso, el FMI se negó a conceder sus préstamos hasta que se hubieran prometido las contribuciones de la contraparte¹⁰.

Por supuesto, la cuestión de cuánto cobrarían los bancos por la refinanciación era crucial. La CEPAL calculó que, entre comienzos de la década de los ochenta y la primera ronda de negociaciones, se produjo un encarecimiento de los préstamos de entre el 100% y el 250%, como se muestra en el cuadro II.2. Este gran aumento contribuyó a impulsar la contracción económica sufrida por los países de América Latina en los años posteriores al estallido de la crisis. El PIB per cápita de la región en su conjunto se redujo de forma continua entre 1981 y 1984, y el desempleo aumentó simultáneamente.

¹⁰ La historia oficial del FMI sobre el período describió así la relación: “Una característica fundamental de la estrategia sobre la deuda elaborada en 1982 fue una intensificación de las relaciones entre el Fondo y los bancos comerciales. Como entonces los bancos no querían prestar [...] si no estaban obligados, el Fondo comenzó a exigir compromisos firmes como requisito previo para la financiación del Fondo” (Boughton, 2001, pág. 276).

A medida que la situación económica de América Latina se deterioraba, los gobiernos comenzaron a reconsiderar parcialmente la decisión de enfrentarse de forma individual a la crisis. Cuando finalizó la primera ronda de reestructuración, el presidente del Ecuador, Osvaldo Hurtado, pidió que dos organizaciones regionales elaboraran una serie de propuestas para la cooperación en asuntos relacionados con la deuda. En enero de 1984, se celebró en Quito una primera reunión de jefes de Estado para considerar las propuestas. Se redactó un plan de acción, solicitando condiciones menos restrictivas, pero con escasos efectos prácticos. En junio de 1984, se celebró una segunda reunión en Cartagena. El comunicado final del denominado Consenso de Cartagena siguió “exigiendo” que se redujeran los costos de la reestructuración de la deuda, pero también volvió afirmar la voluntad de los gobiernos de pagar sus deudas y de actuar caso por caso. Todavía no se pensaba en un frente común, si bien algunos países mostraban cierta rebeldía (Tussie 1988).

Fase 2: Muchos factores convergieron en 1985 para que se produjera un cambio en el enfoque de la crisis de la deuda. Uno de esos factores pudo ser el descontento mostrado el año anterior por los deudores. Al mismo tiempo, cada vez más países iban atrasándose silenciosamente en sus pagos. Quizá tuvo aún más importancia el cambio de personal que se produjo en Washington, D.C., en enero de 1985, cuando el pragmático James Baker sustituyó como Secretario del Tesoro a Donald Regan, cuyas motivaciones eran más ideológicas. Un banquero analizó la situación señalando que Baker estaba preocupado tanto por la estabilidad del sistema bancario de los Estados Unidos como por las consecuencias negativas para las exportaciones estadounidenses de la contracción económica en América Latina y otros países deudores. Tanto él como el Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volker, se reunieron con los dirigentes de los principales bancos estadounidenses para informarles de que se iba a producir un cambio de dirección y para pedir su colaboración mediante la aportación de nuevos fondos. El objetivo era estimular el crecimiento en los países deudores, en lugar de mantener la austeridad que había caracterizado los primeros tres años de la crisis (Bogdanowicz-Bindert, 1986).

El anuncio oficial se produjo en la reunión anual del FMI y el Banco Mundial en Seúl, en octubre de 1985. Como se indicó, el plan Baker tenía dos componentes principales. Uno de ellos era una nueva serie de políticas que se centraban en el ajuste estructural, en lugar de en la austeridad. El segundo componente era el ofrecimiento de nuevos fondos por parte de los bancos comerciales y las instituciones financieras internacionales: 29.000 millones de dólares en total, a lo largo de los tres años siguientes. De esa cantidad, 20.000 millones de dólares debían ser proporcionados por los bancos comerciales y 9.000 millones de dólares por el Banco Mundial

y el BID. Un aspecto significativo del enfoque del Plan Baker era el cambio de actitud con respecto al Banco Mundial y a los bancos regionales de desarrollo. El predecesor de Baker había menospreciado a los bancos de desarrollo, mientras que Baker les pidió que hicieran más. En particular, pidió al Banco Mundial que acelerara sus desembolsos, que trabajara más con el sector privado en los países endeudados, que proporcionara garantías para la inversión extranjera directa en los países en desarrollo y que cofinanciara con los bancos comerciales (Bacha, 1988).

Tanto los banqueros como los deudores reaccionaron con cautela ante el Plan Baker. Los bancos se mostraban renuentes a prestar más dinero a países insolventes sin garantías explícitas, mientras que los deudores tenían dudas sobre la dirección de las políticas que debían adoptar. Los observadores externos argumentaron que las cantidades eran muy pequeñas, que las políticas no tenían en cuenta la situación de la región, que no se habían considerado las altas tasas de interés y los bajos precios de los productos básicos y que los pequeños deudores habían sido excluidos (Hakim, 1986). En las nuevas rondas de reestructuración de la deuda, las condiciones siguieron haciéndose cada vez menos estrictas, como se puede ver en el cuadro II.2, pero la nueva financiación no alcanzó las cantidades previstas por el Plan Baker y el cambio de las políticas fue muy lento.

Una razón por la que los fondos no estaban disponibles era que el cártel de acreedores había comenzado a resquebrajarse. Los bancos estadounidenses de menor tamaño se mostraban cada vez más reacios a participar en nuevas operaciones financieras. Sus carteras eran tan pequeñas que preferían declarar las deudas incobrables y asumir las pérdidas. Los bancos europeos y japoneses, que actuaban según normas distintas a las de los bancos estadounidenses, no querían seguir aportando nuevos fondos. Finalmente, los grandes bancos de los Estados Unidos comenzaron a fortalecer sus reservas para préstamos incobrables. Si bien esas reservas habían aumentado entre 1982 y 1986, seguían formando solamente el 13% de la exposición al riesgo de los préstamos en países en desarrollo. Citibank fue el primer banco que aumentó esta cantidad, estableciendo reservas por más del 30% de su exposición al riesgo, y otros bancos siguieron sus pasos (FDIC, 1997). El aumento de las reservas, a su vez, incrementó el poder de los bancos en relación con los deudores.

Estos cambios requerían nuevas políticas, de modo que se añadieron algunos elementos adicionales al Plan Baker en 1987. El nuevo plan, conocido como “la lista de opciones”, ofrecía a los acreedores otras opciones, además de la reprogramación tradicional. En particular, se añadieron operaciones voluntarias de reducción de la deuda, como rescates de deuda con descuento, bonos de salida a tasas de interés por debajo del mercado y conversiones o canjes de la deuda. Las nuevas opciones admitían

implícitamente que al menos algunos de los países no podían pagar sus deudas y que se trataba de una crisis de solvencia y no de liquidez.

Fase 3: Los nuevos elementos añadidos al Plan Baker allanaron el camino para la tercera fase de las negociaciones de la deuda. De nuevo, un cambio de personal en el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos resultó relevante, pero esta vez hubo también un cambio de gobierno. Nicholas Brady, que se había dedicado durante mucho tiempo a la banca de inversión, fue Secretario del Tesoro durante los últimos meses de la presidencia de Ronald Reagan y continuó en el cargo tras la elección de George H.W. Bush. El cambio de presidente fue crucial. Con Reagan, Brady había criticado la propuesta japonesa de titularización y reducción de la deuda, pero, después de la elección de Bush, adoptó el mismo enfoque y finalmente puso en práctica los elementos que permitieron acabar con la crisis.

La gama de opciones para los bancos se modificó, con el objetivo de reducir el principal de las deudas. Había tres opciones disponibles: 1) los préstamos existentes podían convertirse en bonos de reducción de deuda a 30 años, con un descuento del 35% sobre el valor nominal y un tipo de interés 13/16 puntos porcentuales por encima del LIBOR; 2) los préstamos existentes podían canjearse por bonos a la par a 30 años, con tipos de interés del 6,26%, por debajo del precio de mercado, o 3) a lo largo de un período de cuatro años, los bancos podían proporcionar nuevos fondos, por un monto de hasta el 25% de su exposición al riesgo en 1989. Los bonos estaban garantizados por un fondo de 30.000 millones de dólares, formado por 12.000 millones de dólares del FMI, otros 12.000 millones del Banco Mundial y 6.000 millones del gobierno japonés (Unal, Demirguc-Kunt y Leung 1992)¹¹. Otros elementos significativos eran los cambios en las reglas y reglamentos de impuestos de los Estados Unidos, para eliminar los obstáculos a la reducción de la deuda, y la buena disposición del FMI a alcanzar acuerdos con países que no se habían puesto de acuerdo con los bancos privados.

Según Griffith-Jones (2013), celebraron acuerdos Brady 17 países, entre ellos 10 de América Latina: Argentina, Brasil, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). El volumen total de deuda Brady que se emitió bordeó los 150.000 millones de dólares y la condonación de la deuda estuvo entre el 35% y el 45%. La relación entre la deuda y el PIB en la región en su conjunto se redujo desde un valor máximo del 54% en 1987 hasta el 32% en 1997, mientras que, en 2010, era del 23%. Griffith-Jones afirma que es

¹¹ Estas condiciones fueron las correspondientes a México, pero las de otros países fueron muy similares. En el caso de México, la adopción fue de un 49% en bonos con descuento, un 41% en bonos a la par y un 10% en nueva financiación.

difícil estimar el éxito del Plan Brady, porque varias otras cosas sucedieron de forma simultánea, incluidas la reducción de las tasas de interés y el retorno de los flujos de capital a América Latina a comienzos de la década de los noventa. Sin embargo, no cabe duda de que la reducción de la deuda fue un factor clave en el nuevo aumento de flujos de capital.

¿Qué provocó estos cambios de estrategia a lo largo de la década? En cierta medida, fue la cambiante percepción de la naturaleza de la crisis. Mientras que la mayoría de los actores involucrados, tanto los acreedores como los deudores, probablemente pensaban en 1982 que se trataba de una crisis de liquidez, con el paso del tiempo quedó claro que era una crisis de solvencia. Muchos de los países simplemente no podían hacer frente a los pagos según los términos contractuales. Además, los bancos terminaron por tomar una medida prevista desde el principio y ampliaron su capital y sus reservas hasta poder permitirse condonar deuda. También se produjo un cierto cambio en las relaciones de poder. El cártel de banqueros comenzó a desmembrarse casi al mismo tiempo que los deudores empezaron al menos a compartir información y tácticas de negociación, aunque no fuera viable formar un cártel de deudores. El rechazo de algunos países también planteó la posibilidad de que el plan de austeridad y reestructuración original no era factible. Estos elementos fueron reforzados por los cambios de personal en altos puestos gubernamentales, especialmente en los Estados Unidos, que dieron lugar a una mayor flexibilidad y a una visión a más largo plazo de los costos y beneficios de la crisis de la deuda.

D. Ganadores y perdedores de la crisis de la deuda

Solo es posible señalar ganadores y perdedores de la crisis de la deuda en términos relativos. No hubo verdaderos ganadores, excepto quizás los fondos buitres, que compraron la deuda de América Latina cuando su precio era muy bajo y después la vendieron al subir el precio. Sin embargo, se puede decir que los bancos acreedores sufrieron un perjuicio mucho menor que los países deudores de América Latina. También se puede decir que los ciudadanos más vulnerables de América Latina fueron los que más perdieron.

Bancos acreedores: Cuando se produjo el estallido de la crisis de la deuda en 1982, los bancos acreedores, especialmente los bancos estadounidenses de mayor tamaño, arriesgaban enormes cantidades de dinero. La Corporación Federal de Seguros de Depósito (FDIC), uno de los principales reguladores bancarios de los Estados Unidos, lo expresó así en una historia del período: Se adeudaban unos 37.000 millones de dólares a los ocho mayores bancos de los Estados Unidos, una cantidad que constituía en torno al 147% de su capital y sus reservas en ese momento. En consecuencia, varios de los mayores bancos del mundo se

enfrentaban a la posibilidad de sufrir grandes cesaciones de pagos y la quiebra (FDIC, 1997, pág. 191)¹².

Teniendo en cuenta esta amenaza, el hecho de que diez años después hubieran recuperado su fuerza y tuvieran más beneficios que nunca indica que los bancos pudieron capear el temporal y salir de él relativamente intactos. Los accionistas sufrieron pérdidas cuando finalmente se produjo una condonación parcial de los préstamos según el Plan Brady, pero es probable que las reestructuraciones fueran ventajosas para los bancos, especialmente en el primer período, en el que las tasas de interés eran muy altas.

El cuadro 3 proporciona una serie de indicadores para evaluar el impacto de la crisis en los bancos en el período entre 1980 y 1989: la relación entre capital y activos, los préstamos a los países menos desarrollados como porcentaje del capital más reservas, el total de condonaciones de deuda y los dos indicadores habituales de rentabilidad de los fondos propios y rendimiento de los activos. Conviene subrayar una serie de elementos del cuadro. En primer lugar, la relación entre capital y activos era baja, en general, en el período anterior a la crisis, pero aumentó a medida que la década de los ochenta iba avanzando. En segundo lugar, no solo los préstamos a países menos desarrollados (que eran, en sus dos terceras partes aproximadamente, préstamos a países de América Latina) excedían el capital y las reservas de los bancos en el momento de la crisis, sino que la situación continuó hasta el final de la década. En tercer lugar, las condonaciones nunca fueron muy grandes. En cuarto lugar, los beneficios se redujeron significativamente en comparación con los años previos a la crisis. De hecho, hubo dos años (1987 y 1989) en los que los ocho bancos sufrieron pérdidas. Estas pérdidas se debieron a grandes aumentos de las reservas para préstamos incobrables en esos años, que tuvieron que restarse de los beneficios.

Desgraciadamente, el documento de la Corporación Federal de Seguros de Depósito que constituye la fuente del cuadro 3 no proporciona información sobre estos indicadores después de 1989 y la búsqueda de datos comparables resultó infructuosa. Sin embargo, es posible encontrar datos del sector bancario estadounidense en su totalidad y para los grandes bancos en general, aunque no para el grupo superior¹³. La imagen

¹² Los datos de la Corporación Federal de Seguros de Depósito (FDIC) muestran que el problema fue aún peor de lo que indica esta cita. Como se muestra en el cuadro 3 de este estudio, que está basado en datos del FDIC, los préstamos a países menos desarrollados en 1982 equivalieron a un 217% del capital y las reservas de los ocho mayores bancos de los Estados Unidos.

¹³ Véanse, por ejemplo, Jones y Crutchfield (2005), Lee y Rose (2010). Ninguno de estos estudios trata específicamente sobre la rentabilidad, pero proporcionan algunos datos al respecto. Véase también el apéndice 1 de Chronopoulos y otros (2011).

resultante está clara. A principios de los noventa, comenzó un período de grandes beneficios para el sector bancario y el rápido aumento del precio de sus acciones reflejó esos beneficios. Los grandes bancos prosperaron especialmente, a medida que se fueron fusionando con diversos rivales o absorbiéndolos. Por ejemplo, si consideramos la lista de los ocho mayores bancos en 1982, solo tres de ellos (Bank of America, Citicorp y JP Morgan) siguen siendo entidades independientes. Todos los demás (Bankers Trust, Chase, Chemical, First Chicago y Manufacturers Hanover) experimentaron fusiones. Por supuesto, en ese período estaban ocurriendo muchas otras cosas, de manera que no se puede asignar un valor causal a lo sucedido en los años ochenta. En cambio, sí que es posible señalar algo más sencillo: al finalizar la década de los ochenta, los bancos se encontraban en una situación suficientemente fuerte como para aprovechar las nuevas oportunidades. En 1982, no todos se habrían atrevido a predecir un futuro tan favorable para los bancos.

Cuadro II.3
Estados Unidos: indicadores financieros de los bancos mas grandes, 1980-1989
(En porcentajes y miles de millones de dólares)

Año	Capital/ activos	Préstamos a países menos desarrollados/ capital + reservas	Condonación total de préstamos (<i>en miles de millones de dólares</i>)	Ingresos netos/ fondos propios	Ingresos netos/ activos
1980	3,9	224,3	0,7	13,8	0,53
1981	3,9	232,6	0,7	12,9	0,51
1982	4,0	217,3	1,3	12,4	0,51
1983	4,5	201,6	1,5	11,8	0,53
1984	4,8	190,2	2,0	10,6	0,51
1985	4,8	168,0	3,0	9,0	0,43
1986	5,0	145,7	3,4	8,8	0,44
1987	4,2	125,3	2,9	-22,2	-0,93
1988	5,0	107,3	2,8	21,3	1,09
1989	4,5	93,2	5,5	-9,9	-0,45

Fuente: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), “An examination of the banking crises of the 1980s and early 1990s”, *History of the 80s. Lessons for the Future*, vol. 1, Washington, D.C., 1997, págs. 196 y 197.

Deudores de América Latina: Desde el punto de vista de América Latina, la historia de la crisis es significativamente peor. Es cierto que las condiciones de la reestructuración de la deuda se fueron haciendo menos onerosas, que finalmente se obtuvo un grado sustancial de condonación de la deuda y que, en los noventa, surgieron nuevas oportunidades. Estas oportunidades estaban relacionadas con el cambio en la estrategia de desarrollo que se puso en práctica como parte del Plan Baker y del Plan Brady. El cambio de dirección hacia una mayor actividad del sector privado y hacia economías más abiertas, que resultó particularmente polémico y

constituía la contrapartida del proceso de renegociación después de 1985, fue parcialmente responsable del brusco aumento de los flujos de capital en los noventa. La nueva estrategia se ha debatido mucho y no es el tema tratado en este estudio, pero claramente estaba relacionada con la crisis de la deuda en muchos sentidos.

Mientras tanto, la región perdió una década de producto, creación de empleo y reducción de la pobreza, una década que no puede recuperarse. El cuadro II.4 proporciona datos para ilustrar la gravedad de las pérdidas. El dato más dramático es el índice del PIB per cápita (1980=100), que llegó a 104 en 1981 y tenía un valor de 97 al finalizar la década. Así fue como se manifestó la “década perdida”, utilizando la expresión de la CEPAL.

Cuadro II.4.
América Latina: indicadores económicos y sociales, 1980-1990

Año	Variación del PIB per cápita (1980=100)	Inversión (en porcentajes del PIB)	Desempleo (en porcentajes de la población activa)	Pobreza (en porcentajes de la población)
1980	100,0	24,4	6,1	40,5
1981	103,9	24,2	6,6	
1982	102,3	21,7	6,8	
1983	99,3	18,1	7,8	
1984	94,7	17,9	8,1	
1985	96,0	19,0	7,4	
1986	96,4	18,5	6,4	43,3
1987	97,9	20,6	5,9	
1988	98,9	22,0	5,9	
1989	97,8	22,0	5,6	
1990	96,9	19,4	5,9	48,3

Fuente: Para el PIB per cápita: Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas (CEPALSTAT); para la inversión: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial [en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>; para el desempleo: datos inéditos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); para la pobreza: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Panorama Social de América Latina, Santiago de Chile, varios años.

No solo se perdió el producto actual, sino que también se puso en riesgo el producto futuro. La tasa de inversión, que equivalía a más del 24% del PIB en los años 1980 y 1981, no volvió a alcanzar ese nivel durante la década y tenía un valor inferior al 19% en 1990. Se perdieron competencias e ingresos familiares, a medida que el desempleo iba aumentando hasta superar el 8% de la población activa. Aparentemente, el problema del desempleo disminuyó en la segunda mitad de la década, como puede verse en el cuadro II.4, pero un economista de la CEPAL especializado en el tema indica que la reducción del desempleo fue el resultado del paso de muchas personas al sector informal, ya que no

podían permitirse un desempleo abierto¹⁴. Finalmente, la tasa de pobreza, que había disminuido durante la década de los setenta hasta llegar a un valor del 40,5% de la población en 1980, cambió de dirección y alcanzó el 48,3% en 1990. Se trata de un dato particularmente preocupante, ya que indica que los pobres sufrieron de manera especial el efecto de la crisis.

Otra forma de medir las pérdidas de América Latina durante la década de los ochenta consiste en considerar las transferencias de la región en su conjunto a otras partes del mundo. Mientras que la teoría económica dice que los países en desarrollo deberían importar recursos para crecer más rápidamente, América Latina exportó recursos desde 1982 y durante el resto de la década. De hecho, Devlin (1989) demuestra que las transferencias fueron muy superiores, como porcentaje del PIB, a las indemnizaciones de guerra alemanas.

El cuadro II.5 muestra las transferencias netas y su desglose como porcentaje del PIB. Las transferencias netas consisten en flujos de capital autónomos (voluntarios), más los flujos compensatorios, más los pagos de intereses y dividendos. Los pagos de intereses y dividendos fueron negativos a lo largo de la década, como siempre sucede con los países de América Latina, que son importadores netos de capital, pero su aumento después de 1981 fue notable. Aún más interesante es el dato mostrado en el cuadro referente a la relación entre financiación voluntaria y compensatoria. La primera fue amplia y positiva en los años 1980 y 1981. En 1982, se redujo hasta casi llegar a cero y mostró valores negativos a lo largo del resto de la década, hasta 1990. Este tipo de flujo de capital en los ochenta correspondía principalmente a créditos de los bancos privados, y el cuadro indica que, a grandes rasgos, desapareció, a pesar de que frecuentemente se hablaba sobre la posibilidad de proporcionar nuevos fondos. El patrón de flujo de capital compensatorio fue prácticamente el contrario: muy pequeño en los años 1980 y 1981, pero después creció y tuvo valores positivos durante toda la década. Estos flujos correspondían a entidades del sector público, como el FMI, el Banco Mundial, el BID y algunos países industrializados. Lo que sucedió, pues, fue que el dinero privado se reemplazó con dinero público.

Según ambos tipos de indicadores, América Latina sufrió tremendas pérdidas en la década de 1980. La economía regional se contrajo, al igual que la inversión y el empleo, mientras que aumentó la pobreza. Por otro lado, las transferencias netas fueron negativas, ya que las salidas de capitales de los bancos, junto con los pagos de intereses y dividendos, superaban con creces las entradas de las agencias

¹⁴ Comunicación privada de Jürgen Weller, de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, 11 de febrero de 2013.

multilaterales. En comparación con la evolución de los problemas de los bancos a lo largo del período, que se ha descrito anteriormente, América Latina fue, claramente, la principal perdedora.

Cuadro II.5
América Latina: transferencias netas de capital y su desglose, 1980-1990
(En porcentajes del PIB)

Año	Movimientos autónomos	Transferencias compensatorias	Intereses y dividendos	Transferencias netas
1980	3,79	0,22	-2,47	1,55
1981	4,33	0,20	-3,29	1,24
1982	0,39	2,08	-4,70	-2,23
1983	-3,02	4,10	-4,71	-3,62
1984	-1,49	3,29	-5,17	-3,36
1985	-2,17	2,72	-4,77	-4,22
1986	-1,60	2,88	-4,30	-3,02
1987	-1,61	3,20	-3,88	-2,30
1988	-1,17	2,51	-3,82	-2,47
1989	-1,87	2,91	-3,93	-2,88
1990	-0,22	1,84	-3,00	-1,38

Fuente: Para los flujos: Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas (CEPALSTAT); para el PIB en dólares corrientes: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial [en línea] <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

E. Conclusiones

La crisis de la deuda de América Latina, que duró casi una década, no benefició a ninguno de los actores principales, si bien los costos se dividieron de forma muy poco equitativa como lo habían indicado las predicciones del modelo de negociación asimétrica. Los bancos, en particular los grandes bancos de los Estados Unidos, sufrieron pérdidas en términos relativos, ya que la década de los ochenta fue una de las menos provechosas de la historia. En dos de los años de esa década, estos bancos sufrieron pérdidas en términos absolutos. Las consecuencias no solo incidieron en los propios bancos sino también en sus accionistas, quienes también perdieron dinero. No obstante, cabe destacar que los bancos más pequeños no sufrieron tanto los efectos de la crisis, ya que habían participado en menor medida en los préstamos de los setenta. Claramente, en América Latina las personas perdieron mucho más que los bancos. La disminución de la producción y la pérdida de inversiones a nivel macroeconómico se reflejaron en pérdidas de ingresos y de empleo a nivel microeconómico, es decir, en los hogares. El aumento de la pobreza en un 20% sugiere que, por el lado de los deudores, los más vulnerables sufrieron más, mientras que por el lado de los acreedores, los menos

vulnerables fueron los que más sufrieron. La economía mundial, que podría haberse visto muy perjudicada si se hubieran producido cesaciones de pagos generalizadas, se libró de una gran crisis en la década de los ochenta. La crisis actual, que comenzó en 2007-2008 y aún persiste en diversos lugares del mundo, muestra lo que podría haber sucedido en los ochenta.

Los costos que supuso la crisis de América Latina plantean dos preguntas. En primer lugar, siendo realistas, ¿podría haberse logrado un mejor resultado? En segundo lugar, ¿la crisis de América Latina arrojó alguna lección para el futuro? Este estudio concluye con la consideración de tres hipótesis y la respuesta a ambas preguntas desde la óptica de esas tres hipótesis.

Una primera hipótesis se centra en si podría haberse obtenido un mejor resultado mediante una solución más rápida. En el caso de América Latina, es poco probable que hubiera podido lograrse una solución más rápida. No se había producido una crisis tan grave y tan amplia desde los años treinta, medio siglo antes, y las crisis de países individuales no proporcionaban conclusiones particularmente relevantes. Así pues, la respuesta a corto plazo se produjo mediante ensayo y error, tanto por parte de los acreedores como de los deudores. Teniendo en cuenta la sobreutilización de recursos bancarios a comienzos de la década de los ochenta, habría hecho falta contar con fondos públicos para que los bancos hubieran podido reconocer sus pérdidas, pero no hubo apoyo al gasto de dinero público hasta bien entrada la década (con el Plan Baker y el Plan Brady). Se trataba de una decisión política y la situación de la política estadounidense no era propicia para la adopción de medidas encaminadas a lograr una solución rápida a comienzos de los ochenta, durante la presidencia de Reagan.

Con la irrupción de las crisis de los noventa en México (1994-1995) y en Asia (1997-1998) se entendió la importancia de la celeridad y del dinero para la refinanciación. Puede llegarse a esta conclusión teniendo en cuenta la naturaleza del retroceso del PIB en cada caso. Tanto la crisis mexicana como la asiática tuvieron forma de V, ya que el crecimiento se recuperó rápidamente después de una abrupta caída. Los aumentos de las exportaciones, impulsados por las devaluaciones, fueron mecanismos cruciales para la recuperación. En el caso de América Latina, el patrón tuvo forma de L, debido a las diferentes políticas, pero también a la ausencia de sectores de exportación preparados para aprovechar las ventajas de tipos de cambio devaluados. Ante la crisis mundial actual, la reacción de los Estados Unidos fue, ciertamente, más rápida que la de la Unión Europea, que sigue atascada en un bajo crecimiento, problemas bancarios y altos costos sociales.

Una segunda hipótesis para obtener un mejor resultado se centra en la unidad de los deudores. Como explica Tussie (1988 y 2013), la unidad entre los países de América Latina en los ochenta era muy difícil de lograr debido a los intereses divergentes, a pesar de que todos compartían los objetivos de reducir la carga de la deuda, reanudar el crecimiento y volver a los mercados de capital internacionales. Una diferencia relevante entre los países deudores era su relación con los Estados Unidos como actor central de la coalición de acreedores. México, en particular, confiaba en recibir un trato especial debido a la frontera compartida con los Estados Unidos. Al ser México uno de los dos mayores deudores (junto con el Brasil), su distanciamiento constituyó un grave obstáculo para la unidad de los deudores. Otro problema era la diferencia en las estrategias de desarrollo al comienzo de la crisis entre los países que ya habían iniciado un proceso de liberalización y los que no lo habían hecho. Irónicamente, una de las consecuencias de la crisis fue la convergencia en la política económica, pero esto no se manifestaría hasta la década de los noventa. También hay que tener en cuenta las diferencias políticas entre los gobernantes de América Latina, relacionadas en parte con las distintas estrategias. Finalmente, las diferencias del tamaño y de las características de las deudas también fueron relevantes, al igual que los recursos y la estructura económica de cada país.

En 1984, se celebraron varias reuniones para obtener mejores condiciones para los deudores. Sin embargo, a pesar del clamor periodístico, nunca se pretendió crear un “cártel de deudores”, debido a las diferencias descritas anteriormente. Este hecho planteó un dilema a los gobiernos de América Latina, ya que los bancos, los gobiernos acreedores y las instituciones financieras internacionales sí trabajaron conjuntamente por medio de los comités de coordinación de bancos, especialmente durante el período comprendido entre 1982 y 1984. A pesar de que la coalición de acreedores comenzó a disolverse a mediados de la década, como se puso de manifiesto con el Plan Baker, América Latina ya había perdido mucho. En cuanto a las lecciones aprendidas, la unidad de los deudores claramente no resultó relevante para la crisis mexicana de 1995 y tampoco se puso en práctica en Asia, a finales de los noventa. Actualmente, en el ámbito europeo, se han manifestado algunas propuestas tentativas para que los países del sur de Europa coordinen sus estrategias, pero hay una clara reticencia a continuar por ese camino.

Finalmente, una tercera hipótesis consistiría en concentrarse en mayor medida en las políticas orientadas hacia el crecimiento como forma de salir de las crisis de la deuda. En principio, podría parecer una manera lógica de actuar, pero resulta más difícil de lo que parece. Un problema crucial es la necesidad de recursos para financiar el crecimiento y, en plena crisis, no es fácil movilizar esos recursos, ya sea a partir de fuentes internas o externas.

Por el contrario, las políticas del FMI que enmarcaron la reestructuración de los préstamos antes de 1985 se centraban en la austeridad y dieron lugar a contracciones económicas en los países deudores. Durante ese período, solo se proporcionó financiamiento externo para que los deudores pudieran mantenerse al día con el pago de los intereses para evitar que los bancos tuvieran que declarar los préstamos en mora. Posteriormente, el Plan Baker promovió tanto políticas de crecimiento como un programa para financiarlas, pero ninguno de ellos funcionó como estaba previsto. El financiamiento no alcanzó las cantidades deseadas y muchos de los países deudores se mostraron reacios a emprender las reformas estructurales exigidas para acceder a nuevos recursos. Solo el Plan Brady, que introdujo la idea de reducción de la deuda, pudo facilitar el crecimiento y la aparición de nuevas oportunidades en los noventa.

Podría decirse que la idea de centrarse en el crecimiento es la mejor lección para el futuro. Es claramente coherente con la idea de intentar acelerar la resolución de las crisis, pero requiere un entorno favorable para que tenga éxito. Las crisis de los noventa en México y en Asia tuvieron lugar en un contexto internacional de crecimiento, y la capacidad de los países respectivos para ayudarse a sí mismos a través del aumento de las exportaciones resultó crucial. Actualmente, en Europa, si bien muchos actores piden que se favorezca el crecimiento, ni las políticas ni las condiciones externas son propicias. Sin embargo, si se diera una mayor prioridad al crecimiento, es probable que pudiera elaborarse una combinación adecuada de políticas.

La crisis de América Latina, por lo tanto, arroja una serie de enseñanzas. Ninguna de ellas se aprovechó durante los ochenta, sino que hubo que esperar hasta la etapa final del proceso de renegociación para aplicarlas, cuando ya se habían producido grandes pérdidas. Sin embargo, una mirada al pasado, combinada con el examen de las políticas de más éxito empleadas en las crisis de México y Asia, podría ofrecer ideas para resolver la situación europea actual. También sería pertinente para las futuras crisis en América Latina y en otros lugares, porque no hay duda de que seguirán surgiendo nuevas crisis.

Bibliografía

- Bacha, Edmar (1988), "Latin America's debt crisis and structural adjustment: the role of the World Bank", *Texto de discusión*, N° 198, Río de Janeiro, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.
- Bogdanowicz-Bindert, Christine (1986), "The debt crisis: the Baker Plan revisited", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 28, N° 3, Miami, Universidad de Miami.
- Boughton, James (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Chronopoulos, Dimitris K. y otros (2011), "The Dynamics of US Bank Profitability", Fife, Escocia, Universidad de St. Andrews [en línea] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972835.
- Cline, William R. (1995), *International Debt Reexamined*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- (1984), *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- (1983), "Renegociación de la deuda latinoamericana: Un análisis del poder monopólico de la banca", *Revista de la CEPAL*, N° 20, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Devlin, Robert y Ricardo Ffrench Davis (1995), "The great Latin American debt crisis: ten years of asymmetric adjustment", *Poverty, Prosperity, and the World Economy: Essays in Memory of Sidney Dell*, Gerry Helleiner y otros (eds.), Londres, Macmillan.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1997), "An examination of the banking crises of the 1980s and early 1990s", *History of the 80s. Lessons for the Future*, vol. 1, Washington, D.C.
- Griffith-Jones, Stephany (2013), "El Plan Brady: Lecciones para el futuro", documento presentado en la conferencia "La crisis de la deuda 30 años después", México, D.F., febrero.
- (1988), "Debt crisis management: an analytical framework", *Managing World Debt*, Stephany Griffith-Jones (ed.), Londres, Harvester Wheatsheaf.
- Hakim, Peter (1986), "The Baker Plan: unfulfilled promises", *Challenge*, vol. 29, N° 4, Armonk, M.E. Sharpe, septiembre-octubre.
- Jones, Kenneth D. y Tim Crutchfield (2005), "Consolidation in the U.S. banking industry: is the 'long, strange trip' about to end?", *FDIC Banking Review*, vol. 17, N° 4, Federal Deposit Insurance Corporation.
- Lee, Seung-Jung y Jonathan D. Rose (2010), "Profits and balance sheet developments at U.S. commercial banks in 2009", *Federal Reserve Bulletin*, Washington, D.C., mayo.
- Lehman, Howard P. y Jennifer L. McCoy (1992), "The dynamics of the two-level bargaining game: the 1988 Brazilian debt negotiations", *World Politics*, vol. 44, N° 4, Nueva York, Cambridge University Press.
- Lipson, Charles (1985), "Bankers' dilemmas: private cooperation in rescheduling sovereign debts", *World Politics*, vol. 38, N° 1, Nueva York, Cambridge University Press.

- O'Donnell, Guillermo (1985), "Deuda externa: ¿por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio?", *Revista de la CEPAL*, N° 27, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Overseas Development Institute (1991), "The Inter-American Development Bank and changing policies for Latin America", *ODI Briefings*, Londres.
- Passarelli, Francesco (2007), "Asymmetric bargaining", *ISLA Working Papers*, N° 26, Milán [en línea] <http://ideas.repec.org/p/slp/islawp25.html>.
- Putnam, Robert (1988), "Diplomacy and domestic politics: the logic of two-level games", *International Organization*, vol. 42, N° 3, Cambridge, Cambridge University Press.
- Rhodes, William R. (2011), *Banker to the World: Leadership Lessons from the Front Lines of Global Finance*, Nueva York, McGraw Hill.
- Seidman, L. William (1993), *Full Faith and Credit: The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas*, Nueva York, Random House.
- Stallings, Barbara (1990a), "Debtors versus creditors: power relations and policy response to the 1980s crisis", *Debt and Transfiguration? Prospects for Latin America's Economic Revival*, David Felix (ed.), Armonk, M.E. Sharpe.
- (1990b), "The reluctant giant: Japan and the Latin American debt crisis", *Journal of Latin American Studies*, vol. 22, N° 1-2, Cambridge, Cambridge University Press.
- (1987), *Banker to the Third World: U.S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, University of California Press.
- (1983), "Latin American debt: what kind of crisis?", *SAIS Review*, vol. 3, N° 2.
- Tussie, Diana (2013), "El Consenso de Cartagena: Notas sobre un fracaso", documento presentado en la conferencia "La crisis de la deuda 30 años después", México, D.F., febrero.
- (1988), "The coordination of the Latin American debtors: is there a logic behind the story", *Managing World Debt*, Stephany Griffith-Jones (ed.), Londres, Harvester Wheatsheaf.
- Unal, Haluk, Asli Demirguc-Kunt y Kwok-Wai Leung (1992), "The Brady Plan, the 1989 Mexican debt reduction agreement, and bank stock returns in the United States and Japan", *Policy Research Working Paper*, N° 1012, Washington, D.C., Banco Mundial.

Capítulo III

De bonos Brady a bonos globales: el acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales desde la década de 1980¹

*Inés Bustillo
Helvia Velloso*

Introducción

Desde la crisis de la deuda de 1982 en América Latina y el Caribe, el acceso a los mercados internacionales de deuda ha mejorado considerablemente. A lo largo de las últimas tres décadas, el mercado de deuda comerciable de América Latina y el Caribe se ha abierto, profundizado y ampliado a medida que la región experimentaba importantes modificaciones estructurales, como los cambios de largo plazo de las políticas económicas nacionales y el aumento de su importancia económica a escala mundial. En consecuencia, el financiamiento por la vía de los bonos en la región es hoy muy distinto al de las décadas de 1980 y 1990. Entre las tendencias de los últimos años aparecen cambios en el financiamiento del sector público, que pasa de la deuda externa soberana a los mercados locales, y en el financiamiento externo, que pasa de la deuda soberana a la deuda corporativa y bancaria.

Asimismo, la región ha ido superando gradualmente algunas de las asimetrías de los mercados financieros que predominaron en la

¹ El presente capítulo es un extracto del libro “La montaña rusa del financiamiento externo. El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012”, Libros de la CEPAL, N° 119 (LC/G.2570-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), septiembre de 2013. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.13.II.G.12.

década de 1990². Los países están superando el llamado “pecado original”³ y los pasivos se han alargado a medida que aquellos han sido cada vez más capaces de emitir activos financieros a más largo plazo. México, por ejemplo, pudo colocar en 2010 un bono a 100 años en los mercados extranjeros, es decir, la deuda con el vencimiento más largo jamás emitida por un país latinoamericano.

El Plan Brady, presentado al final de la década de 1980 e implementado en la primera mitad de la década siguiente, jugó un papel decisivo en el establecimiento de estas tendencias recientes. Desde entonces, el mercado de la deuda latinoamericana ha evolucionado y ha registrado un aumento del volumen, de los tipos de instrumentos negociados y del número de inversores y casas comerciales que operan en él.

La deuda de los mercados emergentes se consolidó como clase de activos en la década de 1980, cuando, tras la crisis de la deuda de 1982, un reducido grupo de operadores comenzaron a actuar como intermediarios de las transacciones entre vendedores y compradores de deuda de los países en desarrollo. El volumen de las transacciones fue aumentando a lo largo de toda la década. En 1989 se puso en marcha el Plan Brady, que aceleró aún más el crecimiento de los mercados de deuda de la región. Al impulsar la titularización, el plan contribuyó a que los países pudieran mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales y a redefinir su integración en la economía mundial. Poco a poco, el mercado de préstamos no titularizados de los años ochenta fue convirtiéndose en un mercado de bonos titularizados.

En la década de 1990, el financiamiento externo de América Latina y el Caribe se caracterizó por el aumento constante del acceso a los mercados internacionales de bonos. Los inversores se sintieron atraídos por el elevado potencial de crecimiento y los altos rendimientos en la mayoría de los países de la región, así como por una tendencia general a la implementación de reformas económicas y políticas. En consecuencia, América Latina y el Caribe registró un aumento del tamaño relativo de su mercado a escala mundial, y el financiamiento por medio de bonos pasó a ser, después de la inversión extranjera directa (IED), su segunda fuente más importante de financiamiento externo. No obstante, el crecimiento regional llegó a estar estrechamente vinculado a la magnitud de los flujos netos de capital privado, y una serie de hechos externos puso de manifiesto la vulnerabilidad de la región a las crisis financieras y a las interrupciones de dichos flujos. Los flujos de bonos hacia América Latina

² Véase un análisis de estas asimetrías en Ocampo (2001).

³ “Pecado original” es la expresión acuñada en una serie de estudios realizados por los economistas Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza para referirse a la incapacidad de las economías emergentes para emitir deuda a largo plazo, en moneda nacional y a tasas de interés aceptables, en los mercados internacionales de capital.

se caracterizaron por ser altamente volátiles a lo largo de toda la década, concentrados principalmente en países de ingresos medios, sobre todo la Argentina, el Brasil y México. Por otra parte, los márgenes de riesgo de los bonos respondieron no solo a los fundamentos económicos, sino también a las expectativas del mercado. Cuestiones como la volatilidad financiera y el contagio pasaron a ser particularmente relevantes para la región, y dieron lugar a muchos debates sobre la manera de manejar las interrupciones súbitas de los flujos del crédito internacional y los colapsos financieros que las acompañaban⁴.

La oleada de crisis financieras que comenzó con la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 y concluyó con la cesación de pagos de la deuda argentina en 2001 dio lugar a una depreciación real del tipo de cambio entre 2001 y 2002, lo que a su vez estimuló el crecimiento de las exportaciones; ese crecimiento se benefició también del entorno mundial favorable de los años siguientes, un hecho que en la región se tradujo en elevados superávits de la cuenta corriente⁵. Junto con una postura fiscal más prudente en la mayoría de los países de la región, los superávits contribuyeron a la disminución de los coeficientes de deuda externa, a una mayor solvencia y a la reducción de la vulnerabilidad externa. En consecuencia, el desempeño económico en la década de 2000 se ve menos asociado a la magnitud de los flujos de capital privado —desacoplándose, hasta cierto punto, de las fluctuaciones de los flujos— y más impulsados por el desempeño de las exportaciones. El buen desempeño de los mercados de capital de América Latina en esa década, junto con la abundancia de liquidez en los mercados mundiales, permitió bajas récords de los márgenes de riesgo, la diversificación de las divisas (con un aumento significativo de emisiones de deuda en moneda local), un mayor atractivo de los mercados locales para los inversores, un marcado aumento de las emisiones corporativas y una importante mejora de la calidad del crédito.

La evolución del acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales en las últimas dos décadas y los extraordinarios avances de la región durante este período no habrían sido posibles sin la introducción del Plan Brady en 1989. A fin de evaluar el papel, el comportamiento y la evolución del financiamiento por medio de bonos como fuente de financiamiento externo para América Latina y el Caribe, es importante analizar la estructura del Plan Brady y sus orígenes, así como su papel en las tendencias recientes, que es el objeto de este artículo.

⁴ Una interrupción súbita o crisis de las cuentas de capital puede definirse como una caída pronunciada —y casi siempre inesperada— de las entradas de capital, que se produce junto con un aumento brusco de los márgenes de riesgo (véase Calvo, Izquierdo y Talvi, 2006; Chamon, Manasse y Prati, 2007; Mendoza, 2008).

⁵ En los años de auge, América Latina presenta alzas de las exportaciones, impulsadas por aumentos de los precios del petróleo y de otros productos primarios.

En la primera sección se examinan las primeras fases del mercado secundario para deuda soberana tras la crisis de 1982; estos son los antecedentes del Plan Brady, anunciado al final de la década. A continuación, en la sección B, se analiza el papel del Plan Brady en la redefinición de la integración de América Latina en la economía mundial durante la década de 1990, así como el papel de las recompras y los canjes de deuda que contribuyeron a que, en la década de 2000, los bonos Brady cerraran el círculo. En la sección C, se examina el vencimiento de la deuda negociable de los mercados emergentes después de la implementación del Plan Brady, las tendencias que se ponen en marcha y los cambios resultantes en el universo de la deuda de los mercados emergentes. Por último, se considera el impacto de estas tendencias en los márgenes de riesgo y en la calidad de crédito en América Latina y el Caribe.

A. Los orígenes de la clase de activos

No mucho después de que se iniciara la crisis de la deuda en América Latina en 1982, entre los bancos comerciales comenzó a desarrollarse gradualmente un pequeño mercado secundario para la negociación de préstamos soberanos. La primera negociación tuvo lugar poco después de que, en diciembre de 1982, se acordasen las primeras reestructuraciones de la deuda. Inicialmente, esas operaciones tuvieron como única finalidad reasignar la cartera de créditos soberanos y se estructuraron como permutas de activos. Mientras que los grandes bancos continuaban manteniendo los préstamos como activos y participando en reestructuraciones de la deuda, la mayor parte de los bancos comerciales más pequeños prefirieron vender sus carteras en mora y eliminar su relativamente pequeña exposición al riesgo de los países en desarrollo. Otros bancos intentaron reorganizar sus carteras de crédito cambiando préstamos otorgados a un país por los préstamos de otro banco concedidos a un segundo país. En 1983 y 1984, un grupo reducido de operadores comenzó a actuar como intermediario entre compradores y vendedores de préstamos soberanos⁶.

1. Los primeros años, 1983-1985

El inicio de un mercado secundario para la deuda con descuento de los países en desarrollo se vio facilitado por cuatro factores principales, a saber: un grupo reducido, pero creciente, de bancos dispuestos a vender su deuda con un descuento sustancial del valor nominal; el deseo de algunos bancos de ajustar sus carteras de préstamos a países en desarrollo mediante canjes de préstamos; la reducción del número de instrumentos financieros relativos a los préstamos a consecuencia de la reestructuración

⁶ Véase EMTA (2010) y Wolfson (2010).

y el proceso de reprogramación de la deuda, que permitieron que la documentación relacionada con los canjes fuese más sencilla, más barata y más rápida, y la simplificación gradual de los procedimientos de transferencia de deuda, gracias a la estandarización de las disposiciones estipuladas en los acuerdos de reprogramación de los préstamos⁷.

Solamente los bancos con exposiciones reducidas a la región o con grandes provisiones para cubrir las pérdidas de préstamos podían permitirse las pérdidas relacionadas con la venta total de su deuda. En 1983 y 1984, la mayoría de los bancos no vendió todos sus préstamos; en cambio, utilizaron el incipiente mercado secundario para reorganizar sus carteras de préstamos a la región. Según Buckley (1997a), se estima que tres de cada cuatro canjes de deuda de ese período se realizaron exclusivamente con la finalidad de llevar a cabo un ajuste de carteras.

Las razones principales para que un banco ajustara su cartera eran cuatro. Primero, los bancos tenían diferentes puntos de vista sobre la calidad crediticia relativa de los diferentes países y procedieron a ajustar su cartera en consecuencia. Segundo, muchos bancos latinoamericanos optaron por concentrar su riesgo en el mercado que conocían mejor —el propio— y procedieron a cambiar sus préstamos a otros países de la región por préstamos a su propio país. Tercero, la exposición, aunque pequeña, a un alto número de prestatarios y en numerosos países era más cara de gestionar y administrar, y la solución consistía en concentrar los préstamos en uno o dos países. Por último, en la dirección contraria, algunos bancos optaron por diversificar la exposición al riesgo en varios países de la región a concentrar esa exposición solo en uno o dos países.

Desde 1983 hasta principios de 1985, uno de los rasgos principales del mercado secundario fue que las transacciones eran personalizadas y se documentaban individualmente, pues había pocos compradores y vendedores dispuestos a realizarlas. El volumen típico de las transacciones no era muy grande, y no se mencionaban públicamente los precios del mercado secundario ni el lugar de la negociación. Otro rasgo importante del mercado secundario de ese período fue la necesidad de confidencialidad, resultante del carácter políticamente sensible de la venta por parte de los bancos de sus préstamos a América Latina y de la capacidad de esas transacciones de mover el mercado.

Si bien el mercado secundario de esos primeros años permitió una ruta de salida a los bancos con pequeñas exposiciones a la deuda de los países en desarrollo y el ajuste de cartera a los bancos más grandes, no proporcionó alivio a los países deudores, y su impacto en el importe de la deuda contraída fue bajo.

⁷ Véase Buckley (1997a).

2. Planes de conversión de deuda en acciones, 1986-1987

Cuando en los nuevos acuerdos de reestructuración se introdujeron las disposiciones que permitían a los acreedores intercambiar deuda soberana por acciones u otros activos, el incipiente mercado secundario cobró aún más ímpetu. La actividad negociadora aumentó considerablemente en 1986 y 1987, sobre todo después de que Chile y México adoptaran programas de canje de deuda por acciones como parte de sus paquetes de reestructuración de la deuda⁸.

Dichos programas permitieron a los titulares de deuda cambiar sus deudas por acciones en empresas de propiedad estatal o de otro tipo, o por activos locales. Mientras los operadores colocaban las cantidades necesarias de deuda elegible en manos de los inversores, cada conversión de deuda en acciones generaba muchas transacciones en el mercado secundario que resultaban en largas cadenas de canjes. Así, la necesidad de proveer deuda elegible para la conversión en acciones dio lugar a una actividad importante en 1986 y 1987. Al proporcionar la deuda para su uso en canjes por acciones y recompras, el mercado secundario de esos años contribuyó por primera vez a aliviar un poco no solamente la carga de los acreedores, sino también la de los países deudores.

El ajuste de cartera que llevaron a cabo los bancos (1983-1985), los canjes de deuda por acciones y las recompras de deuda (1986-1987) fueron facilitados por el mercado secundario de comercialización de la deuda en sus primeros cinco años. Por lo tanto, este incipiente mercado secundario desempeñó un papel importante en la historia y en el alivio de la crisis de la deuda.

3. Los bonos Azteca, 1987-1988

A fines de 1987 se anunció un plan para titularizar hasta 20.000 millones de dólares de los préstamos de México. El plan consistía en convertirlos en bonos, los llamados bonos Azteca, que tenían asegurado el pago del principal. Los préstamos elegibles para la conversión fueron los que estaban en manos de los acreedores originales, no los adquiridos en el mercado, y por ese motivo el impacto del plan fue pequeño en el mercado secundario. No obstante, su importancia reside en haber sido el precursor del Plan Brady, que en los años posteriores transformó el mercado.

⁸ Las deudas más negociadas eran las del Brasil (antes de febrero de 1987), Chile y México. Hacia el final de ese período, cuando los programas de canje de deuda por acciones por parte de Chile y México estaban en su apogeo, los préstamos de estos países pasaron a representar casi dos terceras partes del volumen total del mercado (Buckley, 1997a).

Los bonos Azteca se emitieron a bancos comerciales acreedores a cambio de deudas contraídas por el sector público mexicano. Los bancos comerciales acreedores condonaron el 30% de la deuda en cuestión a cambio de un bono Azteca garantizado y con tasa de interés variable. El Azteca tenía una duración de 20 años. El principal se pagaba en la fecha de vencimiento, y la amortización se garantizaba mediante la compra, por parte de México, de un bono cupón cero a 20 años del Tesoro de los Estados Unidos, que debía depositarse en la Reserva Federal de ese país hasta su vencimiento. Aun cuando la tasa de interés de estos nuevos bonos era más alta que la de los préstamos a los que sustituían, gracias a la reducción del principal México ahorraría en pagos de intereses netos durante la vida de los bonos.

Así pues, apoyando el plan Azteca mediante una emisión ad hoc de bonos cupón cero del Tesoro, el Gobierno de los Estados Unidos permitió públicamente, y por primera vez, cierto grado de condonación de la deuda. Ese alejamiento de la actitud previa, es decir, de la “amortización íntegra”, fue un paso fundamental en el camino hacia el Plan Brady.

B. Los bonos Brady

El tipo de reestructuración voluntaria de la deuda en moratoria, incluido el alivio de la deuda introducido con la emisión de los bonos Azteca, se incorporó en una iniciativa gubernamental de los Estados Unidos anunciada en marzo de 1989 por Nicholas Brady, Secretario del Tesoro. Dicha iniciativa, conocida ahora como el Plan Brady, solicitaba a las agencias de ese país y los organismos multilaterales (incluidos el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial) que cooperasen con los bancos comerciales acreedores para reestructurar y reducir la deuda de los países en desarrollo que estaban aplicando ajustes estructurales y programas económicos apoyados por dichos organismos. En septiembre de 1989, México fue el primer país en firmar un acuerdo Brady, que estableció la norma para acuerdos posteriores.

Muchos de los países que en la década de 1980 habían dejado de pagar préstamos bancarios, en la década siguiente comenzaron a convertir préstamos vencidos de bancos comerciales en bonos soberanos reestructurados, los llamados bonos Brady. Estos bonos impulsaron el auge del mercado de bonos de países emergentes en la década de 1990 y contribuyeron a redefinir la integración de los mercados de bonos de América Latina y el Caribe en la economía mundial.

En la segunda mitad de la década de 1990, algunos países cierran el círculo, entrando voluntariamente en el mercado para retirar bonos Brady garantizados mediante recompras y canjes por eurobonos no garantizados.

El atractivo de los canjes de deuda para los países deudores era doble. Por una parte, se liberaba la garantía subsidiaria asociada con los bonos Brady (títulos de bajo rendimiento del Tesoro de los Estados Unidos), que el país podía emplear para hacer frente a otras obligaciones. Por la otra, se reducía el nivel de la deuda pendiente, pues el cambio se realizaba a un descuento basado en los precios del mercado secundario. Para el titular original del bono, la ventaja residía en los rendimientos más altos de los bonos no garantizados.

1. El Plan Baker

El Plan Baker fue el predecesor del Plan Brady. En octubre de 1985, en las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial celebradas en Seúl, James Baker, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, anunció el Programa para el crecimiento sostenido, destinado a los países más endeudados, que durante los tres años siguientes se convirtió en el núcleo de la política gubernamental estadounidense en materia de deuda. El plan proponía que los bancos comerciales facilitaran nuevos préstamos de 20.000 millones de dólares a lo largo de los tres años siguientes; de dicha cantidad, 7.000 millones de dólares procederían de bancos de los Estados Unidos y 13.000 millones, de bancos de otros países; por su parte, los organismos oficiales, en especial el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), proporcionarían otros 9.000 millones de dólares. Los préstamos oficiales debían ir asociados a reformas de política en los países deudores, como la liberalización del comercio y las inversiones, reforma fiscal, recortes presupuestarios, la eliminación de los subsidios gubernamentales, la privatización a gran escala, la reducción del salario mínimo y la liberalización de los mercados financieros nacionales. Sin embargo, ni los bancos comerciales ni los organismos oficiales llegaron a prestar las cantidades de nuevos fondos que se habían fijado⁹.

A principios de 1987, el Plan Baker empezó a perder impulso, dado que los bancos comerciales se resistían cada vez más a seguir prestando dinero a los países deudores. Las instituciones más reacias eran bancos regionales de los Estados Unidos y de Europa continental que habían vendido sus exposiciones a la deuda de los países en desarrollo en los mercados secundarios. El mercado les había ofrecido una alternativa a seguir prestando dinero, a saber, la liquidación de sus carteras de los países en desarrollo. De ese modo, el mercado secundario brindó a esos bancos regionales una salida de la crisis de la deuda, algo que los bancos más grandes, con alto nivel de exposición, no pudieron obtener.

A principios de 1989, el Plan Baker y su estrategia de reprogramación de la deuda con dinero nuevo ya eran ineficaces. Los bancos estaban

⁹ Véase Buckley (1997a).

cada vez más reacios a proveer nuevos fondos, y los países se resistían a aumentar su nivel de endeudamiento y a acatar los programas de austeridad del FMI. Se necesitaba, por tanto, un nuevo enfoque, que llegó en la forma de la iniciativa Brady. Con el tiempo, el Plan Brady, como se hizo conocido, transformó el mercado secundario.

2. El Plan Brady

El Plan Brady se presentó en 1989 y constituyó un cambio radical respecto del Plan Baker. En un discurso pronunciado el 10 de marzo de 1989, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos propuso una serie de transacciones individuales basadas en el mercado, en las que se invitaba a los acreedores a que participaran de manera voluntaria. El alivio de la deuda iba acompañado de la conversión de los préstamos en bonos garantizados; a los países deudores se les permitiría recomprar su propia deuda al descuento en el mercado secundario, y se fomentarían los planes de conversión de deuda en capital. La propuesta fue vista como expresión de mayor urgencia, por parte de los Estados Unidos, por resolver la crisis de la deuda, un fuerte llamado para el desarrollo de soluciones basadas en el mercado y la aceptación oficial de que condonar parte de la deuda era un paso fundamental¹⁰.

El Plan Brady combinó el apoyo del Gobierno de los Estados Unidos con el apoyo multilateral oficial para el alivio de la deuda y del servicio de la deuda con los bancos comerciales acreedores extranjeros de aquellos países que implementaran con éxito amplias reformas estructurales apoyadas por el FMI y el Banco Mundial. Si reestructuraba su deuda, un país podía obtener una condonación parcial y, al mismo tiempo, diferir durante unos años una parte del principal y del pago de intereses, ganando así tiempo para que las reformas se dejaran sentir en la economía y para mejorar el flujo de fondos y la balanza de pagos. En buena parte, a los bancos se les ofrecía la posibilidad de aceptar una reducción de la deuda (valor nominal) o del servicio de la deuda (tasas de interés).

El acuerdo mexicano, el primero del Plan Brady, fue el prototipo de los siguientes acuerdos¹¹ y cubrió cerca de 48.000 millones de dólares del valor nominal de la deuda externa elegible de México con bancos comerciales; para desarrollarlo se requirió aproximadamente un año. A cambio de sus préstamos en moratoria por falta de liquidez, los bancos pudieron escoger entre tres instrumentos, y dos de ellos incluían un canje por bonos garantizados.

¹⁰ Véase Buckley (1997b).

¹¹ No obstante, el acuerdo Brady firmado por México representó una desviación de las propuestas del Secretario Brady, pues fue un plan excepcional en el que la participación del acreedor era en realidad obligatoria.

La primera opción era un cambio por bonos emitidos con descuento, o bonos con reducción del principal, que requerían una reducción del 35% del valor nominal de los préstamos en moratoria, lo que proporcionaba a México un alivio de la deuda con pagos menos elevados del principal. No obstante, los bonos emitidos con descuento tenían una tasa de cupón de mercado correspondiente a la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) más 13/16. La segunda opción, bonos con reembolso a la par o bonos con reducción del tipo de interés, no implicaba una reducción del valor nominal, pero incluía una tasa de cupón por debajo de la del mercado (del 6,25%) en un momento en que la LIBOR superaba el 10%. Ambos tipos incluían una garantía total del principal en forma de un bono cupón cero ad hoc del Tesoro de los Estados Unidos, similar al canje Azteca. Asimismo, incluían una garantía de interés móvil que cubría el valor de 18 meses de pagos de intereses¹². La tercera opción —dinero nuevo— no implicaba una reducción del valor nominal de los préstamos impagos (lo que permitía a los bancos mantener en sus libros el importe total del principal de sus préstamos mexicanos), pero requería que los bancos comerciales proporcionaran nuevos préstamos adicionales de al menos el 25% de su exposición durante tres años¹³.

Un elemento fundamental del acuerdo que alcanzó México en el marco del Plan Brady fue el énfasis que se puso en la reducción de la deuda y el alivio de los intereses, y el mercado secundario desempeñó un papel fundamental para hacer más aceptables esos dos puntos. La deuda de los países en desarrollo ya comenzaba a negociarse de manera rutinaria en el mercado secundario con un importante descuento a valor nominal, lo que proporcionó a México una base fundamental para sostener que los bancos ya estaban asumiendo una posible condonación de la deuda y que, por tanto, al país debía permitírsele conseguir parte del descuento¹⁴.

Al acuerdo mexicano pronto le siguieron otros. En 1996 ya eran diez los países de América Latina y el Caribe que habían implementado canjes al estilo Brady (véase el cuadro III.1). Con el tiempo, los mecanismos del Plan Brady se hicieron más complejos y ofrecieron un abanico más amplio de posibilidades para reducir la deuda y el servicio de la deuda (véase el recuadro III.1). A cambio de sus préstamos, los prestamistas recibieron bonos con condiciones fijadas según una serie de opciones, desarrolladas cuidadosamente caso por caso.

¹² La adquisición de la garantía subsidiaria para estos bonos —los bonos cupón cero y la garantía de interés móvil— se financió como sigue: México aportó 1.300 millones de dólares; el Japón, 2.000 millones de dólares, y el FMI y el Banco Mundial otorgaron 3.700 millones de dólares. Véase Buckley (1997b, pág. 1.810). En el recuadro III.1 se incluye una descripción de las implicaciones de la garantía de interés móvil.

¹³ Véase Brauer y Chen (2000).

¹⁴ Véase Buckley (1997b).

Cuadro III.1
América Latina y el Caribe: acuerdos del Plan Brady con bancos comerciales

País	Fecha del acuerdo	Porcentaje de condonación de deuda
México	Marzo de 1990	35
Costa Rica	Mayo de 1990	n.d.
Venezuela (República Bolivariana de)	Diciembre de 1990	30
Uruguay	Febrero de 1991	n.d.
Argentina	Abril de 1993	35
Brasil	Abril de 1994	35
República Dominicana	Agosto de 1994	35
Ecuador	Febrero de 1995	45
Panamá	Mayo de 1996	45
Perú	Noviembre de 1996	45

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, “Brady bonds”, *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000.

Recuadro III.1
Estructura y clases de bonos Brady

Los bonos Brady eran obligaciones gubernamentales emitidas por un país deudor tras negociar con sus bancos acreedores la reestructuración de préstamos en moratoria. Los bancos acreedores cambiaron los préstamos bancarios sindicados improductivos por varios bonos Brady ofrecidos por el gobierno deudor. Al final de las negociaciones, los bancos acreedores tuvieron la posibilidad de elegir entre varias estructuras de bonos Brady. Una vez emitidos, los bonos comenzaron a negociarse en el mercado secundario.

Estos bonos se estructuraron de diversas maneras. Los primeros acuerdos del Plan Brady incluían un bono con tasa fija y variable, con el principal garantizado por bonos de cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos y una garantía en efectivo que representaba un número fijo de futuros pagos de intereses (garantía de interés móvil). Posteriormente, los acuerdos incluyeron un conjunto más amplio de opciones y estructuras de bonos: de tasa de interés fija, de interés variable o ascendentes (*step-up*), con principal reembolsable de una sola vez al vencimiento o amortizable, y con pagos de principal e intereses garantizados o no garantizados. No todas las clases de bonos Brady contaban con garantía, y ninguno de estos bonos era garantizado por el Gobierno de los Estados Unidos.

i) Bonos con principal garantizado: Se dividían en dos clases, bonos a la par y bonos con descuento. Tenían una amortización única al vencimiento, que iba de 25 a 30 años (es decir que el pago de todo el principal se hacía en esa fecha) y representaron los activos más importantes y más comunes del mercado de bonos Brady. Los bonos a la par se emitían al valor de paridad a cambio del valor nominal original de los préstamos reprogramados, pero tenían una tasa de interés fija inferior a la tasa del mercado. Los bonos con descuento tenían una tasa de interés variable, por lo general, la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) más 13/16, pero se cambiaban por menos bonos que el monto del préstamo original o con un descuento en

Recuadro III.1 (continuación)

el valor nominal del préstamo previamente reprogramado, que solía oscilar entre el 50% y el 65% del valor nominal original. En general, tanto los bonos a la par como los bonos con descuento tenían el principal garantizado por bonos de cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos. Además, la parte de los bonos a la par y de los bonos con descuento correspondiente a los intereses estaba parcialmente garantizada por títulos calificados, como mínimo, AA y en cantidades suficientes para cubrir un número dado de meses de interés (por lo general, 12) sobre el principal pendiente a una tasa predeterminada. La garantía de los intereses se caracterizaba por ser de interés móvil, pues si no se utilizaba, pasaba al período de intereses siguiente. Los titulares de bonos no podían rescatar el principal garantizado hasta la fecha de vencimiento, momento en el que estaban disponibles los ingresos para pagar todo el principal adeudado.

ii) Bonos Brady no garantizados: Los tipos de bonos incluidos en un determinado plan se establecían durante las negociaciones para reestructurar la deuda entre un consorcio de acreedores y el país deudor. Cada plan podía incluir también instrumentos distintos de los bonos a la par y los bonos con descuento, por ejemplo, bonos de conversión de la deuda, bonos a tasa de interés reducida al comienzo del período y bonos de fondos nuevos, relacionados con los anteriores. Estos tres tipos de bonos eran instrumentos de amortización al portador no garantizados, con un vencimiento considerablemente más corto y con una vida media también más corta que los bonos a la par y los bonos con descuento. Un acreedor que escogiera la opción de conversión de la deuda recibía una cantidad de bonos de igual valor nominal, pero también prestaba al deudor más dinero. Luego, el país deudor emitía un bono que representaba esa obligación adicional. En los primeros años, la opción de bonos a tasa de interés reducida al comienzo del período con capitalización ofrecía al emisor un alivio de intereses inferior al del mercado y, en años posteriores, tasas de interés de mercado. Los acreedores que escogían esta opción recibían cantidades de bonos de igual valor nominal a cambio de la deuda canjeada. El interés se garantizaba solo por un período determinado, y el cupón primero subía y luego fluctuaba.

iii) Bonos de capitalización o bonos C: Aparecieron por primera vez en 1994, en el Plan Brady para el Brasil. El bono C se emitía a valor nominal por la deuda canjeada. El cupón era fijo, se pagaba en parte en efectivo y en parte se sumaba al principal (capitalizado).

Los intereses vencidos de varios planes Brady se consolidaban en interés vencido, interés devengado, bonos impagos, bonos con intereses elegible, bonos con intereses de demora y bonos con interés vencido a tasa variable. Estos instrumentos se emitían a cambio de reajustes de los intereses. El principal y los intereses no tenían garantía y el pago del principal podía amortizarse tras un período de gracia. El interés vencido sobre los préstamos impagos canjeados por esos instrumentos solía capitalizarse durante varios de los primeros períodos de pago de intereses y luego se amortizaba, como fue el caso de los bonos de interés vencido emitidos en el marco de la iniciativa Brady para el Ecuador, Panamá y el Perú.

Recuadro III.1 (conclusión)

Muchos acuerdos del Plan Brady también incluían derechos de recuperación del valor. Los pagos de estos derechos dependían de que las condiciones para los países deudores fuesen favorables. Por ejemplo, en México y Venezuela (República Bolivariana de) los derechos de recuperación del valor dependían del precio internacional del petróleo (en el caso de México, de una combinación del precio y los volúmenes de las exportaciones). En otros casos, dependían o bien de la tasa de crecimiento o bien de que el nivel del PIB alcanzara un valor determinado. Aunque los derechos de recuperación del valor solo fueron una parte marginal del mercado de la deuda de los países emergentes, proporcionaron lecciones valiosas sobre el modo de crear y negociar instrumentos de deuda contingentes. Una de esas lecciones fue la preferencia por la sencillez, pues el interés del mercado disminuía cuando la fórmula para fijar el pago era innecesariamente complicada. Otra lección fue la necesidad de que el procedimiento fuese práctico: el interés del mercado aumentaba cuando los derechos podían desacoplarse del bono principal con el que iban asociados, ya que de esa manera podían negociarse como instrumentos financieros aparte. Ese fue el caso de los derechos de recuperación del valor de México.

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, "Brady bonds", *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000; Sharon Y. Lee y Michael E. Venezia, "A primer on Brady bonds", *Emerging Markets Fixed Income*, Salomon Smith Barney, 9 de marzo de 2000; y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), "Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público", *Informe de Progreso Económico y Social*, Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza (coords.), Washington, D.C., 2007.

Cada reestructuración completada en virtud del Plan Brady desembocó en la emisión de nuevos títulos de deuda (bonos), concebidos para poder canjearse más fácilmente que los préstamos en moratoria. La transformación de un mercado de préstamos no titularizados en un mercado de bonos finalizó en 1998, cuando ya estaban completas todas las principales reestructuraciones del plan. La titularización ayudó a los países de América Latina a mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales.

La mayor parte de la deuda enmarcada en el Plan Brady fue emitida por países latinoamericanos; a la Argentina, el Brasil, México y Venezuela (República Bolivariana de) les correspondían las tres cuartas partes de las cantidades originales pendientes de pago en el mercado (véase el cuadro III.2). Casi todos los países con deuda de bancos comerciales en moratoria de la década de 1980 canjearon esa deuda por bonos Brady o por préstamos reestructurados. Durante la década de 1990, la mayoría de los países mejoraron sus presupuestos y posteriormente recaudaron fondos en el mercado de eurobonos.

Cuadro III.2
Cantidades originales de las emisiones de canjes del Plan Brady
(En miles de millones de dólares y porcentajes)

Pais	A la par	Al descuento	Otra deuda del Plan Brady	Total deuda emitida bajo el Plan Brady	Porcentaje del total de bonos Brady
América Latina y el Caribe	55,77	27,03	65,17	147,96	87,10
Argentina	12,67	4,32	8,47	25,45	14,98
Brasil	10,49	7,29	32,88	50,66	29,82
Costa Rica	n.d.	n.d.	0,59	0,59	0,35
República Dominicana	n.d.	0,33	0,19	0,52	0,31
Ecuador	1,91	1,44	2,78	6,13	3,61
México	22,40	11,77	2,73	36,90	21,72
Panamá	0,26	0,04	2,92	3,22	1,90
Perú	0,18	0,57	4,12	4,87	2,87
Uruguay	0,53	n.d.	0,54	1,07	0,63
Venezuela (República Bolivariana de)	7,33	1,27	9,95	18,55	10,92
Otras regiones	5,57	5,09	11,26	21,91	12,90
Total	61,34	32,12	76,43	169,97	100,00
Porcentaje	36,11	18,91	44,99	100,00	

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, “Brady bonds”, *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000.

3. Recompras y canjes

En la segunda mitad de la década de 1990, algunos países cerraron el círculo y entraron voluntariamente en el mercado para retirar los bonos Brady garantizados mediante recompras y canjes por instrumentos no garantizados. Las recompras y canjes permitían al país deudor liberar la garantía subsidiaria asociada a los bonos Brady (letras del Tesoro de los Estados Unidos de bajo rendimiento) con el fin de emplearla para satisfacer otras obligaciones y para reducir el nivel de deuda pendiente, puesto que el cambio se realizaba a un descuento basado en los precios del mercado secundario. Para el titular original del bono, la ventaja residía en que los rendimientos de los bonos no garantizados eran más altos. Diez años después de la creación del último bono Brady, los emisores soberanos habían retirado casi todos esos bonos utilizando principalmente los siguientes métodos:

- i) recompra discreta de los bonos Brady en el mercado secundario;
- ii) inicio de un programa formal de canje de bonos Brady por eurobonos, en el que el precio de la operación estaba fijado de antemano y las convocatorias de ofertas se solicitaban (por ejemplo, México en 1996 seguido de otros canjes formales

realizados por la Argentina, Venezuela (República Bolivariana de), el Brasil, Panamá y el Uruguay);

- iii) inicio de una conversión formal en deuda local, con el compromiso de pagar el servicio de la deuda con ingresos tributarios;
- iv) cierre de acuerdos de canje privados;
- v) uso de los bonos Brady para pagar privatizaciones (por ejemplo, el Brasil);
- vi) vencimiento de bonos, y
- vii) ejercicio de la opción de compra sobre el bono, pues todos los bonos Brady, salvo uno, eran rescatables a la par.

El ciclo de recompras y canjes de deuda comenzó en 1996 en México, cuando este país llevó a cabo dos operaciones para retirar 3.600 millones de dólares en bonos Brady. En 1997 lo siguieron la Argentina, Venezuela (República Bolivariana de), el Brasil, el Ecuador y Panamá, que retiraron 10.400 millones de dólares en bonos Brady garantizados mediante recompras de deuda y canjes con descuento por bonos no garantizados. En 1998, la Argentina llevó a cabo operaciones de recompra y retiró 1.500 millones de dólares en bonos Brady. En 1999, la Argentina, el Brasil, México y el Uruguay retiraron 6.000 millones de dólares. Durante la segunda mitad de la década de 1990, la Argentina, México y Venezuela (República Bolivariana de) fueron los principales compradores de sus propios bonos Brady en América Latina y retiraron más del 30% del monto original emitido en estos bonos.

Las recompras y los canjes continuaron en la década de 2000. La Argentina y el Ecuador retiraron la mayor parte de su deuda pendiente del Plan Brady mediante el proceso de reestructuración que tuvo lugar tras la cesación de pagos, y lo mismo hizo el Uruguay por medio de la reestructuración de su deuda. El Ecuador fue el primer país que dejó de pagar los bonos Brady. La deuda ecuatoriana era más diversa que otras en la época de la cesación de pagos en 1999, y estaba constituida por seis emisiones de bonos Brady y eurobonos por un valor nominal total de 7.700 millones de dólares. El Ecuador entró en moratoria en 1999 y reestructuró su deuda en 2000. En la reestructuración, los dos bonos globales recibieron tratamiento preferencial¹⁵.

¹⁵ Dos de las seis emisiones en proceso de reestructuración eran bonos globales. Los dos bonos globales recibieron tratamiento preferencial en la reestructuración de 2000. A finales de 2008, el Ecuador dejó de pagar su deuda externa una vez más, pero en esta ocasión se trataba de bonos globales solamente. Se llevó a cabo una vez más una reestructuración posterior al cese de pagos, que incluyó la recompra en 2009 de los bonos en cesación de pagos —2012 y 2030— a 35 centavos de dólar.

En el caso de la Argentina, el gobierno llevó a cabo dos canjes voluntarios de deuda con la intención de reducir el servicio inminente prorrogando vencimientos y rebajando las tasas de descuento en efectivo. En primer lugar, realizó en junio de 2001 un megacanje de cerca de 30.000 millones de dólares de la deuda local y de la deuda externa del Plan Brady y global; gran parte de esa deuda tenía un vencimiento inminente. En noviembre de ese mismo año el gobierno ofreció otro canje de deuda Brady y eurobonos por préstamos locales. Pero los canjes no bastaron para evitar la cesación de pagos¹⁶. Tres años más tarde, la Argentina lanzó otra oferta de canje para intercambiar su deuda en cesación de pagos por nuevos bonos a 41.800 millones dólares: el 3 de marzo de 2005 el gobierno anunció que el 76% de sus acreedores (un 97% de la Argentina y un 65% del exterior) había aceptado su oferta¹⁷. En 2010, el país ofreció otro canje de deuda para añadir más de 20.000 millones de dólares, con lo que alcanzó una tasa de participación total del 92% según Bank of America/Merrill Lynch¹⁸.

El Uruguay intercambió su deuda del Plan Brady y global por nuevos bonos en un proceso de reestructuración de la deuda en 2003, proponiendo un canje de deuda antes de dejar de efectuar un pago (*pre-default*)¹⁹. También en 2003 México retiró toda su deuda pendiente del Plan Brady, y fue el primer país en hacerlo.

En julio de 2005, el Brasil anunció el retiro de 4.400 millones de dólares de sus bonos C (bonos de capitalización). Los bonos C fueron canjeados por nuevos bonos A (bonos de amortización), y con este canje el país redujo aún más el monto pendiente de su deuda del Plan Brady²⁰.

¹⁶ La operación de noviembre fue considerada coercitiva por Standard & Poor's (S&P), que rebajó todos los bonos elegibles a la calificación D (impagos). En el curso de un mes, el gobierno declaró una moratoria de pago de 95.000 millones de dólares de deuda externa, el incumplimiento más grande de la historia.

¹⁷ Este fue el mayor descuento propuesto por un país en cesación de pagos a sus acreedores. De acuerdo con su oferta, la Argentina pagaría entre 30 y 34 centavos por cada dólar en valor neto actualizado.

¹⁸ Véase Bank of America/Merrill Lynch (2011b).

¹⁹ Para obtener buenos resultados en esta estrategia preventiva, el Uruguay se decidió por una operación de canje voluntaria que trataría en pie de igualdad a los titulares de bonos, buscando así un enfoque que no fuese hostil al mercado y que incluía negociaciones formales con los titulares de bonos. La operación resultó bien: dejó al Uruguay un excedente fiscal y le permitió nutrirse de préstamos del FMI y recuperar la confianza de los inversores en su capacidad para pagar las deudas y reavivar la economía. Otros países posteriormente adoptaron un enfoque preventivo similar, proponiendo canjes de deuda antes de dejar de efectuar el pago: Granada en 2004, la República Dominicana en 2005 y Belice en 2006.

²⁰ El bono C fue un referente en el mercado durante muchos años, representando alrededor del 10% de toda la deuda negociable de los mercados emergentes por diez años hasta 2003. Sin embargo, perdió su liquidez después de 2003, a medida que el bono 2040 creció en importancia.

En marzo de 2006, Venezuela (República Bolivariana de) y el Brasil anunciaron que retiraban toda su deuda pendiente del Plan Brady; por su parte, Panamá retiró en julio de ese año la última parte de su deuda pendiente, llevando así la clase de activos creada a partir de los préstamos bancarios impagos de la década de 1980 a una virtual extinción.

Los eurobonos y los bonos globales emitidos en la década de 1990 empezaron a desplazar a los bonos Brady originales y finalmente llegaron a ser los dominantes en los mercados²¹. De hecho, los gobiernos prefirieron reemplazar sus bonos Brady con otros instrumentos, porque los orígenes de estos bonos en la reestructuración de los préstamos bancarios en moratoria les recordaban un pasado turbulento. Además, la estructura de los bonos Brady era más complicada.

Los eurobonos son estructuras simples de concentración de vencimientos (*plain vanilla bullet structures*)²² y los inversores tendían a considerarlos menos sujetos a riesgo de impago que los bonos Brady; además, no buscaban en ellos un diferencial tan amplio como el que ofrecían estos. Los menores diferenciales (márgenes de riesgo) de los eurobonos permitieron a los gobiernos reducir el costo de su financiamiento externo empleando ocasionalmente las ganancias de la emisión de eurobonos para retirar la deuda pendiente de pago del Plan Brady²³. Los bonos Brady retirados solían tener diferenciales más altos y precios absolutos más bajos que los eurobonos que los reemplazaron, por lo que ofrecían al soberano un ahorro en el valor presente neto de la deuda y una reducción de la deuda acumulada (valor nominal)²⁴.

Según el BID (2007), se emitió un volumen total mundial de 175.000 millones de dólares en bonos Brady²⁵. De ese total, en 2006 seguían en circulación poco más de 10.000 millones de dólares y ya se había retirado más del 97% de la deuda regional del Plan Brady (véase el cuadro III.3).

²¹ Un eurobono es un bono no sujeto a registro, emitido y vendido a inversores internacionales. Un bono global es un bono registrado en la jurisdicción de los principales centros financieros (véase Bank of America/Merrill Lynch, 2011a). A pesar de la distinción, los bonos globales también son referidos como eurobonos y se incluyen con frecuencia en la misma categoría.

²² En las estructuras de concentración, el principal se reembolsa íntegro en un solo pago en la fecha de vencimiento del bono, es decir, se efectúa una amortización única y total al vencimiento en lugar de que el principal sea amortizado o devuelto poco a poco, durante el período de vida del bono.

²³ Véase Brauer y Chen (2000).

²⁴ Véase Bank of America/Merrill Lynch (2011a).

²⁵ Esta cifra difiere del total encontrado en Brauer y Chen (2000). Según estos autores, el importe total de los bonos Brady emitidos fue ligeramente inferior (170.000 millones de dólares), como se muestra en el cuadro III.2.

Cuadro III.3
América Latina y el Caribe: cantidades originales y saldos pendientes
de bonos Brady, marzo de 2006
(En miles de millones de dólares y porcentajes)

País	Emitidos			Pendientes		
	Año de emisión	Valor nominal	Porcentaje del total	Valor nominal	Porcentaje del total	Porcentaje de bonos retirados
América Latina y el Caribe		143,1	81,8	3,9	36,4	97,3
Argentina	1993	24,8	14,2	0,0	0,0	100,0
Brasil	1994	51,3	29,3	0,0	0,0	100,0
Costa Rica	1990	0,6	0,3	0,0	0,0	100,0
República Dominicana	1994	0,5	0,3	0,4	3,7	20,0
Ecuador	1995	6,3	3,6	0,0	0,0	100,0
México	1990	35,6	20,4	0,0	0,0	100,0
Panamá	1996	2,9	1,7	0,9	8,4	69,0 ^a
Perú	1996	4,2	2,4	2,0	18,7	52,4 ^b
Uruguay	1991	1,1	0,6	0,0	0,0	100,0
Venezuela (República Bolivariana de)	1990	15,8	9,0	0,6	5,6	96,2
Otros países		31,8	18,2	6,8	63,6	78,7
Total		174,9	100,0	10,7	100,0	93,9

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), "Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público", *Informe de progreso económico y social en América Latina*, Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza (coords.), Washington, D.C., 2007, cap. 1.

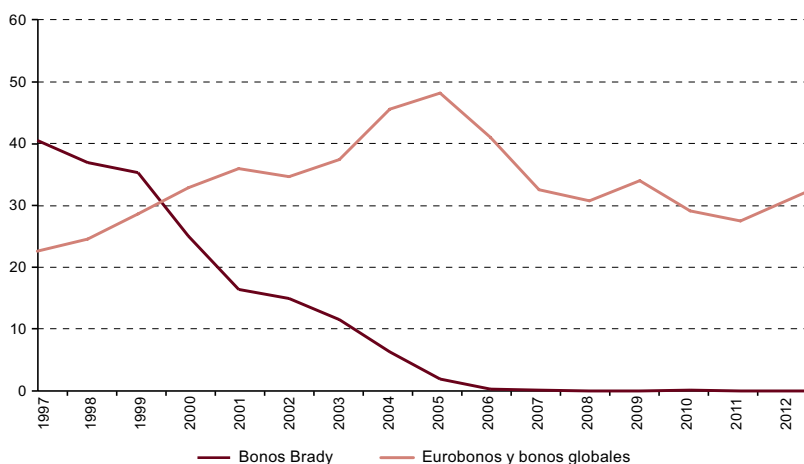
^a Panamá retiró la última parte de su deuda pendiente enmarcada en el Plan Brady en julio de 2006.

^b El Perú retiró el grueso de su deuda pendiente en marzo de 2007, y en marzo de 2008 había retirado casi el total.

Debido a las operaciones de recompra o canje, en la década de 2000 la proporción de la deuda enmarcada en el Plan Brady respecto de la deuda externa soberana pendiente total disminuyó bruscamente. En la actualidad, los bonos Brady, que una vez dominaron el mercado, son una clase de activos en extinción. Tras alcanzar un máximo en marzo de 1997, el *stock* de bonos Brady denominados en dólares inició una tendencia descendente (véase el gráfico III.1), que fue, en gran parte, el resultado de dos factores: i) la abundante liquidez en los mercados financieros mundiales, que animó a los inversores a buscar rendimientos más altos, disponibles en activos con más riesgo, como los bonos de los mercados emergentes, y ii) la marcada mejoría de la solvencia de muchos países.

La mayor parte de las operaciones de retiro de bonos fue posible porque los países con acuerdos Brady, tras reestructurar su deuda, habían recuperado la confianza de los inversores y de los mercados internacionales. La retirada de bonos Brady da indicios de la fortaleza del mercado de bonos soberanos, que llegó a alcanzar proporciones importantes en los mercados mundiales de capital. La recuperación de esos países fue tan notable que, apenas pocos años después del retiro del último bono Brady, aquellos cuya deuda equivalía a más del 50% de la deuda total del Plan Brady ya habían alcanzado la calificación crediticia de grado de inversión.

Gráfico III.1
Disminución de la deuda enmarcada en el Plan Brady, 1997-2011
(En porcentajes del total de la deuda negociable de los mercados emergentes)



Fuente: Emerging Markets Trade Association (EMTA).

C. La deuda negociable de los mercados emergentes: se consolida la clase de activos

La deuda de los mercados emergentes como clase de activos evolucionó en las últimas tres décadas. Hoy, la clase de activos es más amplia, la calidad del crédito ha mejorado y la base inversora se ha expandido. Tras la implementación del Plan Brady, las operaciones de deuda de los mercados emergentes en el mercado secundario experimentaron una profunda transformación, pasando de un mercado para negociar préstamos comerciales a un mercado en expansión para títulos (bonos) y derivados afines.

A medida que la mayor parte de la deuda de los mercados emergentes pasaba, en su mayor parte, de préstamos a bonos (primero bonos Brady y luego eurobonos y bonos globales), la base acreedora se amplió para incluir, además de los bancos comerciales, a otros inversores institucionales. No obstante, las oportunidades de inversión y comercialización en todos los mercados emergentes siguieron compartiendo ciertas características que presentaban riesgos comunes. Según Chamberlin (2010b), además de los riesgos habituales resultantes del desempeño económico y financiero del emisor y de su capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago, esos riesgos comunes incluían una variedad de riesgos transfronterizos, como incertidumbres jurídicas o regulatorias, dificultades de aplicación, fluctuaciones y restricciones cambiarias y cambios de gobierno o de políticas gubernamentales, incluido el riesgo de que la buena disposición de un país no fuera suficiente para que pudiese saldar su deuda. Esos riesgos y

la volatilidad asociada a ellos, junto con las debilidades de la estructura de comercialización de la deuda, hicieron que la clase de activos se mantuviese separada de la comercialización y la inversión en los mercados más importantes. En consecuencia, durante gran parte de la década de 1990 las economías de los mercados emergentes experimentaron ciclos de expansión y contracción e hicieron frente a una serie de crisis financieras que pusieron de relieve la vulnerabilidad de la clase de activos a las crisis externas.

La deuda de los mercados emergentes como clase de activos ha mejorado desde las crisis financieras de la década de 1990. Durante la década de 2000, apoyados por políticas económicas que condujeron a la estabilidad macroeconómica y a una mayor participación en la economía mundial, los mercados emergentes en general y los mercados de capital de América Latina en particular arrojaron muy buenos resultados, lo que permitió la evolución y la consolidación de esa clase de activos.

Los mercados emergentes fueron los que más contribuyeron al crecimiento mundial en 2012. Además, muchos países de mercados emergentes han pasado a tener estatus de acreedores netos externos (en América Latina, por ejemplo, el Brasil, Chile, México, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de)). Este hecho representa un marcado contraste con el aumento de la deuda pública de las economías avanzadas. En consecuencia, en la última década los mercados emergentes locales se han vuelto cada vez más atractivos para los inversores y las emisiones corporativas han crecido con fuerza. Las tendencias más recientes indican un cambio en el financiamiento del sector público, de deuda externa soberana a mercados locales, y en el financiamiento externo, donde la deuda pasa de soberana a corporativa y bancaria.

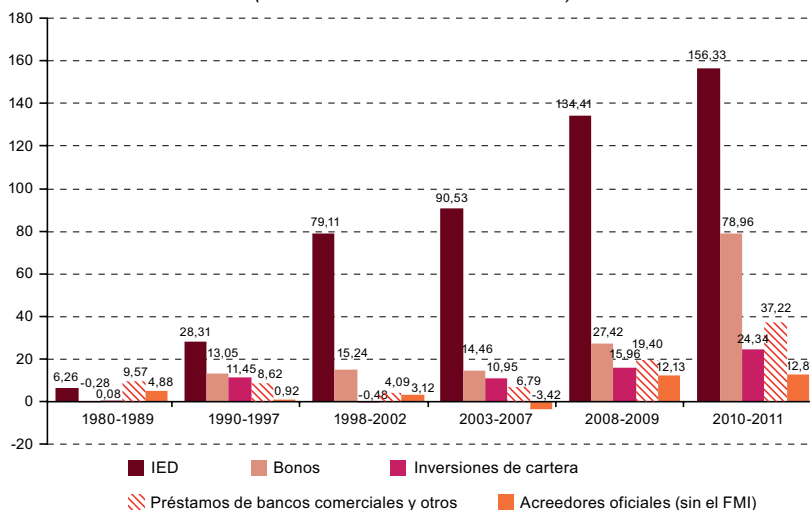
1. Avances en la emisión de deuda

Las tendencias descritas en la sección anterior se registraron en el marco de un proceso de globalización que provocó un crecimiento sustancial en los mercados de capital de las economías desarrolladas. En la década de 1990, los mercados financieros de las economías avanzadas experimentaron un crecimiento tal, que en 2000 la combinación de los créditos bancarios pendientes, la capitalización bursátil y los bonos privados alcanzaron una media aproximada del 250% del PIB para los países del Grupo de los Siete (G7), en comparación con el 75% observado en 1970. Esta etapa de desarrollo del mercado de capital y la globalización financiera fue el resultado de políticas gubernamentales que promovieron la liberalización financiera; de innovaciones tecnológicas y financieras que hicieron posible reducir el costo de comercialización de la deuda; de procesos de compensación y pago más eficaces y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, y de la aparición de fondos comunes y de pensiones que permitieron a los inversores comprar títulos a bajo costo y diversificar sus inversiones en distintos activos y países.

Estas tendencias mundiales afectaron también a los países en desarrollo. A medida que aumenta la disponibilidad de capital en los mercados internacionales, los países en desarrollo intentan atraer parte de ese capital a sus mercados nacionales mediante una serie de reformas, entre las que figuran las medidas de liberalización y privatización y el surgimiento de los fondos de pensiones²⁶.

La composición de los flujos de capital hacia los países en desarrollo cambió de manera significativa en las décadas de 1990 y 2000 en relación con las dos décadas anteriores (1970 y 1980). El porcentaje de flujos oficiales se redujo a menos de la mitad y los flujos privados pasaron a ser la principal fuente de capital para un gran número de países. También cambió marcadamente la naturaleza de los flujos de capital privado. La inversión extranjera directa aumentó a lo largo de toda la década de 1990 y siguió siendo importante en la década de 2000; por su parte, los flujos de cartera también llegaron a ser muy elevados, en especial los flujos de bonos. En el gráfico III.2 figura la composición de los flujos de capital en América Latina y el Caribe.

Gráfico III.2
América Latina y el Caribe: composición de los flujos netos
de capital privado (promedios anuales), 1980-2011
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial y Global Development Finance (GDF).

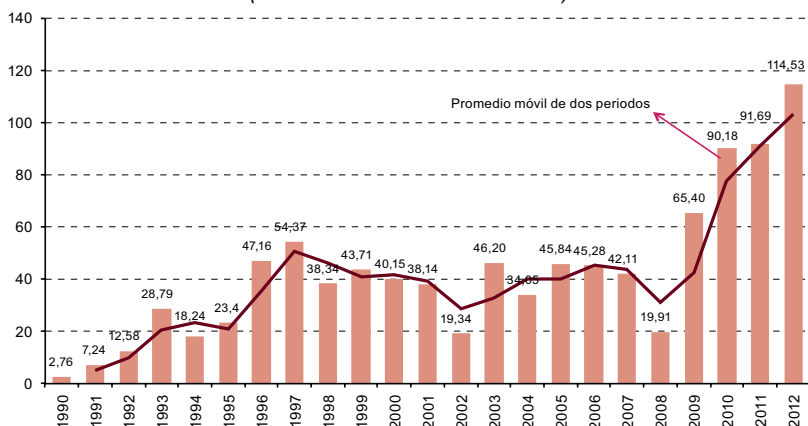
Antes de 1989, la región de América Latina y el Caribe solo tenía un acceso limitado a los mercados internacionales de bonos. Sin embargo,

²⁶ Véase un análisis más amplio de estas políticas en De la Torre y Schmukler (2004).

ese acceso se amplió en la década de 1990 y la importancia de los bonos como fuente de financiamiento externo creció de manera significativa, situándose por detrás únicamente de la IED. El volumen de emisiones internacionales de bonos registró un pronunciado incremento de 2.800 millones de dólares en 1990 hasta alcanzar un máximo de 54.400 millones en 1997, antes de caer en 1998 y 1999 (véase el gráfico III.3). Las emisiones corporativas representaron un pequeño porcentaje de la cantidad total emitida en la década de 1990, correspondiendo solo a una cuarta parte del total regional en 1999. Además, la mayoría de las nuevas emisiones de deuda fueron en dólares. El concepto de “pecado original” o la incapacidad de los mercados emergentes para endeudarse en su propia moneda se discutió ampliamente en la citada década.

Por otra parte, en la década de 2000 las principales tendencias de la región incluyeron un aumento de las emisiones de deuda en divisa local y un incremento de las emisiones corporativas. En 2007, el porcentaje de emisiones de bonos en divisa local respecto de las emisiones totales de deuda externa latinoamericana, incluidas la deuda soberana y la corporativa, alcanzó un impresionante 19%, comparado con el 5% registrado en 2004 y la ausencia de emisiones en moneda local en 2002 y 2003. En 2012, las emisiones corporativas y bancarias de América Latina representaron el 85% del total, mientras que los bonos soberanos sumaron un 14%. El volumen de emisiones internacionales de bonos pasó de 40.150 millones de dólares en 2000 a la cifra récord de 114.530 millones en 2012 (véase el gráfico III.3). Siguiendo el patrón de años anteriores, el Brasil y México fueron los principales emisores de la región (véase el cuadro III.4).

Gráfico III.3
América Latina y el Caribe: nuevas emisiones anuales de deuda, 1990-2012
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, JP Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Cuadro III.4
América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos, 2003-2012^a
(En millones de dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
América Latina y el Caribe	37 806	36 383	45 188	45 064	41 515	18 913	64 750	90 183	91 687	114 529
Emisiones nacionales	37 806	36 383	44 404	44 247	40 976	18 466	61 950	88 657	89 022	112 045
Argentina	100	200	540	1 896	3 256	65	500	3 146	2 193	663
Bahamas	-	-	-	-	-	100	300	-	-	-
Barbados	-	-	325	215	-	-	450	390	-	-
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-	108	-	-	-	-	-	-	-	500
Brasil	19 364	11 603	15 334	19 079	10 608	6 400	25 745	39 305	38 624	50 255
Chile	3 200	2 350	1 000	1 062	250	-	2 773	6 750	6 049	9 731
Colombia	1 545	1 545	2 435	3 177	3 065	1 000	5 450	1 912	6 411	7 459
Costa Rica	490	310	-	-	-	-	-	-	250	1 250
El Salvador	349	286	375	925	-	-	800	450	654	800
Guatemala	300	380	-	-	-	30	-	-	150	1 400
Honduras	-	-	-	-	-	-	-	20	-	-
Jamaica	-	814	1 050	930	1 900	350	750	1 075	694	1 750
México	7 979	13 312	11 703	9 200	10 296	5 835	15 359	26 882	21 026	28 147
Panamá	275	770	1 530	2 076	670	686	1 323	-	897	1 100
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	100	500
Perú	1 250	1 305	2 675	733	1 827	-	2 150	4 693	2 155	7 240
República Dominicana	600	-	160	675	605	-	-	1 034	750	750
Trinidad y Tabago	-	-	100	500	-	-	850	-	175	-
Uruguay	-	350	1 062	3 679	999	-	500	-	1 693	500
Venezuela (República Bolivariana de)	2 354	3 050	6 115	100	7 500	4 000	5 000	3 000	7 200	-
Emisiones supranacionales	-	-	784	817	539	447	2 800	1 526	2 665	2 484
Banco Centroamericano de Integración Económica	-	-	200	567	-	-	500	151	-	250
Banco de Desarrollo del Caribe	-	-	-	-	-	-	-	-	175	-
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior	-	-	-	-	-	-	-	-	-	400
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	-	-	584	250	539	447	1 000	1 375	1 240	1 834
NII Holdings	-	-	-	-	-	-	1 300	-	1 250	-

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, JP Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

^a Incluye bonos soberanos, de bancos y corporativos.

2. La evolución de la clase de activos de la década de 1990 a la década de 2000

Desde las crisis de la década de 1990, la deuda de los mercados emergentes como clase de activos ha mejorado. A diferencia de los choques anteriores, la cesación de pagos por parte de la Argentina en 2001, es decir, hacia el final del ciclo de crisis financieras de la década de 1990, no produjo prácticamente contagio alguno en la clase de activos más amplia de la deuda de los mercados emergentes. La ausencia de contagio demostró que se habían producido mejoras fundamentales, tanto en lo que respecta a los activos como a los inversores. Las mejoras prosiguieron a lo largo de la década de 2000 y pueden resumirse como sigue:

- i) Hoy la clase de activos es más amplia. Por ejemplo, cuando se produjo la crisis del “tequila” que sacudió a México en diciembre de 1994, el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI Global) de JP Morgan contenía solo 15 países (7 de América Latina y el Caribe), pero a fines de 2012 la lista era de 55 (incluidos 17 países de la región), y eso significa que los inversores disponen de más opciones.
- ii) La calidad del crédito de los mercados emergentes ha aumentado, un dato que se refleja en la mejora de las calificaciones crediticias. También se ha registrado una mejora en la calidad de los instrumentos. En la década de 1990, muchos instrumentos de los índices EMBI de JP Morgan eran préstamos o bonos Brady garantizados. Desde que en la década de 1990 se completaron las reestructuraciones del Plan Brady, la mayoría de los prestatarios ha recomprado bonos garantizados y ha amortizado bonos reestructurados. Muchas de esas recompras se hicieron en forma de un canje de deuda en que el emisor ahorra dinero comprando deuda barata garantizada y emitía bonos globales más caros. La sustitución de bonos Brady por bonos globales ha mejorado la calidad de los instrumentos que componen la clase de activos.
- iii) La base inversora del mercado emergente también ha mejorado desde las crisis de 1990. Antes de la cesación de pagos por parte de la Federación de Rusia en 1998, la deuda de los mercados emergentes estaba dominada por inversores fuertemente apalancados, como bancos y fondos de inversión de alto riesgo, que eran especuladores a corto plazo. Hoy la base inversora tiene más inversores dispuestos a comprar los activos y mantenerlos a largo plazo. La tendencia principal desde 2002 ha sido que la deuda de los mercados emergentes pasara de las manos de los inversores a corto plazo a las manos de inversores a largo

plazo. Por otra parte, la base inversora es más amplia e incluye gestores con grado de inversión (pues muchos países de los mercados emergentes han obtenido esa calificación) y fondos de pensiones locales.

En promedio, la deuda acumulada total de los mercados globales emergentes ha crecido un 16% anual desde 2002 y un 14% anual desde 1994, según afirma Bank of America/Merrill Lynch basándose en información del Banco de Pagos Internacionales (BPI) y Bloomberg. El total pendiente de deuda negociable de los mercados emergentes alcanzó un nuevo máximo de 14 billones de dólares en 2012²⁷. La deuda externa de los mercados globales emergentes representa el 8,3% de la deuda externa mundial y la deuda nacional pendiente de los mercados globales emergentes equivale, tal como lo señala el BPI, al 13,2% de la deuda nacional mundial en 2012; de ahí que la deuda negociable de los mercados globales emergentes constituya una parte importante del universo de los bonos globales.

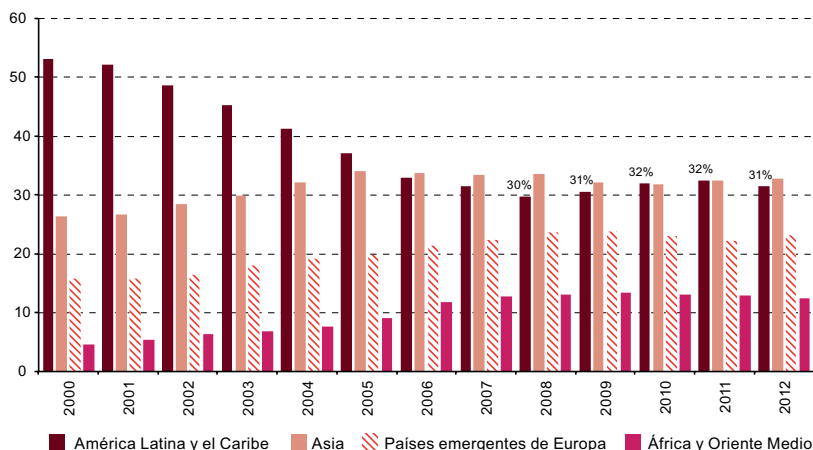
3. El universo de la deuda de los mercados emergentes

Como se mencionó, según Bank of America/Merrill Lynch, el total pendiente de la deuda negociable de los mercados emergentes alcanzó un nuevo récord de 14 billones de dólares en 2012, a partir de solo 2,5 billones en 2000, un total que incluye la deuda negociable interna y externa. Para América Latina y el Caribe, el total de la deuda negociable pendiente fue de 3,7 billones en 2012, equivalente al 26% del total de la deuda global de los mercados emergentes.

La participación de América Latina y el Caribe en la deuda negociable externa total mundial fue la más alta de los mercados emergentes a lo largo de la década de 1990. Aunque la región mantuvo la mayor participación en la primera mitad de la década de 2000, la tendencia volvió a la baja en la segunda mitad, a medida que las necesidades de financiación se reducen con la acumulación de reservas de divisas y los mercados de bonos locales se convierten en una fuente cada vez más importante de financiación para las economías de la región y capturan una mayor proporción de las carteras de inversión globales. Así, el porcentaje regional de deuda mundial externa negociable llegó a un mínimo del 30% en 2008, manteniéndose cerca de este nivel hasta 2012 (véase el gráfico III.4).

²⁷ Véase Bank of America/Merrill Lynch (2013). El total pendiente de deuda negociable de los mercados emergentes también incluye préstamos negociables, deuda local o regional del gobierno negociable, letras del tesoro, letras del banco central y otras deudas a corto plazo.

Gráfico III.4
Mercados emergentes: total de la deuda externa negociable
mundial por regiones, 2000-2012
(En porcentajes)



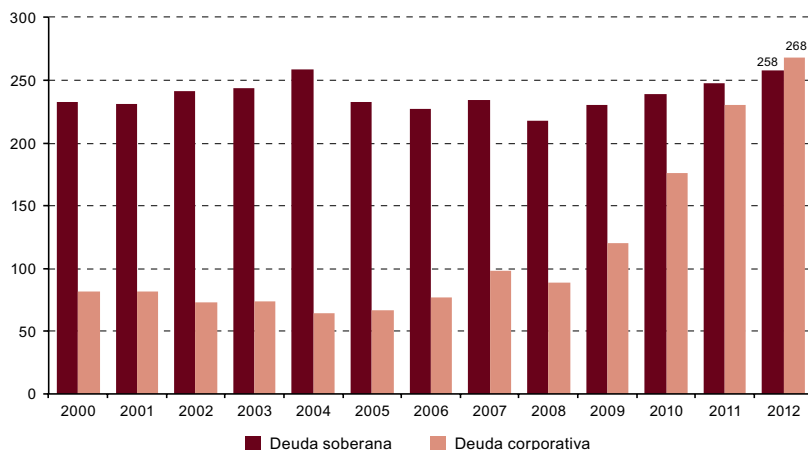
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI) y Bloomberg.

En lo que respecta a la deuda externa negociable de América Latina y el Caribe por tipo de emisor, la proporción de la deuda corporativa ha sobrepasado ahora a la de la deuda soberana. En la década de 1990 predominaba la deuda soberana, pero la deuda corporativa aumentó en la década de 2000, y en 2012 había más deuda corporativa pendiente que deuda soberana (véase el gráfico III.5).

No obstante, el principal porcentaje del total de deuda mundial pendiente de los mercados emergentes corresponde a la deuda interna, no a la externa. En 2012, según Bank of America/Merrill Lynch, la deuda interna se aproxima al 88% del total pendiente de deuda de los mercados globales emergentes y la mayor parte de ese porcentaje corresponde a la deuda pública, que representa el 47% del total de la deuda negociable de esos mercados, seguida por la deuda corporativa interna con el 41%. A Asia le corresponde el 61% del total de la deuda negociable interna de los mercados globales emergentes, mientras que a América Latina y el Caribe le corresponde el 26%. En el caso de esta última región, la deuda interna se aproxima al 86% del total de su deuda pendiente en 2012, y la deuda interna pública representa el 55% del total de la región²⁸. El otro 45% incluye la deuda interna del sector corporativo (31%) y la deuda externa soberana y corporativa (14%).

²⁸ El tamaño de los mercados nacionales de la región es muy variable —el del Brasil es, con mucho, el más grande— y por lo general están dominados por el sector público. A pesar de su reciente expansión, dichos mercados siguen presentando dos vulnerabilidades clave. Primero, el paso de deuda externa a deuda interna ha contribuido a reducir el riesgo

Gráfico III.5
América Latina y el Caribe: deuda externa negociable
pendiente por tipo de emisor, 2000-2012
(En miles de millones de dólares)

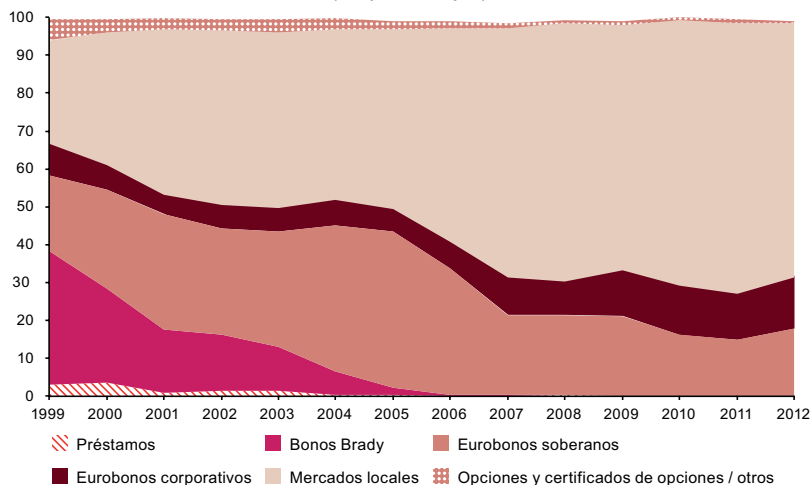


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI), Bloomberg.

Según datos de Emerging Markets Trade Association (EMTA), la participación de los instrumentos del mercado local en la deuda negociable total de los mercados emergentes aumentó a un máximo del 71% en 2011 (y cayó al 67% en 2012), frente a solo el 26% en 1997. Al mismo tiempo, la proporción de bonos corporativos se elevó del 7% de la cantidad total de eurobonos negociables en 2004 al 13,5% en 2012; por su parte, los bonos soberanos descendieron del 39% al 18% en el mismo período (véase el gráfico III.6). Actualmente, los deudores soberanos de los mercados emergentes son menos dependientes de los mercados externos y la resiliencia que demostraron tener las corporaciones de los mercados emergentes durante la crisis financiera global reciente ha llevado a una expansión del universo de los bonos corporativos.

de desequilibrios cambiarios, pero también puede haber aumentado el riesgo de desfase de vencimientos, pues los inversores siguen siendo reacios a colocar sus fondos a tasas fijas durante largos períodos (Jeanneau y Tovar, 2006). Ese hecho podría exponer a los prestatarios de América Latina y el Caribe a un significativo riesgo de refinanciamiento. Segundo, una base inversora más estrecha a nivel nacional obstaculiza el desarrollo de la liquidez del mercado secundario.

Gráfico III.6
Mercados emergentes: negociación de la deuda por instrumento, 1999-2012
 (En porcentajes)



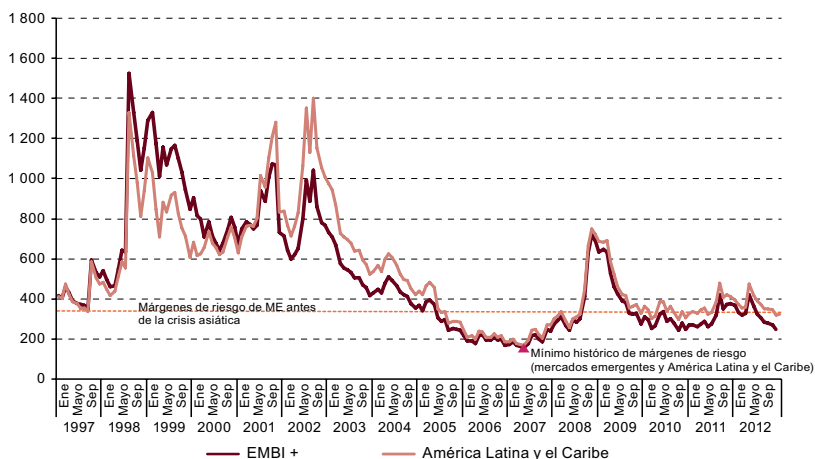
Fuente: Emerging Markets Trade Association (EMTA).

D. Los márgenes de riesgo y la calidad del crédito

Mientras las nuevas emisiones de deuda se incrementaron en la década de 2000, los costos de endeudamiento para América Latina y el Caribe, medidos por el comportamiento de los márgenes de riesgo, se redujeron considerablemente con respecto a la segunda mitad de la década de 1990. Los diferenciales de la deuda de América Latina siguieron una tendencia a la baja desde octubre de 2002 hasta mayo de 2007, cuando alcanzaron un mínimo histórico (véase el gráfico III.7). Un crecimiento más rápido, una inflación más baja y finanzas públicas más sólidas desempeñaron un papel importante en esta trayectoria, igual que el mayor apetito por el riesgo de los inversores, provocado por la abundante liquidez mundial. La compresión de los diferenciales también fue el resultado de la ampliación de la base inversora.

La clase de inversores más amplia, en la que figuran nuevos compradores como los bancos centrales asiáticos y los fondos de pensiones de los Estados Unidos, cambió la naturaleza del compromiso entre compradores y emisores. En el pasado, los mercados latinoamericanos solo recibían flujos de capital a corto plazo, pero en la década de 2000 los compradores se mostraron dispuestos a comprometerse a más largo plazo, haciendo que los programas para la gestión de pasivos (*liability management*) fuesen más viables. Durante esos años de compresión de los márgenes de riesgo, los gobiernos lanzaron una variedad de operaciones de gestión de la deuda, como el desapalancamiento, la ampliación de los vencimientos, el retiro de deuda más cara, el paso de divisa fuerte a moneda local y el aumento de la proporción de la deuda de renta fija.

Gráfico III.7
Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI+)
y el componente latinoamericano, 1997-2012
(En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) de JP Morgan.

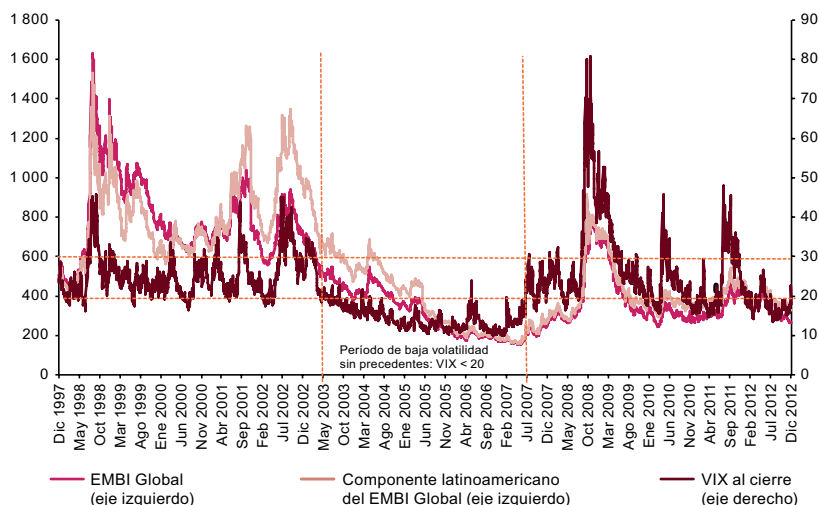
Después de alcanzar un mínimo histórico en mayo de 2007, los márgenes de riesgo de América Latina y el Caribe pasaron a reflejar la mayor volatilidad del contexto externo, aumentando de un modo considerable durante la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, después del colapso de Lehman Brothers, y volviendo a disminuir tras llegar a un máximo en noviembre de 2008. Hubo puntos máximos de volatilidad en mayo y junio de 2010 y en el segundo semestre de 2011, cuando los mercados financieros se vieron afectados por riesgos económicos sustanciales a la baja debido a la crisis fiscal en la zona del euro. Desde 2003 hasta 2007, la volatilidad fue extraordinariamente baja, pero aumentó tras la crisis financiera mundial de 2008-2009, incluso más que durante la segunda mitad de la década de 1990 (véase el gráfico III.8).

Durante la crisis del período 2008-2009, las primas de riesgo de la región aumentaron menos que en otros episodios críticos, por ejemplo, las crisis de la Federación de Rusia y de la Argentina, un dato que refleja la mejora de las políticas macroeconómicas y de los fundamentos económicos de la región. Aunque al final de 2012 los márgenes de riesgo no habían vuelto a los mínimos históricos de 2007, se mantuvieron cerca de los bajos niveles anteriores a la crisis asiática de mediados de la década de 1990. En los últimos años, los diferenciales del EMBI Global²⁹ se han movido según

²⁹ El índice de referencia EMBI Global incluye a Chile y el Uruguay además de los países de América Latina y el Caribe incluidos en el EMBI+. El EMBI Global amplía la composición del EMBI+ empleando un proceso distinto para la selección de los países e instrumentos: se clasifica

el índice de volatilidad (VIX) de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), un indicador del apetito por el riesgo de los inversores internacionales, tal como se muestra en el gráfico III.8. Las condiciones financieras mundiales, como la disponibilidad de liquidez a nivel internacional y el apetito por riesgo de los inversores, han tenido un impacto importante en los costos del crédito para los mercados emergentes.

Gráfico III.8
Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI Global) e índice de volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), diciembre de 1997 a diciembre de 2012^a



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) de JP Morgan y de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) [en línea] www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx.

^a El índice de volatilidad (VIX) de la Bolsa de opciones de Chicago (CBOE) es una medida clave de las expectativas de corto plazo del mercado en relación con la volatilidad y un barómetro del sentimiento de los inversores (comunicado por los precios de las opciones del índice bursátil S&P 500). Los valores superiores a 30 suelen asociarse a una alta volatilidad, mientras que los valores por debajo de 20 suelen corresponder a épocas menos estresantes, e incluso complacientes, de los mercados.

La fuerte compresión de los márgenes de riesgo de los bonos desde finales de 2002 ha sido acompañada de una mejora de la calidad del crédito. La creciente tendencia a conceder, en años recientes, calificaciones crediticias más altas a los emisores de los mercados emergentes es reflejo de un crecimiento mayor, una inflación más baja y unas finanzas públicas más sólidas en la mayoría de dichos mercados, así como del clima benigno del entorno mundial, con liquidez abundante y un apetito creciente por el

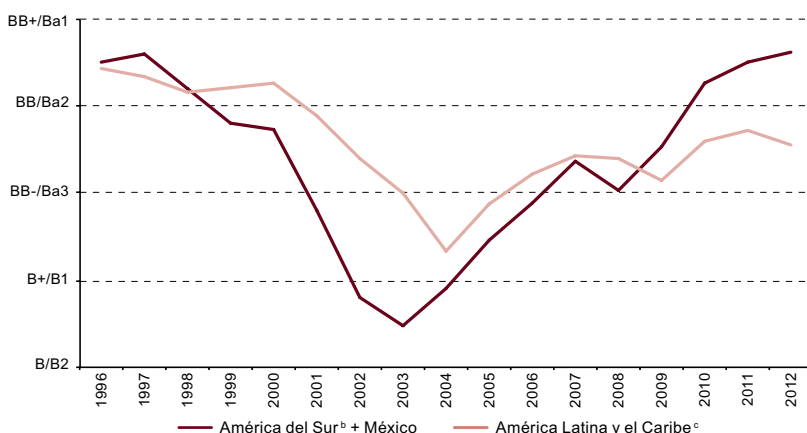
a los países de los mercados emergentes sobre la base de la definición del Banco Mundial de los ingresos per cápita y la historia de la reestructuración de la deuda de cada uno. Estos dos criterios permiten la inclusión de varios países mejor calificados, a los que, no obstante, los inversores internacionales han considerado parte del universo de los mercados emergentes.

riesgo. Además, la más alta calidad crediticia general de la deuda de los mercados emergentes y sus rendimientos ajustados al riesgo han atraído a una base inversora más amplia, dispuesta a absorber las importantes cantidades de deuda emitidas desde 2003.

La década de 1990 fue testigo de un marcado aumento del número de países soberanos de América Latina y el Caribe con calificación crediticia. El aumento más rápido del número de países calificados se produjo en el período 1992-1997, cuando una cantidad cada vez más alta de gobiernos comenzó a acceder a los mercados mundiales de bonos. A fines de la década había 20 países de América Latina y el Caribe calificados, cuando en 1990 solo había uno (la República Bolivariana de Venezuela). A fines de la década de 2000, 26 emisores soberanos de la región ya estaban calificados.

La evolución de las calificaciones crediticias siguió de cerca el ciclo económico de la región. Durante las conmociones financieras de la segunda mitad de la década de 1990, las calificaciones de muchos países de la región fueron rebajadas, pero en la década de 2000, en especial después de 2003, se verificó una tendencia hacia una mejor calidad del crédito (véase el gráfico III.9). A fines de este período, muchos países de la región habían obtenido la calificación de grado de inversión.

Gráfico III.9
América Latina y el Caribe: evolución de las calificaciones de crédito, 1996-2012^a



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

^a Promedio de las calificaciones de Fitch, Moody's y Standard & Poor's. Se considera el grado de inversión en la calificación BBB-/Baa3 y superiores. Las calificaciones de la deuda soberana se convirtieron a valores numéricos y se empleó un promedio de las calificaciones de las tres agencias de calificación crediticia (Fitch, Moody's y Standard & Poor's).

^b América del Sur: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^c América Latina y el Caribe: América del Sur, México, Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá) y el Caribe (Barbados, Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago).

En América del Sur y México, la calidad del crédito ya lleva varios años registrando una tendencia ascendente: sobre una base anual, los ascensos de categoría superan a las rebajas. El ciclo de ascensos quedó momentáneamente interrumpido durante la crisis financiera mundial, pero la tendencia positiva no tardó en volver. Menores necesidades de financiamiento por parte de los países, buenas políticas económicas, incluida la mejora de indicadores clave de la vulnerabilidad, y un vigoroso crecimiento económico han conducido a una tendencia firme y continuada de mejora de las calificaciones del crédito en la región.

En general, las calificaciones crediticias para los países de Centroamérica y el Caribe no han seguido la misma trayectoria que el resto de la región. Las calificaciones de América del Sur y México sufrieron un impacto negativo durante la crisis financiera mundial, pero ya se han recuperado y desde entonces han seguido una tendencia ascendente. La mayor parte de los países del Caribe también sufrieron rebajas tras el inicio de la crisis financiera de 2008, pero hasta fines de 2012 no habían recuperado su posición crediticia anterior, lo que refleja que su recuperación posterior a la crisis ha sido más lenta comparada con la del resto de la región. Las rebajas aplicadas al Caribe se basaron en la debilidad del crédito y el deterioro fiscal, pues la inestabilidad financiera derivada de la crisis mundial afectó fuertemente las cuentas fiscales de esta subregión.

Tras muchos años de mejoras de las calificaciones para los países de América Latina y el Caribe, las principales agencias de calificación crediticia han advertido que de ahora en adelante será más difícil obtener calificaciones más altas. Según Moody's, si bien los ascensos de las calificaciones en los años anteriores hallaron su razón de ser en un aumento de la resiliencia a las conmociones externas, en mejores perfiles de la deuda pública y en altos rendimientos económicos, las mejoras adicionales en la calificación crediticia para países que ya tienen la calificación de grado de inversión dependerá del fortalecimiento de las instituciones en general, en particular de acuerdos institucionales que refuercen la buena gestión fiscal.

La lista de países de la región con categoría de grado de inversión aumentó de cuatro en 2002 (Barbados, Chile, México y Trinidad y Tabago) a nueve a fines de 2012 (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Panamá, Perú, Trinidad y Tabago y Uruguay)³⁰. La importancia del grado de inversión es que reduce considerablemente los costos del financiamiento, mejorando las expectativas del mercado y fomentando un mayor flujo de capitales provenientes de una base inversora más amplia y

³⁰ Colombia y el Uruguay mantuvieron el grado de inversión de las tres agencias por un período de tiempo antes de 2002: entre septiembre de 1995 y agosto de 1999 en el caso de Colombia, y de junio de 1997 a febrero de 2002 en el caso del Uruguay.

más diversificada. Alcanzar el grado de inversión puede conducir a una considerable reducción de los márgenes de riesgo (Jaramillo y Tejada, 2011).

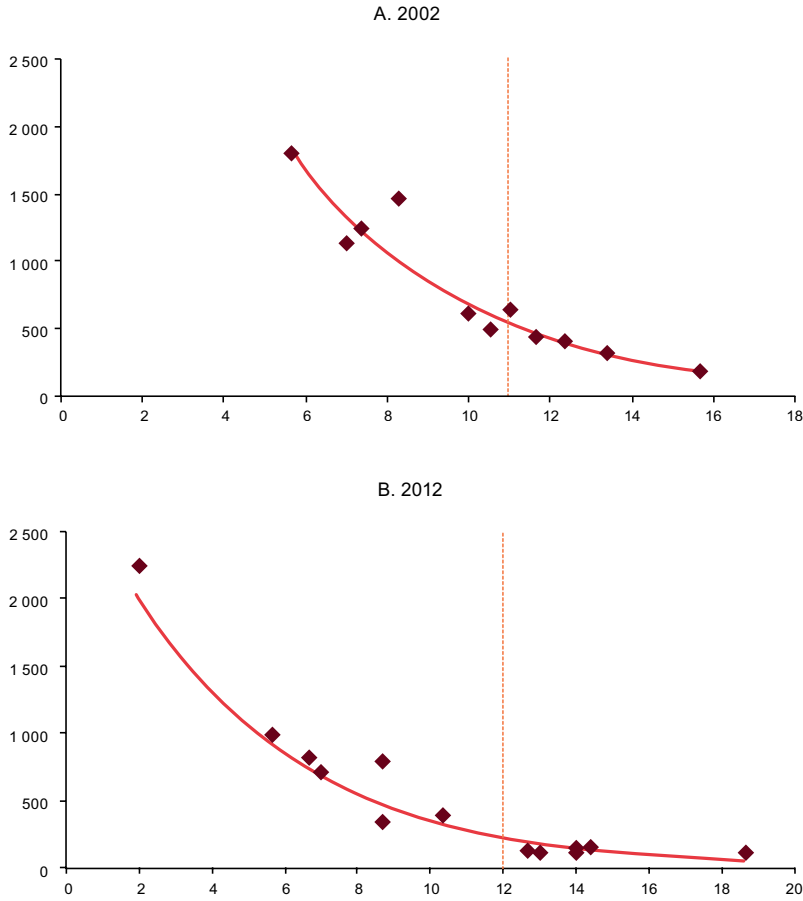
Hay una relación negativa entre las calificaciones crediticias y los márgenes de riesgo. Las deudas soberanas con mejores calificaciones suelen tener márgenes de riesgo más bajos que las que tienen peores calificaciones crediticias, tal como lo muestra la línea de tendencia exponencial del gráfico III.10, donde puede verse que el número de países de América Latina y el Caribe con categoría de grado de inversión aumentó considerablemente en la década de 2000. Puede observarse también que los márgenes de riesgo tienden a registrar subidas pronunciadas en los países con calificaciones crediticias especulativas³¹. A fines de 2002, el margen de riesgo promedio de la deuda argentina alcanzó los 6.342 puntos básicos después de que su calificación crediticia fuera rebajada a incumplimiento selectivo por Standard & Poor's³² y a incumplimiento restringido por Fitch. A causa de los altos diferenciales de sus bonos, la Argentina no figura en la muestra para 2002 del gráfico III.10. Además, en la muestra correspondiente a 2012 el número de países es mayor, pues en 2007 JP Morgan añadió a Belice y Jamaica en su índice EMBI Global.

La brecha de la calidad del crédito entre mercados emergentes y desarrollados se ha ido estrechando a medida que dicha calidad mejoraba en las economías emergentes y se deterioraba en los países desarrollados. Los ascensos que tuvieron lugar en la región en 2011 y 2012 contrastan con la situación que se verifica en Europa y los Estados Unidos. Por ejemplo, en 2011 los Estados Unidos sufrieron la primera rebaja de su calificación crediticia, mientras Fitch, Moody's y Standard & Poor's elevaban las calificaciones de los bonos del Brasil, tanto en moneda local como extranjera, a una categoría de grado de inversión más alta para reflejar el fortalecimiento de las finanzas públicas del país. Al final de 2012 había en la región ocho países en la categoría triple B del grado de inversión: Brasil, Colombia, Costa Rica, México, Panamá, Perú, Trinidad y Tabago y Uruguay. Italia y España se encuentran en la misma categoría, pues la agudización de la crisis europea desembocó, en 2012, en una oleada de rebajas de las calificaciones de los mercados desarrollados. Chile, el noveno país latinoamericano en la categoría de grado de inversión, tiene incluso calificaciones más altas: Aa3, AA- y A+.

³¹ "Grado de inversión" y "grado especulativo" son maneras de referirse a las categorías que van de AAA a BBB (grado de inversión) y de BB a D (grado especulativo). Las categorías correspondientes a grado de inversión indican un riesgo crediticio de relativamente bajo a moderado; en cambio, las calificaciones correspondientes al grado especulativo indican un nivel de riesgo más alto o una cesación de pagos reciente.

³² La calificación de incumplimiento selectivo se asigna cuando Standard & Poor's opina que, si bien el deudor ha dejado de pagar de manera selectiva una emisión o una clase concreta de obligaciones, seguirá cumpliendo con las obligaciones de pago correspondientes a otras emisiones o clases de obligaciones.

Gráfico III.10
América Latina y el Caribe: calificaciones de la deuda soberana
y márgenes de riesgo, 2002 y 2012^a
(En promedios de las calificaciones crediticias y puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Fitch, Moody's, Standard & Poor's y JP Morgan.

^a El eje horizontal corresponde a promedios de las calificaciones crediticias del crédito soberano de Fitch, Moody's y Standard & Poor's; en el eje vertical aparecen los diferenciales EMBI Global en puntos básicos. La línea vertical señala el umbral del grado de inversión. El índice EMBI Global no contenía dos de los cuatro países con grado de inversión en 2002 (Barbados y Trinidad y Tabago) y dos de los nueve países con grado de inversión en 2012 (Costa Rica y Trinidad y Tabago) por consiguiente, estos no figuran en los gráficos.

E. Conclusiones

Durante la década de 1990, el mercado de préstamos no titularizados de América Latina fue gradualmente reemplazado por un mercado de bonos titularizados. La titularización, impulsada por el Plan Brady, ayudó a los países latinoamericanos a mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales y redefinir su inserción en la economía global. Aunque durante la mayor parte de la década de 1990 la existencia de bonos Brady superó a la de eurobonos y bonos globales, a finales de 1999, estos últimos reemplazaron a los anteriores como punto de referencia del mercado. En la década de 2000, las operaciones de recompra o canje de la deuda enmarcada en el Plan Brady llevaron a una estrepitosa caída de su proporción en la deuda soberana externa pendiente. En consecuencia, la deuda del Plan Brady pasó de ser un instrumento dominante en los mercados financieros de la región a una clase de activos en declive.

El Plan Brady fue fundamental para la mejora de la deuda de los mercados emergentes como clase de activos en las últimas dos décadas. Desde la década de 1990 a la década de 2000, la clase de activos evolucionó, se amplió y pasó a ofrecer una mejor calidad de crédito y calificaciones crediticias superiores, y a atraer una base de inversores mucho más amplia como resultado. Los países de la región han incrementado su acceso a los mercados internacionales de bonos en las últimas dos décadas, y este mayor acceso ha proporcionado más opciones de financiamiento, cambiando considerablemente el panorama de financiamiento para el desarrollo.

Pese al aumento de la resiliencia de la región, la vulnerabilidad a las crisis financieras externas aún es una amenaza. Las bajas tasas de interés actuales a nivel global no tienen precedentes. La perspectiva de mayores tasas de interés y rendimientos del Tesoro más altos, asociada con el fin de la política monetaria expansiva de los Estados Unidos, es una preocupación, pues es probable que la retirada de liquidez deje al descubierto vulnerabilidades que todavía persisten en la región.

El retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos muy probablemente va a disminuir el flujo de dinero hacia los mercados emergentes y la región, pero el impacto que esto tendrá en los mercados de bonos locales es difícil de medir. Frente a un entorno externo que está cambiando con rapidez, es posible anticipar que los inversores serán más cuidadosos y exigentes, y esto llevará a una mayor diferenciación por parte de ellos. Los emisores de deuda corporativa y soberana de la región han sacado partido de la demanda sin precedentes en los mercados internacionales de capital, pero deben ser cautelosos y estar preparados para un cambio repentino en el contexto externo global.

Bibliografía

- Banco Mundial (2008), *Global Development Finance: The Role of International Banking. Volume 1: Review, Analysis, and Outlook*, Washington, D.C.
- (2007), *Global Development Finance: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries. Volume 1: Review, Analysis, and Outlook*, Washington, D.C.
- Bank of America/Merrill Lynch (2013), “Size and structure of global emerging markets debt”, *GEMs Strategy Viewpoint*, 31 de julio.
- (2012), “Size and structure of global emerging markets debt”, *GEMs Strategy Viewpoint*, 4 de junio.
- (2011a), “Sovereign debt restructurings: lessons from Brady bonds”, *GEMs Strategy Viewpoint*, 3 de febrero.
- (2011b), “Sovereign debt restructurings, Part 2: post-Brady experience”, *GEMs Strategy Viewpoint*, 18 de marzo.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2007), “Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público”, *Informe de progreso económico y social*, Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza (coords.), Washington, D.C.
- Brauer, Jane Sachar y Douglas Chen (2000), “Brady bonds”, *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill.
- Buckley, Ross P. (1997a), “The transformative potential of a secondary market: emerging markets debt trading from 1983 to 1989”, *Fordham International Law Journal*, vol. 21, N° 4, artículo 3, The Berkeley Electronic Press.
- (1997b), “The facilitation of the Brady Plan: emerging markets debt trading from 1989 to 1993”, *Fordham International Law Journal*, vol. 21, N° 5, artículo 6, The Berkeley Electronic Press.
- Bustillo, Inés y Helvia Velloso (2013), “La montaña rusa del financiamiento externo. El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012”, *Libros de la CEPAL*, N° 119 (LC/G.2570-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.13.II.G.12.
- (2002), “Las tasas de interés estadounidenses, la deuda latinoamericana y el contagio financiero”, *Revista de la CEPAL*, N° 78 (LC/G.2187-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- (2000), “Bond markets for Latin American debt in the 1990s”, *serie Temas de Coyuntura*, N° 12 (LC/L.1441-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.G.144.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2006), “Sudden stops and Phoenix miracles in emerging markets”, *American Economic Review*, vol. 96, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association, mayo.
- Calvo, Guillermo, L. Leiderman y Carmen Reinhart (1996), “Inflows of capital to developing countries in the 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- (1993), “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Houndmills, Palgrave Macmillan.

- Calvo, Guillermo y otros (2001a), "Growth and external financing in Latin America" [en línea] http://www.iadb.org/res/centralBanks/publications/cbm14_99.pdf.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2012a), "Capital flows to Latin America and the Caribbean: 2011 overview and recent developments" (LC/WAS/L.119), Washington, D.C., Oficina de la CEPAL en Washington, 10 de abril.
- (2012b), *Cambio estructural para la igualdad: Una visión integrada del desarrollo* (LC/G.2524(SES.34/3)), Santiago de Chile.
- (1996), *Quince años de desempeño económico. América Latina y el Caribe, 1980-1995* (LC/G.1925/Rev.1-P), Santiago de Chile, julio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.96.II.G.3.
- Chamberlin, Michael M. (2010a), "EMTA's 20th Year - A Look Back to: EMTA 1999 to 2007: The EM Debt Trading and Investment Market Matures and Mainstreams" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Chamberlin%2c+Michael>.
- (2010b), "EMTA 1994-98: The Golden Age of EM Debt Trading?" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Chamberlin%2c+Michael>.
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse y Alessandro Prati (2007), "Can we predict the next capital account crisis?", *IMF Staff Papers*, vol. 54, N° 2, Houndmills, Palgrave Macmillan, septiembre.
- De la Torre, Augusto y Sergio Schmukler (2004), *Whither Latin American Capital Markets?*, Washington, D.C., Banco Mundial, octubre.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America. The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann (1999), "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Paper*, N° 7418, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (2003a), "The Mystery of Original Sin", agosto [en línea] <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf>.
- (2003b), "The Pain of Original Sin", agosto [en línea] <http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>.
- EMTA (Emerging Markets Trade Association) (2010), "EMTA and Market History" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58>.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1997), *History of the Eighties – Lessons for the Future* [en línea] <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/>.
- Feinberg, Richard E. (1988), "Latin American debt: renegotiating the adjustment burden", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.
- Fernández-Arias, E. (1995), "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, N° 2, Amsterdam, Elsevier.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1988), "External debt, adjustment, and development in Latin America", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.
- Foxley, Alejandro (1988), "The foreign debt problem from a Latin American viewpoint", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.

- Frenkel, Roberto (2005), "External debt, growth, and sustainability", *Beyond Reforms, Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, José Antonio Ocampo (ed.), Washington, D.C., Comisión Económica para América Latina y el Caribe / Stanford University Press.
- Gaillard, Norbert (2009), "Fitch, Moody's and S&P's sovereign ratings and EMBI global spreads: lessons from 1993-2007", *International Research Journal of Finance and Economics*, N° 26.
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase y Laura E. Kodres (2008), "Emerging market spread compression: is it real or is it liquidity?", *IMF Working Paper*, N° 08/10, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Hausmann, Ricardo y Ugo Panizza (2002), "The Mystery of Original Sin: The Case of the Missing Apple", inédito.
- Jaramillo, Laura y Catalina Michelle Tejada (2011), "Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: does investment grade matter?", *IMF Working Paper*, N° 11/44, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, marzo.
- Jeanneau, Serge y Camilo Tovar (2006), "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges", *BIS Quarterly Review*, junio.
- J.P. Morgan (2012), "EM rerates as an asset class", 10 de agosto.
- Kräussl, Roman (2003), "Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?", *CFS Working Paper*, N° 2003/18, *Center for Financial Studies* agosto.
- Lee, Sharon Y. y Michael E. Venezia (2000), "A primer on Brady bonds", *Emerging Markets Fixed Income*, Salomon Smith Barney, 9 de marzo.
- Mendoza, Enrique G. (2008), "Sudden stops, financial crises and leverage: a Fisherian deflation of Tobin's Q", *NBER Working Paper*, N° 14444 [en línea] <http://www.nber.org/papers/w14444>.
- Ocampo, José Antonio (2001), "International asymmetries and the design of the international financial system", *serie Temas de Coyuntura*, N° 15 (LC/L.1525-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.01.II.G.70.
- (1999a), "Reforming the international financial architecture: consensus and divergence", *serie Temas de Coyuntura*, N° 1 (LC/L.1192-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.99.II.G.6.
- (1999b), "La reforma financiera internacional: Una agenda ampliada", *serie Temas de Coyuntura*, N° 6 (LC/L.1255-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ocampo, José Antonio, Jan Kregel y Stephany Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*, Nueva York, Naciones Unidas. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.06.IV.7.
- Winslade, Thomas (2010), "EMTA's Early Years (1992 and 1993): EMTA Emerges as an Independent Trade Association for the Emerging Markets Trading Industry [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Winslade%2c+Thomas>.
- Wolfson, Bruce (2010), "EMTA's Beginnings" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Bruce+Wolfson>.

Capítulo IV

Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo¹

*Roberto Frenkel*²

Introducción

Podría utilizarse la famosa frase de Hyman Minsky “*Can ‘it’ happen again?*” (¿Puede ocurrir otra vez?) para indagar sobre la posibilidad de que emerjan nuevamente las crisis que asolaron las economías en desarrollo en las primeras tres décadas de su participación en la globalización financiera. Para intentar una respuesta, en este trabajo se analizan las crisis ocurridas entre la década de 1970 y los primeros años de la década de 2000, se revisan sucintamente los cambios en materia de inserción financiera internacional, regímenes cambiarios y política macroeconómica que se efectuaron con posterioridad en estas economías y se examina con mayor detalle la evolución de esos rasgos y de las regulaciones financieras en las economías latinoamericanas.

El trabajo está dividido en cuatro secciones, además de esta introducción. En la primera sección se presenta un análisis de las crisis

¹ Una versión preliminar de este trabajo se presentó en la conferencia La Crisis de la Deuda 30 Años Después, organizada por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) en México, D.F., los días 18 y 19 de febrero de 2013. El autor agradece los comentarios recibidos en esa oportunidad. Asimismo, agradece especialmente los comentarios y sugerencias que le hicieron llegar posteriormente Luis Felipe Jiménez y José Antonio Ocampo.

² Investigador Titular del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Profesor Honorario de la Universidad de Buenos Aires y Profesor de la Universidad Torcuato Di Tella.

experimentadas por las economías en desarrollo. En las secciones B y C el análisis se enfoca principalmente en evaluar la probabilidad de que las economías de América Latina sufran, en las circunstancias presentes, crisis similares a las del pasado. En la sección B se examinan los cambios en términos de inserción financiera internacional y políticas macroeconómicas que tuvieron lugar en las economías de mercado emergente entre fines de los años noventa y la actualidad. La tercera sección se enfoca con mayor detalle en los cambios observados en los países de América Latina, así como en las mejoras de las regulaciones financieras de estos países. Por último, en la sección D se exponen las conclusiones del trabajo.

A. Las crisis en las economías de mercado emergente

Entre la crisis de la deuda latinoamericana y la crisis de México de 1995 transcurrieron 12 años. En el ínterin, entre fines de los años ochenta y principios de los noventa, el Plan Brady permitió reestructurar definitivamente las deudas con los bancos internacionales y volvió a abrir el acceso al crédito voluntario. Pero a poco andar estalló la crisis mexicana. Pocos meses después, Michel Camdessus, Director Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), se refirió al evento como “la primera crisis del siglo XXI” (Camdessus, 1995). La frase sintetizaba dos ideas: i) que la de México era la primera crisis ocurrida en el contexto del nuevo sistema financiero globalizado y ii) que otras crisis debían esperarse en el futuro, como característica inherente del funcionamiento de este sistema.

La frase de Camdessus era errónea en su referencia al pasado. El error derivaba probablemente de ubicar el nacimiento de la globalización financiera en los años noventa, como muchos hacían por entonces. En realidad, las primeras crisis del nuevo sistema habían ocurrido en América Latina a comienzos de los años ochenta (incluida prominentemente la crisis de México de 1982, cuya importancia resalta por el hecho de que el anuncio de la moratoria mexicana en agosto de ese año acabó constituyéndose en la fecha de referencia de la crisis de la deuda). Esto parecía olvidado en 1994. En ese momento, México era el principal receptor de flujos internacionales de capital y ejemplo de buen comportamiento según las normas del Consenso de Washington³. Ninguna analogía con el desastre de la crisis de la deuda parecía admisible. Para quienes habían olvidado los años

³ Hacemos referencia al Consenso de Washington como descripción sintética usual de la visión económica neoliberal que predominaba en América Latina en los años noventa. El programa del Consenso de Washington está mejor representado por el Banco Mundial (1991) que por Williamson (1990). Véase Fanelli, Frenkel y Taylor (1992) y Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1992).

setenta y ochenta y creían que la globalización financiera se había iniciado en la década de 1990, la crisis mexicana de 1995 resultó muy sorprendente.

La frase de Camdessus fue también errónea como augurio, porque si bien es cierto que en 1995 México dio inicio a una sucesión de crisis en los países de mercado emergente, que culminó con las de la Argentina, el Uruguay y Turquía entre 2001 y 2002, estas dejaron de ocurrir a poco de transcurrido el siglo XXI. La no ocurrencia de crisis en las economías en desarrollo en el período reciente es notable, pero aún más notable es que no se hayan producido crisis en estas economías como consecuencia del estallido de la crisis global con centro en los Estados Unidos.

Aunque el mercado de eurodólares venía expandiéndose en la segunda mitad de los años sesenta, el inicio de la llamada “segunda globalización financiera” puede ubicarse en los primeros años de la década de 1970⁴. El proceso involucraba en un comienzo a los Estados Unidos y algunos países de Europa, pero se aceleró y extendió geográficamente después del primer salto del precio del petróleo en 1973. Varios países de América Latina se incorporaron al proceso en la segunda mitad de esa década, como receptores de créditos de los bancos internacionales. En esto consiste la principal singularidad de la relación de América Latina con el sistema financiero internacional: ser la región receptora de la primera ola de flujos de capitales hacia las economías en desarrollo en la nueva globalización financiera. Por ese motivo, fue la primera en experimentar las primeras crisis del nuevo sistema⁵.

En este trabajo se argumenta que los eventos de crisis en los países de mercado emergente ocurridos en los años noventa muestran un patrón común, que combina crisis de balanza de pagos, crisis financiera y crisis cambiaria, y se afirma también que la génesis y los procesos que culminan en esos eventos críticos pueden ser descritos por un modelo común. El mismo patrón y modelo común que caracteriza las crisis de los años noventa se encuentra en algunas de las crisis nacionales agrupadas en la crisis de la deuda latinoamericana de los primeros años de la década de 1980⁶.

⁴ Son persuasivas al respecto las argumentaciones de Eatwell (1996) y Eatwell y Taylor (2000), que ponen el hito inicial en 1973 por el impulso a la globalización financiera causado por el fin del sistema de Bretton Woods y el primer choque petrolero.

⁵ Aunque nos referimos de modo general a las crisis de las economías de mercado emergente de los años ochenta y noventa, en este trabajo no se examina ni se pretende efectuar un diagnóstico de todos los eventos críticos que emergieron. La referencia apunta especialmente a un conjunto de eventos críticos nacionales notables que incluyen a la Argentina, el Brasil, Chile y México (comienzos de la década de 1980), México y la Argentina (1995), el Brasil (1998), las cinco economías de Asia Oriental que entraron en crisis en 1997-1998, la Federación de Rusia (1998) y la Argentina, el Uruguay y Turquía (2001-2002).

⁶ Los primeros trabajos de investigación sobre la globalización financiera de América Latina se produjeron en el marco de un proyecto internacional coordinado por Ricardo Ffrench-Davis a fines de los años setenta y comienzo de los ochenta, cuyos resultados fueron

Los procesos nacionales de endeudamiento externo de los años setenta se produjeron en circunstancias diversas. El Brasil es uno de los polos de esa diversidad. Fue un caso de endeudamiento público en un contexto en el que se preservaron los controles de capital y del mercado de cambios, así como el régimen cambiario vigente en ese país desde mediados de los años sesenta. Los mencionados constituían rasgos definitorios del modelo de industrialización liderado por el Estado que dio marco al “milagro brasileño” en el período 1966-1973. En el otro polo, el de Chile fue un caso de endeudamiento privado en un contexto profundamente reformado, en el que se liberalizaron y abrieron la cuenta de capital y el sistema financiero y se adoptó un régimen cambiario de prefijación de tasas descendentes de devaluación (*crawling peg* activo) con propósitos antiinflacionarios. La Argentina y México también expandieron la deuda externa privada, incentivada por la apertura y desregulación de la cuenta de capital y el sector financiero, pero en estos casos el endeudamiento externo del sector se combinó en distintas proporciones con la expansión de la deuda externa pública.

Con el propósito de precisar la clasificación de los eventos críticos nacionales y distinguir aquellos que muestran el mencionado patrón común, a continuación se definen distintos tipos de crisis, se ejemplifica con algunos casos nacionales la presencia o ausencia de los tipos de crisis identificados y se caracteriza el patrón común observable en algunos de los eventos de los años ochenta y en la mayor parte de los eventos de los años noventa y la primera parte de la década de 2000.

1. Tipos de crisis

La mayor parte de las transacciones se realiza por medio de una trama de contratos explícitos e implícitos. En condiciones normales, hay siempre un número de contratos privados que se incumplen, pero esto no tiene consecuencias macroeconómicas, esto es, efectos significativos sobre el nivel de actividad y el empleo. En cambio, en una crisis, el incumplimiento de contratos se encadena y alcanza una dimensión tal que induce una contracción significativa de la demanda agregada y el empleo. De modo que una crisis puede definirse como la situación de incumplimiento de un

publicados en Ffrench-Davis (1983). Nuestra contribución a este proyecto (Frenkel, 1983a), enfocada en la interpretación del caso argentino, contiene la primera versión del modelo publicado en Frenkel (1983b), que sirve de base a este trabajo. Carlos Díaz Alejandro participó también en ese proyecto y en 1982 presentó la primera versión de su difundido artículo sobre los “experimentos del Cono Sur”, publicado en Díaz Alejandro (1985), del cual este trabajo también se nutre. El análisis que sigue se apoya además en contribuciones sobre el tema presentadas en Taylor (1998), Eatwell y Taylor (2000), Ffrench-Davis (2001), Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2011), Ocampo (2008), Ocampo (2011) y otros trabajos que se citan más adelante.

conjunto importante de compromisos o contratos con efectos significativos sobre la actividad económica (Heymann y Leijonhufvud, 2012).

Los compromisos que el Estado asume, que enmarcan y orientan la actividad de los agentes, son parte importante de la trama de contratos. La adopción de determinado régimen cambiario es un ejemplo. En este caso, el Estado (el gobierno o el banco central) asume un compromiso, que representa una limitación autoimpuesta de su accionar futuro, con el propósito de orientar las expectativas y las decisiones de los agentes privados.

Para configurar una crisis, la magnitud de los contratos incumplidos debe superar cierto umbral. Este umbral no puede definirse con precisión, entre otras razones porque el impacto macroeconómico no depende solo de la magnitud de los contratos incumplidos, sino también de la fragilidad del sistema. En todo caso, una crisis puede originarse porque no se cumple un gran número de contratos de magnitud relativamente pequeña, como es el caso de los depósitos y créditos en una crisis bancaria, o por el incumplimiento de un compromiso que involucra un gran volumen de transacciones, como es el caso de las crisis cambiarias.

Es posible distinguir crisis de distintos tipos según los mercados y contratos principalmente afectados. Este procedimiento es útil para analizar comparativamente las experiencias históricas porque en cada uno de los eventos críticos nacionales han tenido lugar, en forma simultánea o en secuencia rápida, distintos tipos de crisis.

A continuación se mencionan los tipos de crisis identificados. Se habla de crisis financiera cuando los contratos involucrados son financieros, principalmente créditos y depósitos bancarios en las economías de mercado emergente. Un segundo tipo son las crisis de balanza de pagos. La economía enfrenta una crisis de pagos internacionales o de balanza de pagos si el incumplimiento afecta a contratos internacionales (públicos o privados). En tercer lugar, se está frente a una crisis de deuda pública en el caso de incumplimiento de las obligaciones financieras del sector público. Si una parte importante de la deuda pública es externa, tienen lugar simultáneamente una crisis de deuda pública y una crisis de pagos internacionales. Por último, cuando la autoridad monetaria ha comprometido un tipo de cambio fijo o predeterminado y este compromiso se incumple, se trata de una crisis cambiaria. Esta suele ser anticipada por una corrida contra las reservas motivada por las expectativas de los agentes privados, pero las crisis cambiarias se definen como el incumplimiento del compromiso adquirido por la autoridad monetaria.

La definición de crisis expuesta es algo restrictiva porque refiere al incumplimiento efectivo de los contratos. En realidad, un evento crítico

puede ser detonado por una percepción extendida de la amenaza de incumplimiento de ciertos contratos, aunque a posteriori dichos contratos sean cumplidos en tiempo y forma. Para reconocer esta posibilidad y preservar la validez de las definiciones de tipos de crisis propuestas, se adoptaron las siguientes convenciones:

- i) Crisis de deuda externa: Desde la crisis de México de 1995 en adelante ha habido pocos eventos de cesación de pagos (*default*) de las deudas externas, pero la percepción extendida de este riesgo fue un factor crucial en las crisis que se presentaron en ese período. En estos casos consideramos que tuvo lugar una crisis de deuda externa, aunque posteriormente las obligaciones se hayan cumplido con el apoyo de los paquetes de rescate.
- ii) Crisis cambiaria: En la crisis argentina de 1995 el tipo de cambio fijo establecido por la Ley de Convertibilidad sobrevivió a la crisis, pero la percepción del riesgo cambiario fue un factor importante en su desarrollo. En este caso, para que la definición de crisis cambiaria no resulte ambigua y como se trata de un episodio excepcional, consideramos que no ocurrió una crisis cambiaria porque la regla comprometida no fue abandonada.

2. El patrón más general de las crisis en las economías de mercado emergente

En los eventos críticos nacionales ocurridos en la década de 1990 y primeros años de la de 2000, y en varios de los que tuvieron lugar a comienzos de los años ochenta se encuentra un patrón común, que combina en cada evento los mismos tipos de crisis (Frenkel, 2003).

El rasgo más general es la existencia de una crisis de pagos internacionales de obligaciones de deuda en moneda extranjera. Los países encontraron grandes dificultades para mantener al día los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda externa o, más precisamente, de la deuda externa en moneda extranjera. Esa deuda cayó en cesación de pagos o solo pudo cumplirse en tiempo y forma cuando el país recibió una inyección de liquidez de gran magnitud mediante un paquete de rescate internacional. En este nivel de análisis no importa distinguir si la deuda es pública o privada. La causa inmediata de este tipo de crisis es que el país, como un agregado, no dispone de suficiente liquidez en moneda internacional para mantener sus pagos al día (Frenkel, 2008)⁷. Este tipo de crisis es propio del período de globalización financiera, pues tiene como

⁷ Una visión similar sobre el rol de la liquidez en moneda internacional en las crisis de los mercados emergentes se encuentra en Chang y Velasco (1999).

condición un déficit de la balanza de pagos con una proporción importante de intereses y amortizaciones de deuda externa.

En segundo lugar, casi todos los eventos incluyen una crisis cambiaria (hay dos excepciones de distinta naturaleza que se comentan más adelante: el Brasil en 1982 y la Argentina en 1995). En los casos que comparten el patrón común estaban vigentes regímenes de tipo de cambio fijo o prefijado que debieron abandonarse. Los países abrieron sus cuentas de capital en contextos de tipo de cambio fijo y el sector privado demandante de crédito (y en varios casos también el sector público) se endeudó con el exterior incentivado por el menor costo del financiamiento internacional con respecto al local (mientras se mantuviera vigente la política cambiaria comprometida). El mismo incentivo inducía a los inversores externos a tomar posición en activos denominados en moneda nacional. En algunos casos, los tipos de cambio eran fijos porque ese era el régimen que el país había venido instrumentando por largo tiempo y estaba vigente cuando se abrió la cuenta de capital⁸. México y Venezuela (República Bolivariana de) en los años setenta se incluyen en esta categoría, como también las economías del este de Asia que abrieron sus cuentas de capital en la primera mitad de los años noventa y entraron en crisis en el período 1997-1998. En otros casos, el tipo de cambio fue fijado o predeterminado para que sirviera de ancla de la inflación, como ingrediente esencial de paquetes de política antiinflacionaria lanzados más o menos simultáneamente con la apertura y desregulación de la cuenta de capital y el sistema financiero. Estos son, por ejemplo, los casos de la Argentina, Chile y el Uruguay en la segunda mitad de los años setenta, de México en 1988, la Argentina en 1991 y el Brasil en 1994.

Por último, los eventos tuvieron un componente de crisis financiera. También es el Brasil, en 1982 y en 1998, la excepción en este aspecto. La crisis financiera suele surgir antes del estallido de las crisis de balanza de pagos y cambiarias. En general, a lo largo de la historia, las crisis financieras han sido antecedidas por grandes expansiones del crédito y así también ocurrió en los eventos de referencia, pero en las crisis financieras de los mercados emergentes esa expansión previa del crédito ha estado siempre asociada con los ingresos de capitales y con los incentivos que motivan a los agentes a posicionarse en activos nacionales financiándose con pasivos en moneda internacional. Cuando no aparece antes que la crisis cambiaria, la crisis financiera emerge con ella, por las amenazas de cesación de

⁸ Que se mantenga el régimen tradicional de tipo de cambio fijo no significa que el tipo de cambio haya permanecido constante. México, por ejemplo, devaluó su moneda en 1976, pero volvió a fijar el tipo de cambio antes de abrir la cuenta de capital. En cambio, la Argentina, el Brasil, Chile y Colombia habían abandonado los tipos de cambio fijos y habían adoptado regímenes de paridad móvil (crawling peg pasivo) a mediados de los años sesenta. Véase Frenkel y Rapetti (2011).

pagos motivadas por la iliquidez en moneda internacional involucrada en la crisis de balanza de pagos o por el efecto de la devaluación sobre los patrimonios de bancos y empresas muy expuestos al riesgo cambiario.

Merecen comentarse algunos eventos críticos en los que no se encuentra uno o más de los tipos de crisis observados en el patrón común.

El Brasil en 1982 es un caso de crisis de deuda externa pública no acompañada de crisis cambiaria ni de crisis financiera. En los años setenta el Gobierno del Brasil financió con endeudamiento externo crecientes déficits en cuenta corriente. La deuda se hizo insostenible en 1982. El endeudamiento externo se produjo sin alterar las reglas propias de la estrategia desarrollista liderada por el Estado que regía en los mercados financiero y cambiario. El Brasil mantuvo el control de cambios y no abrió su cuenta de capital ni procuró la integración de su sistema financiero con el internacional. En 1968 el país había adoptado un régimen cambiario de minidevaluaciones periódicas con tendencia asociada a la inflación pasada pero con discrecionalidad en los ajustes, que siguió vigente durante la crisis.

Por otra parte, el Brasil en 1998 es un caso de crisis de balanza de pagos y crisis cambiaria no acompañadas de crisis financiera. El país había sufrido una importante crisis financiera en 1995, inmediatamente después del lanzamiento del Plan Real, en la que tuvo influencia el contagio de la crisis mexicana. Tres de los diez mayores bancos privados cesaron de operar, así como numerosas entidades de menor tamaño, de modo que la crisis de 1998 encontró un sistema financiero recientemente reestructurado. Cabe mencionar también que, a diferencia de la Argentina en 2001, el sistema financiero brasileño no estaba dolarizado. Además, un apoyo multilateral antes de la devaluación financió la salida de capitales y la cancelación de deudas en moneda internacional de bancos y empresas, de modo que cuando la corrida cambiaria forzó el abandono del tipo de cambio cuasi fijo del Plan Real, a fines de 1998, la devaluación tuvo un impacto negativo moderado en los patrimonios del sector privado.

Como se mencionó, el evento excepcional de la Argentina en 1995 es un caso de crisis financiera y de balanza de pagos que no derivó en crisis cambiaria. En situación de gran fragilidad financiera y externa, la economía recibió el impacto del contagio de la crisis mexicana a principios de 1995. El contagio produjo la huida de capitales y una importante contracción de los depósitos bancarios. Decenas de entidades financieras se cerraron y la economía entró en recesión. Un paquete de rescate liderado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) permitió evitar la cesación de pagos y la devaluación, de modo que el régimen de convertibilidad sobrevivió al efecto “tequila”. Cabe aclarar que el hecho de que el régimen de convertibilidad (flexibilizado en su componente de política monetaria, para atender los requerimientos de asistencia a los bancos planteados por

la crisis financiera) haya sobrevivido a la crisis de 1995 no significa que los riesgos cambiario y de cesación de pagos no hayan jugado un papel en el desarrollo de la crisis financiera que estalló a comienzos de 1995, como en el resto de los casos de crisis financiera. Sin embargo, en esta ocasión, las expectativas de devaluación o cesación de pagos que retroalimentan el proceso crítico no se verificaron a posteriori.

3. Combinación de crisis de balanza de pagos, crisis financiera y crisis cambiaria

En los eventos que comparten el patrón común, así como en los casos de la Argentina en 1995 y el Brasil en 1998, se observan los rasgos estilizados que se describen a continuación.

Las crisis fueron precedidas por una dinámica macroeconómica de ciclo, con una fase inicial expansiva, seguida de un período de estancamiento o recesión, una creciente fragilidad financiera y externa y, finalmente, las crisis de balanza de pagos, financiera y cambiaria. Esta dinámica de ciclo, descrita y fundamentada por Hyman Minsky (1975 y 1977), no es exclusiva de las crisis en las economías de mercado emergente, sino que es una característica general de las crisis financieras⁹.

Una singularidad del ciclo minskyano en las economías de mercado emergente es que la fase inicial de auge es generada por cambios relativamente drásticos de las políticas macroeconómicas y las regulaciones. Estos cambios combinaron típicamente la liberalización del mercado financiero local y la cuenta de capital con alguna regla de predeterminación del tipo de cambio (fijación o *crawling peg* activo). El tipo de cambio real suele encontrarse inicialmente apreciado¹⁰ o tiende a apreciarse durante la fase de auge. Como ya se mencionó, en varios casos los países tenían vigentes regímenes de tipo de cambio fijo cuando se abrió la cuenta de capital.

La instrumentación de las nuevas regulaciones y reglas macroeconómicas constituyen un choque exógeno sobre el sistema

⁹ Después del trabajo pionero de Minsky y Kindleberger (1978), el papel de la expansión del crédito en la configuración de las crisis financieras ha ganado creciente reconocimiento (véase, por ejemplo, Kaminsky y Reinhart (1999) y Reinhart y Rogoff (2009). Kaminsky y Reinhart estudiaron la función de la expansión del crédito alimentada por flujos internacionales de capital en las crisis “gemelas”, financieras y de balanza de pagos. El estudio de Schularick y Taylor (2012) sobre las crisis financieras en el período 1870-2008 proporciona evidencia sólida sobre el papel de la exuberancia financiera en la configuración de crisis y sobre la validez general del modelo de Minsky.

¹⁰ Por ejemplo, en los casos de la Argentina en 1991 y el Brasil en 1994, en los cuales la inflación era el foco de los planes de Convertibilidad (Argentina) y Real (Brasil). Cabe mencionar que la capacidad del tipo de cambio nominal para anclar la inflación es mayor cuanto más apreciado está el tipo de cambio real.

financiero, que establece rápidamente incentivos para el arbitraje entre activos externos y locales e induce la fase de auge. Los movimientos internacionales de capital cumplen un rol crucial tanto en el auge como en la fase contractiva. Los ingresos de capital de la fase de auge son de gran magnitud en proporción al tamaño de los mercados de cambios, de dinero y de capitales.

Por último, la regulación del mercado financiero local es débil. Esto puede ocurrir porque este mercado se liberalizó recientemente o porque la rápida expansión de la intermediación financiera durante el auge supera la capacidad regulatoria existente.

Los llamados “experimentos de liberalización y apertura del Cono Sur” (la Argentina, Chile y el Uruguay en la segunda mitad de los años setenta) fueron pioneros en la instrumentación simultánea de políticas macroeconómicas antiinflacionarias —en las que el tipo de cambio fijo o cuasifijo jugaba un papel esencial de ancla de la inflación— acompañadas de reformas como la apertura comercial y la apertura y liberalización del mercado financiero y la cuenta de capital, junto con privatizaciones, reformas fiscales y medidas desregulatorias en otros mercados. Estos contextos institucionales y de política macroeconómica fueron replicados en América Latina en los años noventa en el marco del Consenso de Washington. México puso en práctica un programa de este tipo en 1988, la Argentina en 1991 y el Brasil en 1994.

4. La dinámica cíclica que conduce a la crisis

Los procesos que conducen a la crisis se desarrollan en cada uno de los mercados que entran en crisis (financiero, cambiario, deuda externa y deuda pública) y se combinan y realimentan de manera compleja. En el punto de partida del ciclo que caracteriza los episodios de crisis se encuentra la conjunción de los programas locales con un momento de auge de los flujos de capital hacia los mercados emergentes¹¹.

La instrumentación de los cambios en las regulaciones y las políticas macroeconómicas es seguida de masivos ingresos de capital y una primera fase de acumulación de reservas y elevadas tasas de crecimiento de la moneda y el crédito. Se produce una fuerte expansión de la demanda interna y burbujas de precios de activos reales y financieros, tales como tierra, inmuebles y acciones. Con un tipo de cambio nominal fijo o cuasifijo,

¹¹ La narrativa siguiente se basa en Frenkel (2003) y Frenkel y Rapetti (2009). En Frenkel (1983b) se presenta un modelo formal, concebido originalmente para interpretar las crisis de la Argentina y Chile de los primeros años de la década de 1980. El modelo está sintetizado en Williamson (1983) y presentado también en Taylor (1991). Taylor (1998) argumenta que también es aplicable a las crisis de los mercados emergentes de los años noventa.

que goza inicialmente de gran credibilidad, la inversión en activos locales es altamente rentable en moneda internacional. Hay fuertes incentivos a la adopción de posiciones en activos locales financiadas con endeudamiento en moneda internacional.

El tipo de cambio real estaba inicialmente apreciado en varios casos, y tiende en general a apreciarse en la fase expansiva porque la inflación resulta superior a la suma de las tasas de devaluación prefijadas más la tasa de inflación internacional. En los casos en que las economías venían experimentando alta inflación, la apreciación del tipo de cambio real se explica principalmente por la inflación residual que persiste tras la fijación del tipo de cambio. De modo más general, la rápida expansión de la demanda en los sectores no comerciales tiende a elevar los precios de estos bienes y servicios y generar apreciación cambiaria. A consecuencia de la apreciación del tipo de cambio real (a la que se adicionó la apertura comercial en muchos casos) y la expansión de la demanda interna, las importaciones aumentan con rapidez y se amplía el déficit comercial. Asimismo, el déficit en cuenta corriente tiende a aumentar, más lentamente al principio y más rápido en adelante, a medida que se va acumulando deuda externa y crece el volumen de capital extranjero invertido en la economía.

La evolución de las cuentas externas y las reservas refleja un aspecto del ciclo. Hay un continuo aumento del déficit en cuenta corriente. Inicialmente los flujos de capital superan en valor absoluto a los déficits y se acumulan reservas. Pero en cierto momento el déficit en cuenta corriente se hace mayor que los ingresos de capital¹². Las reservas alcanzan entonces un máximo y luego se contraen, induciendo la contracción del dinero y el crédito. Sin embargo, el ciclo no está determinado exclusivamente por esta mecánica, porque los flujos de capital no son exógenos. Las decisiones de portafolio de los agentes locales y externos con relación a la proporción de activos locales —la porción de la cartera expuesta al riesgo del país o al riesgo cambiario— son afectadas por la evolución de la balanza de pagos y las finanzas.

La evolución de la tasa de interés local refleja los aspectos financieros del ciclo. La tasa de interés tiende a reducirse en la primera fase y aumenta en la segunda. Como la política cambiaria goza inicialmente de credibilidad, el arbitraje entre activos financieros y créditos locales y externos causa la reducción de las tasas de interés locales en la primera fase. Las tasas de interés bajas contribuyen a la expansión financiera y de la economía real. En este contexto se incrementa significativamente la fragilidad financiera local (en el sentido descrito por Minsky). En la segunda fase, las tasas de interés aumentan y emergen episodios de

¹² Dada la tendencia creciente de los déficits en cuenta corriente, para que esto no ocurra se requeriría que los ingresos netos de capital fueran permanentemente crecientes.

iliquidez e insolvencia, primero como casos aislados y luego como crisis sistémica, que en muchos casos precede a la crisis cambiaria, como ya se mencionó.

El aumento de las tasas nominales y reales de interés en la segunda fase del ciclo también se debe al arbitraje entre activos locales y externos. La suma de la prima de riesgo cambiario más la prima de riesgo país —el precio agregado del riesgo de devaluación y el riesgo de cesación de pagos— es la principal variable que impulsa el aumento de las tasas de interés locales. El persistente incremento del déficit en cuenta corriente —y a partir de cierto punto la tendencia contractiva de las reservas— reduce la credibilidad de la regla cambiaria, por una parte, mientras que se incrementa, por otra parte, la probabilidad de que la deuda emitida no sea honrada en tiempo y forma. El sostenimiento de la regla cambiaria y el servicio regular de las obligaciones externas requiere crecientes ingresos de capital. Por lo tanto, los precios de los riesgos tienden a aumentar. La elevación de las primas de riesgo y, consecuentemente, de las tasas de interés es necesaria para equilibrar los portafolios y atraer capital del exterior.

La actividad económica se contrae y episodios de iliquidez e insolvencia, generados por la disminución de la demanda agregada y el aumento de las tasas de interés, contribuyen también a reducir la credibilidad de la regla cambiaria. Al final del proceso no hay tasas de interés suficientemente altas como para sostener la demanda de activos financieros locales. Se producen corridas contra las reservas del banco central, que conducen finalmente al colapso del régimen cambiario.

La dinámica macroeconómica expuesta arriba describe un proceso en el cual la expansión del crédito es alimentada por los ingresos de capital mientras el déficit en cuenta corriente se expande. El proceso alcanza el punto de inflexión cuando el resultado de la balanza de pagos se hace negativo. La fase contractiva siguiente se describe arriba como un proceso gradual que deriva en las crisis de deuda externa, financiera y cambiaria. Con esta descripción se procura enfatizar que lo que conduce a la reversión del ciclo económico es la creciente fragilidad financiera y externa alcanzada en la fase expansiva, ya que la continuidad de la expansión requeriría la permanencia sine die de un esquema de financiamiento tipo Ponzi. Sin embargo, en lugar de un proceso gradual, la fase contractiva puede consistir en una caída abrupta causada, por ejemplo, por una interrupción súbita de los ingresos netos de capital (*sudden stop*) inducida por efectos de contagio, como sucedió en varios casos. La narración presentada arriba (y el modelo en que está basada) describe la historia de un país, pero los procesos descritos han ocurrido más o menos simultáneamente en

grupos de países: la región latinoamericana en los primeros años de la década de 1980; la Argentina y México en 1995, y el grupo compuesto por las cinco economías del este de Asia que entraron en crisis, la Argentina, el Brasil, la Federación de Rusia, Turquía y el Uruguay en el período 1997-2001. De modo que los efectos de contagio han existido, en diferentes grados, en todos los episodios. En cualquier caso, aunque la interrupción haya sido inducida por efectos de contagio, sus consecuencias negativas son proporcionales a la fragilidad financiera y externa alcanzada previamente por la economía.

5. Lecciones de las crisis en los países en desarrollo

El período comprendido entre mediados de los años setenta y comienzos de la década de 2000 abarca un conjunto de crisis que provee un rico material para analizar el fenómeno. El análisis de sus rasgos comunes sintéticamente presentado arriba provee claras lecciones sobre las causas de las crisis. Consecuentemente, las conclusiones del estudio de esos casos sugieren políticas para prevenir las crisis y también para moderar sus efectos y facilitar su resolución una vez que ocurren.

En conjunto, las crisis en las economías desarrolladas y en desarrollo han puesto de relieve las falencias y los riesgos de contar con sistemas financieros locales débilmente regulados. Como lección general, se desprende que reforzar y extender la regulación financiera es esencial para evitar la inestabilidad y las crisis. Sin embargo, como conclusión específica del estudio de las economías en desarrollo, puede afirmarse que la prevención de crisis en estas involucra elementos que van más allá de la regulación de los sistemas financieros. La conjunción de la modalidad de inserción en el sistema financiero internacional con el régimen de política macroeconómica juega un rol crucial en los comportamientos financieros de estas economías. En consecuencia, la prevención de crisis requiere también una configuración macroeconómica consistente, que incluye la política cambiaria y las políticas relacionadas con el manejo de la balanza de pagos y las reservas internacionales. En síntesis, el estudio de las crisis en los países en desarrollo permite concluir que, además de reforzar y extender la regulación financiera, estos deberían: i) contar con regímenes cambiarios que den flexibilidad a las autoridades económicas y prevengan la especulación; ii) tomar medidas que faciliten la regulación de los flujos de capital, y iii) formular políticas que aseguren la robustez de las cuentas externas, incluidas la acumulación de reservas internacionales y la preservación de tipos de cambios reales competitivos (o al menos no apreciados).

B. Los cambios en la inserción financiera internacional y las políticas macroeconómicas de los países en desarrollo en el siglo XXI¹³

La experiencia de las economías en desarrollo en el siglo XXI proporciona una evidencia contrastante con la examinada arriba. El hecho más destacable es que ninguna economía en desarrollo experimentó una crisis financiera en este contexto, aun frente a la crisis global con centro en los Estados Unidos que comenzó en 2007 y se expandió a todo el mundo con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

Asociamos la novedosa experiencia de los países en desarrollo en la crisis global con dos factores. El primero se encuentra en las acciones de los organismos multilaterales, particularmente el FMI, y otras iniciativas internacionales emprendidas por países desarrollados, principalmente los Estados Unidos. El otro factor son los cambios experimentados por las economías en desarrollo desde fines de los años noventa. En nuestra opinión, es este factor el que tiene una importancia primordial en la resistencia mostrada por las economías en desarrollo.

Las innovaciones en el FMI que siguieron al estallido de la crisis global acercaron más la institución a un papel de prestamista de última instancia, siguiendo una orientación largamente reclamada por los países en desarrollo. Es plausible que la acción del FMI haya contribuido a evitar crisis en un conjunto de economías pequeñas que ostentaban gran fragilidad financiera y externa a mediados de 2008. Puede conjeturarse que cierto número de economías pequeñas habría experimentado crisis de balanza de pagos por el impacto de la crisis global de no haber sido asistidas por programas de derecho de giro (*stand-by*) del FMI (19 programas, sin contar el de Islandia, entre julio de 2008 y noviembre de 2009). Los casos más destacados son economías del centro y el este de Europa, pero el conjunto incluye cuatro economías de Centroamérica y el Caribe). El rol del FMI adquirió aspectos novedosos desde 2008. Por ejemplo, el marcado aumento de los recursos de la institución y la mayor flexibilidad del acceso y la condicionalidad de los programas de derecho de giro. La principal motivación de esas innovaciones parece haber sido la urgencia que en esta oportunidad tuvieron los países desarrollados que conducen el FMI por reducir las repercusiones internacionales y controlar la extensión de las crisis. Podría decirse, entonces, que esas economías en desarrollo pequeñas y frágiles no experimentaron crisis porque la propia crisis de los países desarrollados motivó cambios favorables de la función del FMI en el sistema financiero internacional.

¹³ Esta sección se basa en Frenkel y Rapetti (2009), Frenkel y Rapetti (2010) y Frenkel (2012).

Deben mencionarse también otras iniciativas internacionales que hicieron alguna contribución a la resistencia mostrada por los países en desarrollo en ciertos casos. Por ejemplo, el FMI otorgó líneas de crédito flexibles precautorias a Colombia, México y Polonia, que no fueron utilizadas, pero pueden haber contribuido a fortalecer la potencial disponibilidad de reservas. Otra iniciativa para contener la extensión de las crisis fueron los canjes de monedas acordados en el período 2007-2009 entre la Reserva Federal de los Estados Unidos y 14 bancos centrales. Solamente cuatro de estas líneas, con un máximo de 30.000 millones de dólares por línea, se acordaron con países en desarrollo (Brasil, México, República de Corea y Singapur). El Brasil y Singapur no las utilizaron. Estos acuerdos fueron de gran importancia en algunos países desarrollados (por ejemplo, Suiza) pero su importancia parece secundaria en los mencionados mercados emergentes.

El segundo factor, que consideramos primordial, son los cambios experimentados por muchas economías en desarrollo en la década de 2000¹⁴. Con respecto a los rasgos dominantes en las tres décadas previas de globalización financiera, se produjeron en el período más reciente cambios significativos en las modalidades de inserción en el sistema financiero internacional, en los regímenes de política macroeconómica y en las regulaciones de los sistemas financieros nacionales.

Los cambios comenzaron a producirse después de las crisis asiáticas y rusa de 1997-1998. Los rasgos novedosos más destacables son los siguientes.

En primer lugar, se generaron superávits en cuenta corriente o se redujeron los déficits previos de muchos países en desarrollo (cuyo resultado global fue la inversión de la dirección de los flujos netos de capital entre países en desarrollo y desarrollados que caracterizó los 30 años previos). En un número de economías, esta modificación de la inserción financiera internacional derivó principalmente de los cambios en sus propias políticas macroeconómicas (por ejemplo, en los países del este de Asia) y, en otros casos (por ejemplo, en América del Sur), además de las nuevas políticas macroeconómicas que se instrumentaron en la década de 2000, hubo una contribución importante del incremento de los precios de los productos básicos que originó la aceleración del crecimiento de los primeros. Esta configuración persistió después de la crisis global.

En segundo lugar, se acumularon cuantiosas reservas en un gran número de economías en desarrollo. Este rasgo también persistió después de la crisis mundial. Por último, en muchas economías se adoptaron regímenes cambiarios flexibles (con distintos grados de administración).

¹⁴ En Frenkel (2012) se presenta un análisis econométrico de los factores explicativos del comportamiento diferencial de los PIB nacionales en 2009 en 48 economías en desarrollo. El análisis incluye a las economías que acordaron programas de acuerdos de derecho de giro con el FMI.

La orientación de estos cambios es consistente con las lecciones de las crisis financieras expuestas arriba. El comportamiento de los países de mercado emergente en la crisis global refuerza y confirma las lecciones derivadas del estudio de las crisis previas sintetizadas arriba. Los cambios observados en muchas economías son consistentes con dichas lecciones, de modo que la robustez exhibida por las economías en desarrollo después de 2002 puede considerarse una confirmación posterior de esas recomendaciones. De hecho, las innovaciones están claramente asociadas a una importante reducción de los riesgos de inestabilidad financiera en los países en desarrollo, como lo muestra, entre otros indicadores, la evolución descendente de las primas de riesgo país desde 2003.

Efectivamente, los superávits en cuenta corriente y el alto volumen de reservas internacionales son indicadores de robustez externa. Esto explica la reducción del riesgo de crisis de balanza de pagos en los casos en que las cuentas corrientes pasaron de deficitarias a superavitarias. Sin embargo, la reducción del riesgo se extendió también a los países que continuaron experimentando déficits. En el siglo XX el mercado internacional trataba los activos de mercado emergente como una “clase” con riesgo relativamente alto y proclive al contagio. En la década de 2000, la clase de activos de mercados emergentes se hizo más heterogénea y muchos de ellos corresponden a economías robustas. Esto contribuyó a disipar la segmentación que venían sufriendo los activos de mercado emergente y redujo sensiblemente los riesgos de contagio y comportamientos de manada con respecto a esta clase de activos, de modo que la reducción del riesgo percibido se extendió también a los países en desarrollo que continuaron deficitarios o no flexibilizaron sus regímenes cambiarios.

Los regímenes cambiarios de flotación administrada permiten a la autoridad monetaria intervenir y acumular reservas, para evitar o atenuar tendencias a la apreciación, cuando las condiciones de la cuenta corriente o los flujos de capital dan lugar a la presión vendedora de moneda internacional. Así ocurrió en muchos países de mercado emergente después de las crisis asiáticas y en América Latina particularmente después de 2002.

La disponibilidad de reservas reduce el riesgo de cesación de pagos de deudas públicas o privadas por insuficiencia de liquidez internacional bajo cualquier régimen cambiario. Pero la combinación de flotación administrada y abundantes reservas tiende a reducir el riesgo también por otras vías. Frente a un choque externo negativo, la flexibilidad cambiaria da lugar a que el tipo de cambio se devalúe sin crisis, contribuyendo al ajuste de la economía al cambio de condiciones externas. En este caso, la disponibilidad de reservas permite la intervención vendedora para controlar la devaluación y evitar el reajuste excesivo y la formación de burbujas en los mercados cambiarios. Esto limita el efecto patrimonial

negativo sobre bancos y empresas, particularmente en economías con sistemas financieros parcialmente dolarizados. En general, la exhibición de grandes reservas otorga mayor fuerza a la capacidad del banco central de orientar el mercado cambiario y, consecuentemente, pueden no requerirse intervenciones vendedoras de gran magnitud.

C. Los cambios de la inserción financiera internacional, las políticas macroeconómicas y las regulaciones financieras en América Latina¹⁵

Los cambios acaecidos en la región se inscriben en el cuadro general de las economías de mercado emergente descrito arriba. A continuación se realiza una observación más detallada de la inserción financiera internacional, las políticas macroeconómicas y las regulaciones financieras de las economías de América Latina. El objetivo principal de este examen es juzgar la probabilidad de emergencia de los tipos de crisis experimentadas en el pasado. En primer lugar, se analizan las condiciones para la emergencia del componente más general de los eventos críticos: la crisis de deuda externa motivada por la insuficiencia de liquidez internacional.

En la década de 2000, la región latinoamericana mostró un resultado de cuenta corriente superavitario desde 2003. Pero este resultado se tornó deficitario desde 2008. En realidad, México, gran parte de las economías de Centroamérica y el Caribe y Colombia mantuvieron en la década de 2000 cuentas corrientes deficitarias, de modo que los agregados superavitarios regionales mencionados resultaron de las cuentas corrientes positivas del resto de los países de América del Sur. En este conjunto, varias de las economías que habían tenido un superávit en cuenta corriente desde 2003 se tornaron deficitarias desde 2008. Sin cambios en las políticas económicas que alteren estas tendencias, se proyecta un crecimiento de los déficits en las cuentas corrientes de estas economías.

Cabe considerar si estas tendencias de los déficits representan una amenaza de crisis futura similar a la que representaron en el pasado. De hecho, el mercado financiero internacional no percibió esos resultados como una indicación de riesgo creciente. Los ingresos de capital fueron nuevamente elevados desde 2009 y las primas de riesgo permanecieron bajas. En el pasado, como se mencionó arriba, los auges de ingresos de capital tuvieron finales críticos cuya causa inmediata fue la insostenibilidad de las deudas externas resultantes de déficits persistentes en las cuentas corrientes. Los aumentos de las primas de riesgo país reflejaban las percepciones de

¹⁵ Esta sección se basa parcialmente en Frenkel y Rapetti (2011). Para el presente trabajo, los datos se actualizaron con la última información disponible.

riesgo creciente y tendían a colocar al país deficitario en situaciones de trampas financieras que desembocaron generalmente en crisis. Como también se indicó, estos procesos se verificaron en contextos de tipo de cambio fijo y escasa disponibilidad de liquidez internacional por parte del país endeudado. Los contextos actuales son distintos; por una parte, debido a la diferencia que establecen la disponibilidad de grandes reservas y los regímenes cambiarios de flotación administrada, pero también por los cambios de las relaciones de deuda externa y de las estructuras de las cuentas corrientes que tuvieron lugar en la década de 2000.

1. Las cuentas corrientes y las deudas externas

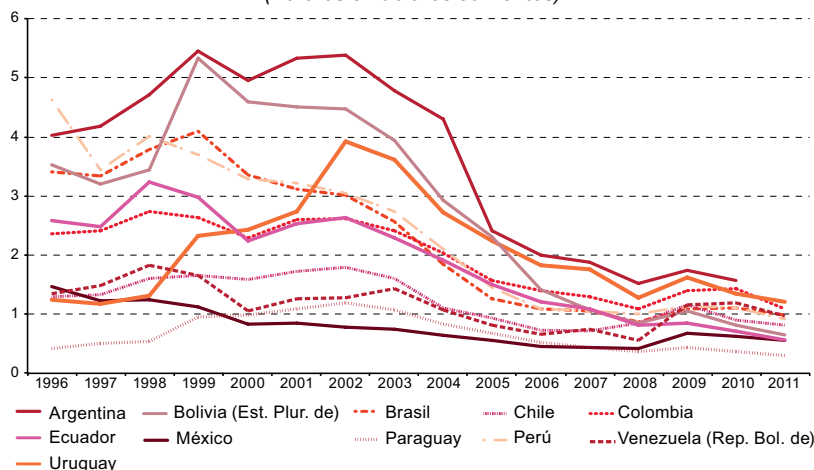
En la década de 2000 las deudas externas tendieron a reducirse muy significativamente (véanse los gráficos IV.1 y IV.2). La emergencia de déficits en cuenta corriente bajo estas condiciones es un fenómeno novedoso para América Latina y el Caribe, ya que desde su reincorporación al mercado internacional a finales de los años ochenta la región cargó con pesadas deudas externas heredadas de la fase anterior. En principio, esto sugiere que podría experimentarse una prologada tendencia de creciente endeudamiento externo antes que las relaciones de endeudamiento alcanzaran niveles críticos semejantes a los del pasado. Pero nuestra evaluación de los déficits en cuenta corriente, actuales o esperados, va más allá de este punto y se enfoca en los cambios de estructura de las cuentas corrientes de la región.

Una consecuencia de la reducción de las deudas externas es que, a diferencia de los 30 años previos, la cuenta de pagos a factores del exterior tiene un componente relativamente pequeño de intereses y obedece en gran parte a las utilidades de la inversión extranjera directa (IED). Los intereses de las deudas en moneda internacional deben ser necesariamente pagados en esa moneda y constituyen una partida inercial en el débito de la cuenta corriente. En cambio, las utilidades de la inversión extranjera se obtienen en gran medida en moneda local¹⁶ y su magnitud en moneda internacional se devalúa cuando el tipo de cambio se deprecia, por ejemplo, en una situación de interrupción súbita de los ingresos. Además, en una situación de emergencia las autoridades pueden imponer restricciones temporarias a las transferencias de utilidades sin incurrir en violaciones de compromisos. Por otra parte, en condiciones normales, una significativa proporción de las utilidades de la inversión extranjera se destina al financiamiento de nueva inversión (y se registra en la balanza de pagos como nuevo influjo de IED), de modo que una parte significativa del débito de la cuenta de utilidades de la IED tiene un financiamiento más o menos automático. En ese caso, ni

¹⁶ Los sectores no comerciales concentran la mayor proporción de la IED, aun en los países donde el capital extranjero tiene un peso importante en la explotación y exportación de recursos naturales.

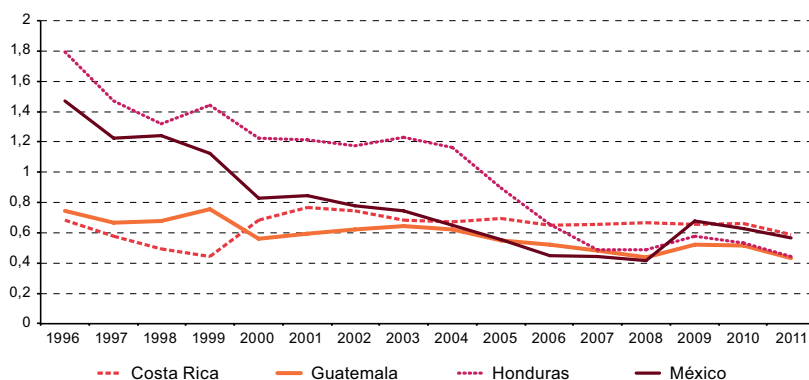
la parte reinvertida de las utilidades ni el nuevo ingreso de capitales pasan por el mercado cambiario. En consecuencia, a igual magnitud del déficit en cuenta corriente, la fragilidad externa representada por este resultado es significativamente menor que en el pasado.

Gráfico IV.1
América del Sur: relación entre la deuda externa y las exportaciones, 1996-2010
(Valores en dólares corrientes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT e información del banco central de cada país.

Gráfico IV.2
Centroamérica y México: relación entre la deuda externa y las exportaciones, 1996-2010
(Valores en dólares corrientes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT e información del banco central de cada país.

Por ejemplo, como puede verse en el cuadro IV.1, entre 1999 y 2011 la proporción de intereses en el débito de la cuenta de renta de la inversión pasó del 39,7% al 12,2% en el Brasil; del 40,8% al 3,2% en Chile; del 82,8% al 20,8% en Colombia; y del 93,7% al 9,5% (en 2010) en el Perú. La situación de México es algo diferente. La proporción de intereses en el débito de la cuenta de inversión se redujo menos que en los otros países mencionados, pasando de 75,7% en 1999 a 61,5% en 2011. Cabe agregar que en todos los casos deficitarios el flujo de IED financia completamente el déficit en cuenta corriente.

Cuadro IV.1
América Latina (países seleccionados):
indicadores de fragilidad externa, 1999 y 2011 ^a
(En porcentajes de las exportaciones de bienes y servicios)

		Balanza de la cuenta Corriente	Balanza comercial	Balanza de transferencias corrientes	Renta de la inversión (débito)	Intereses (débito)	Utilidades (débito)	Inversión directa en la economía declarante
Brasil	1999	-45,9	-14,8	3,1	-41,0	-16,3	-24,7	51,8
					100,0	39,7	60,3	
	2011	-20,5	-3,2	1,2	-22,6	-2,8	-19,9	26,0
Chile					100,0	12,2	87,8	
	1999	0,5	8,0	3,1	-14,7	-6,0	-8,7	41,7
					100,0	40,8	59,2	
Colombia	2011	-4,0	10,3	3,0	-17,2	-0,5	-16,7	21,2
					100,0	3,2	96,8	
	1999	4,8	4,1	10,4	-16,2	-13,4	-2,8	10,8
México					100,0	82,8	17,2	
	2011	-17,3	1,5	8,6	-31,3	-6,5	-24,8	22,9
					100,0	20,8	79,2	
Perú	1999	-9,5	-5,6	4,2	-11,1	-8,4	-2,7	9,4
					100,0	75,7	24,3	
	2011	-2,5	-4,5	6,5	-7,4	-4,5	-2,8	5,6
					100,0	61,5	38,5	
	1999	-17,9	-15,7	12,2	-22,9	-21,5	-1,4	25,2
					100,0	93,7	6,3	
	2011	-9,6	11,9	7,7	-28,4	-3,9	-24,5	18,5
					100,0	13,7	86,3	

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT e información del banco central de cada país.

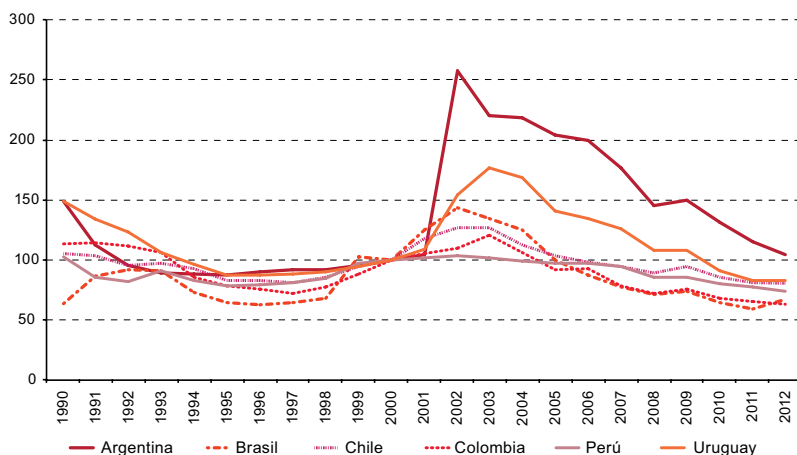
^a Para el Perú, se considera el año 2010.

2. Las políticas cambiarias y la evolución de los tipos de cambio real

En América del Sur, los regímenes cambiarios comenzaron a modificarse desde el momento en que los países recibieron los impactos reales y financieros del contagio de las crisis asiáticas y rusa de 1997-1998. Para enfrentar el choque, el Brasil, Colombia y Chile adoptaron en 1999 regímenes de flotación y esquemas de metas de inflación. El Perú ya contaba con un régimen cambiario de flotación administrada desde comienzos de los años noventa y adoptó formalmente la política de metas de inflación en 2002. La Argentina y el Uruguay mantuvieron tipos de cambio fijo y tipos de cambio real apreciados hasta las crisis de 2001-2002, cuando pasaron a regímenes cambiarios de flotación. En México se optó por la flotación del tipo de cambio desde diciembre de 1994 y se adoptó formalmente un régimen de metas de inflación en 2001.

Los tipos de cambio real habían tendido a apreciarse en América del Sur desde comienzos de los años noventa, y tomaron una tendencia a la depreciación desde el momento en que los regímenes cambiarios se modificaron como se indicó arriba (véase el gráfico IV.3)¹⁷.

Gráfico IV.3
América del Sur (países seleccionados): tipos de cambio real respecto del dólar, 1990-2011
(Índice 100=2000)



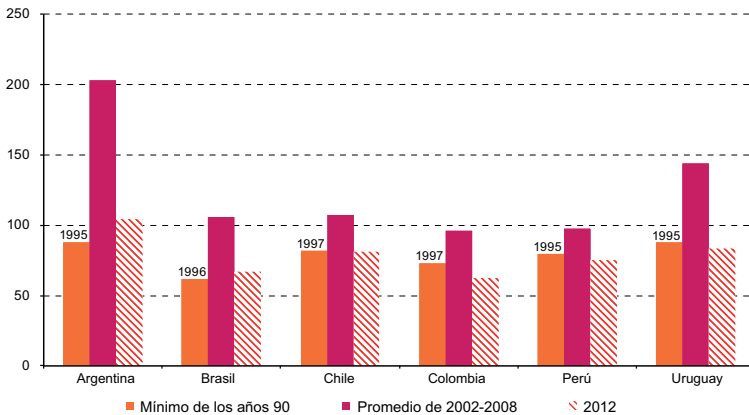
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT, información del banco central de cada país y datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; para la Argentina, a partir de 2007, índice IPC-9 provincias del Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA).

¹⁷ En el caso argentino, desde inicios de 2007, se utiliza como deflactor una estimación no oficial del índice de precios al consumidor (IPC).

En todos los casos, los tipos de cambio real tendieron a depreciarse después de los cambios de régimen: desde 1999 en el Brasil, Chile, Colombia y el Perú y desde 2002 en la Argentina y el Uruguay. En todos los países los tipos de cambio real alcanzaron sus máximos entre 2002 y 2003, para experimentar posteriormente una común tendencia pronunciada a la apreciación. El Perú comparte con el resto de América del Sur los rasgos estilizados de la dinámica del tipo de cambio real, pero con menor volatilidad.

Algunos puntos merecen destacarse. Primero, los tipos de cambio real del período 2002-2003 alcanzaron en cada país el mayor nivel de depreciación desde la reincorporación de la región al financiamiento internacional voluntario alrededor de 1990. Segundo, las devaluaciones reales incidieron significativamente en los resultados de las cuentas corrientes desde antes que tuvieran efectos importantes los aumentos de precios de los productos básicos. Tercero, como consecuencia de los altos tipos de cambio real de 2002-2003, los tipos de cambio real medios del período 2002-2008, pese a la tendencia a la apreciación, fueron significativamente más depreciados que en los años noventa (véase el gráfico IV.4). Cuarto, las devaluaciones de 2008-2009 representaron solamente un freno transitorio de la tendencia a la apreciación, que se retomó en 2010.

Gráfico IV.4
América del Sur: tipo de cambio real bilateral respecto del dólar, mínimo
de la década de 1990, promedio de 2002-2008 y 2012
(Índice 100=2000)



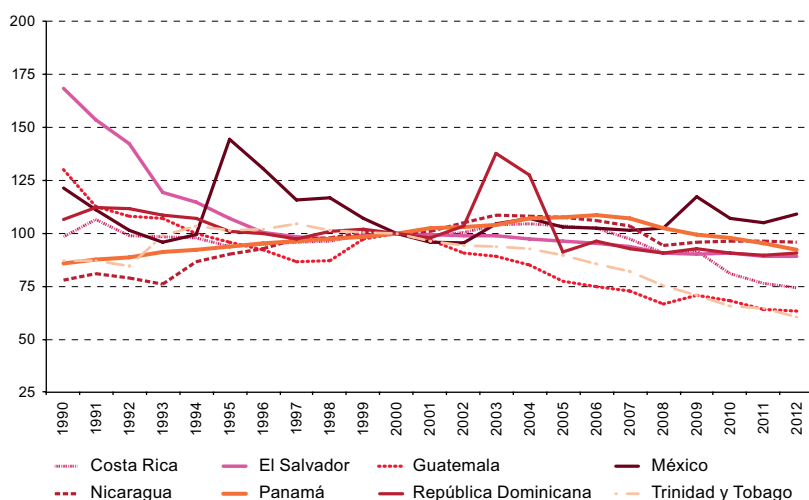
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT, información del banco central de cada país y datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; para la Argentina, a partir de 2007, índice IPC-9 provincias del Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA).

En el gráfico IV.4 se presentan los tipos de cambio real medios anuales mínimos de la década de 1990, los niveles medios del período 2002-2008 y los observados en 2012 en los países de América del Sur. Con excepción de la Argentina, en 2012 se ubicaron en niveles similares a los más apreciados de los años noventa.

La dinámica de los tipos de cambio real en el Caribe, Centroamérica y México ha sido bien diferente a la verificada en América del Sur: fueron mucho menos volátiles y mostraron tendencias a la apreciación a lo largo de las dos décadas (véase el gráfico IV.5).

Gráfico IV.5

El Caribe, Centroamérica y México: tipos de cambio real respecto del dólar, 1990-2010
(Índice 100=2000)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT, información del banco central de cada país y datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

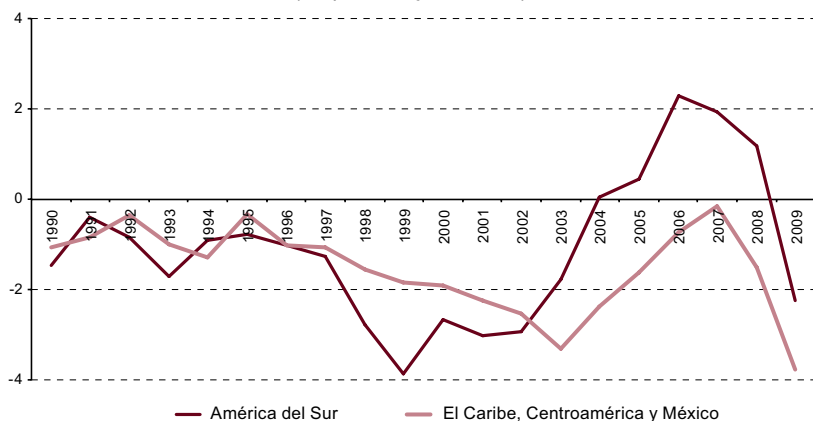
3. La mejora de las cuentas fiscales y las finanzas públicas¹⁸

La evolución de las cuentas fiscales en la década de 2000 también se presenta muy diferente de su situación previa. Esto puede observarse en los gráficos IV.6 y IV.7. Ambas subregiones (América del Sur, por una

¹⁸ El análisis de las cuentas públicas se basa en Damill y Frenkel (2012).

parte, y el Caribe, Centroamérica y México, por la otra) habían mostrado superávits primarios de entre un 1% y un 2% del PIB en los años noventa, hasta 1997, y déficits globales moderados en el mismo período. Esto significaba una mejora importante para varias economías, considerando el sesgo deficitario que habían presentado sus cuentas fiscales en los años ochenta. En cambio, desde 1997 en adelante las economías de América del Sur exhibieron, en promedio, un pronunciado incremento del déficit global, con un gran deterioro en 1997-1999, derivado de los efectos reales y financieros de los choques externos recibidos en 1997-1998. Sin embargo, en la subregión se observa una tendencia positiva del resultado primario en 1998-2002, a pesar de la situación recesiva, lo que evidencia un sesgo procíclico en las políticas fiscales.

Gráfico IV.6
América del Sur, el Caribe, Centroamérica y México:
resultados fiscales del sector público no financiero,
promedios por subregión, 1990-2009
(En porcentajes del PIB)

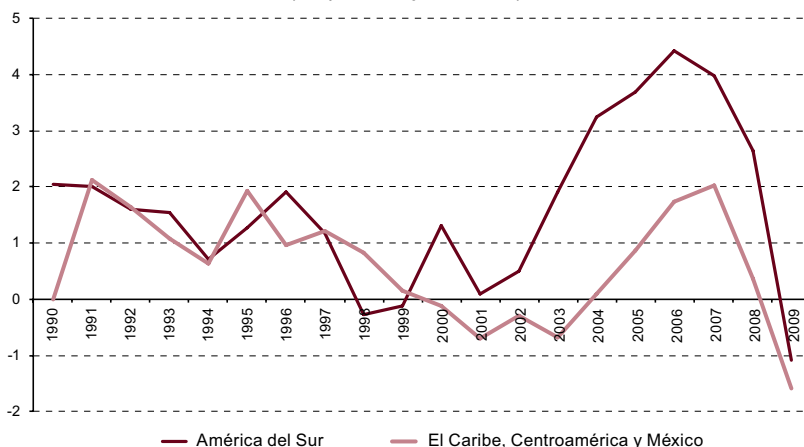


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT, información del banco central de cada país y datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

El resultado primario de las economías del Caribe, Centroamérica y México también se hizo negativo en 2001, cuando estas recibieron el impacto de la recesión de los Estados Unidos.

Ambas subregiones mostraron una significativa mejora de los resultados fiscales desde 2003 hasta 2007, que fue de mayor intensidad en América del Sur.

Gráfico IV.7
América del Sur, el Caribe, Centroamérica y México:
resultados fiscales primarios del sector público no financiero,
promedios por subregión, 1990-2009
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT, información del banco central de cada país y datos de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos.

Más allá de la evidencia proporcionada por las cifras de los resultados fiscales agregados, hay indicaciones de cambios estructurales en las políticas fiscales de América Latina en la década de 2000. Muchos países instrumentaron reglas fiscales y leyes de responsabilidad fiscal o tomaron medidas orientadas a corregir el sesgo deficitario experimentado en el pasado (véase, por ejemplo, Fanelli, Jiménez y Kacef, 2011).

Posteriormente, desde 2007, los resultados fiscales sufrieron un considerable deterioro como consecuencia del impacto de la crisis global.

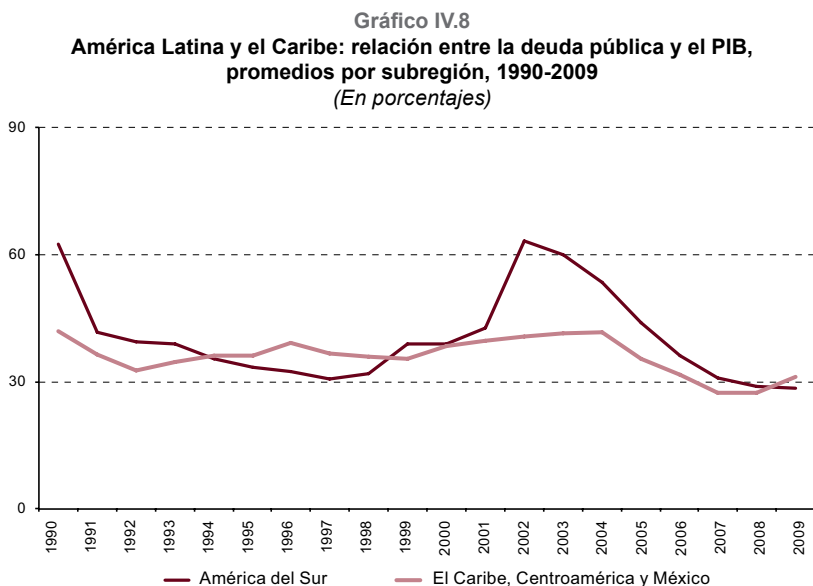
4. Las deudas públicas

Como en el caso de las deudas externas, la relación media entre la deuda pública y el PIB de las economías de América del Sur mostró una tendencia muy marcada a la reducción desde 2002. La tendencia fue generalizada en los países y liderada por la Argentina, a causa de la reestructuración de su deuda en 2005.

Consecuentemente, puede decirse que los regímenes de política macroeconómica adoptados en la década de 2000 en América del Sur permitieron a estos países producir un cambio de significación en algunas de las relaciones entre acervo y flujo que son cruciales para definir el grado de vulnerabilidad financiera. En claro contraste con las tendencias de los

países desarrollados, las economías de América del Sur soportan en la actualidad cargas de deudas públicas y externas notablemente aliviadas.

Por su parte, también se observó un descenso de la relación entre la deuda pública y el PIB en el Caribe, Centroamérica y México, pero de menor importancia con respecto a la subregión sudamericana. Como puede verse en el gráfico IV.8, ambas subregiones alcanzaron un mínimo de la serie en 2008.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales, base de datos CEPALSTAT e información del banco central de cada país.

5. Las mejoras de la regulación financiera

En la prolongada experiencia de globalización financiera de América Latina hubo dos oleadas de desregulación de los sistemas financieros nacionales. Primero, las desregulaciones instrumentadas en la primera fase de inserción, en la segunda mitad de los años sesenta (con desigual intensidad en los diferentes países). Segundo, la aplicación de los modelos neoliberales en los años noventa. En ambos períodos, la debilidad de las regulaciones resultantes de las reformas amplificó los problemas bancarios y la intensidad de las perturbaciones financieras.

Sin embargo, en la región hubo aprendizaje. En distintos momentos y con diferentes ritmos, los costos de las crisis bancarias condujeron a revisar los marcos regulatorios, a desandar los enfoques desregulacionistas

y a aplicar gradualmente las mejores prácticas de regulación y supervisión financieras provenientes de los mercados desarrollados. Gracias a estos procesos, en la década de 2000 los mayores países de la región contaban con normas regulatorias muy sofisticadas y de avanzada en el contexto mundial.

Esta conclusión se desprende de un estudio comparativo internacional elaborado en el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) en años recientes. Dicho estudio abarcó los sistemas de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Los documentos producidos se encuentran disponibles en el sitio de Internet de la Iniciativa para la Transparencia Financiera (ITF) (véase [en línea] www.itf.org.ar).

Se concluye en ese estudio que los bancos centrales y las superintendencias han llevado adelante en años recientes una intensa labor de revisión y modificación de la normativa, tendiente a su mejoramiento, sobre la base de la experiencia nacional y la práctica internacional. Las conclusiones extraídas tras la revisión de la normativa actual de los países mencionados se detallan a continuación.

Los entes a cargo de la regulación y supervisión bancaria, bancos centrales y superintendencias, han mejorado su institucionalidad contando con mayores facultades y más recursos para llevar adelante su labor.

Las entidades financieras están bien capitalizadas. En la mayoría de los casos, los requerimientos de capital son más estrictos que los de Basilea I. Se están cumpliendo las hojas de ruta para la implementación de Basilea II, aunque es posible que esos cronogramas se vean alterados en la medida en que surjan modificaciones al esquema actual como resultado del debate regulatorio mundial.

Los bancos centrales cuentan con amplias facultades e instrumentos para actuar como prestamistas de última instancia ante crisis sistémicas. Estos instrumentos fueron probados durante la reciente crisis global, cuando las entidades actuaron decididamente desplegando una amplia batería de medidas de provisión de liquidez. Sin embargo, merece destacarse que el rol de prestamista de última instancia pudo cumplirse sin que se reformularan los marcos legales y regulatorios existentes y que las operaciones no convencionales fueron limitadas.

Los sistemas de seguro de depósitos son de carácter público en su mayoría, aunque hay dos casos de regímenes mixtos. En algunos países el monto máximo alcanzado por el seguro parece insuficiente para proteger a pequeños y medianos ahorristas. Subsisten también problemas con relación a las facultades de los entes a cargo del seguro de depósitos para participar en los procesos de saneamiento y liquidación de las entidades aseguradas.

Las regulaciones bancarias relativas al riesgo crediticio han mejorado significativamente en los últimos años y se aproximan a las mejores prácticas internacionales. Dentro de este cuerpo normativo se incluyen disposiciones orientadas a limitar la concentración de la cartera, el tamaño de las financiaciones a los grandes deudores y el monto otorgado a deudores vinculados. También están en línea con las mejores prácticas internacionales los regímenes de clasificación y previsión de las financiaciones. El Perú y Colombia han adoptado recientemente esquemas de provisiones anticíclicas.

Las regulaciones vinculadas a la gestión del riesgo de mercado son muy recientes y sus características son disímiles en los diferentes sistemas financieros nacionales. En algunos países ya se incorporó el riesgo de mercado en las exigencias de capitales mínimos. En otros, se estipula que cada banco instrumente un régimen integral de gestión del riesgo de mercado.

En relación con los instrumentos financieros derivados, en los seis países estudiados se autoriza a los bancos a operar con estos productos en la medida en que cumplan con una serie de requisitos. Las regulaciones reflejan que, desde antes de la reciente crisis internacional, las agencias de regulación eran conscientes de los altos riesgos involucrados en esta operatoria. Entre los requisitos y limitaciones para operar se encuentran: la prohibición de operar en el rubro de derivados de crédito; la autorización expresa para operar en el rubro; requerimientos de infraestructura tecnológica, personal experto y manuales de riesgo; el compromiso de la dirección y la entrega de información extracontable. El volumen de la operatoria con derivados varía mucho de un país a otro, pero en todos los casos resulta muy inferior al que se negocia en los mercados desarrollados. Un motivo de preocupación son los riesgos bancarios surgidos de la creciente negociación de derivados en mercados no organizados (*over the counter*).

El riesgo crediticio soberano en la determinación de los requerimientos de capitales mínimos se pondera en cinco de los seis países estudiados con un 0%, y con un 10% en el restante. La ponderación nula reproduce las normas de Basilea, que fueron diseñadas para países con finanzas —habitualmente— sólidas y con títulos soberanos calificados en general con grado de inversión. Es cierto que la solvencia de los sectores públicos de la región ha mejorado en los últimos años, situación que se refleja en las clasificaciones de los bonos soberanos. De todos modos, parece aconsejable que la ponderación del riesgo soberano no sea nula por definición, sino que se realice tomando en consideración la situación estructural de las finanzas públicas nacionales. Asimismo, como ya lo

hacen algunas regulaciones, podrían fijarse límites cuantitativos a la exposición de los bancos al sector público.

La dolarización de la operatoria bancaria ha registrado una tendencia declinante durante los últimos años. Por otra parte, las nuevas configuraciones macroeconómicas reducen los riesgos de variaciones bruscas de los tipos de cambio, con sus negativas consecuencias sobre los sistemas bancarios. Además, algunos países recurrieron a regulaciones específicas para limitar la dolarización y privilegiar la intermediación en moneda local. En los países en los que se admite la operatoria en moneda extranjera (Argentina, Chile, México y Perú) existe una amplia regulación prudencial tendiente a limitar los descalses cambiarios de los bancos y a monitorear el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario. En el Perú, el único país del estudio donde la dolarización sigue siendo elevada, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP aplica una serie de normas para reducir los riesgos inherentes a la dolarización. Sin embargo, en las regulaciones peruanas el riesgo de crédito inducido por el riesgo cambiario no está suficientemente contemplado.

Con relación al perímetro de la regulación, esto es, el alcance de las normas respecto de las entidades, mercados y productos, la gran participación de los bancos dentro del conjunto de entidades y la menor sofisticación de la actividad financiera constituyen ventajas regionales en comparación con los países desarrollados. Si bien la regulación y la supervisión se concentran prioritariamente en los bancos, en función de su relevancia sistémica y de su acceso al prestamista de última instancia, existe una tendencia a incorporar dentro del perímetro de la regulación a la totalidad de los operadores financieros, incluidos algunos no tradicionales.

Los conglomerados financieros tienen una presencia relevante en los sistemas financieros. Se advierte una preocupación creciente (aunque dispar entre los países) de los supervisores por controlarlos, imponiendo la presentación de balances y la gestión de riesgos en forma consolidada. De todos modos, los avances son aún insuficientes. Existen dificultades para coordinar los organismos encargados del control de los distintos rubros en los que participa el conglomerado y son insuficientes las regulaciones relativas a la actividad fiduciaria y a las inversiones titularizadas de los bancos.

Dada la elevada participación de los bancos extranjeros en los seis sistemas financieros, la regulación bancaria transnacional cobra gran importancia. Los problemas de la banca internacional en sus países de origen pueden repercutir en los países donde se localizan sus sucursales y filiales. La regulación puede contribuir a atenuar este riesgo de las siguientes maneras: i) aplicando a la banca extranjera exigencias no inferiores a las que afrontan los bancos locales; ii) exigiendo a los

supervisores extranjeros que ejerzan una supervisión consolidada entre la casa matriz y sus filiales en el país; iii) profundizando el intercambio de información con los organismos de supervisión del exterior, y iv) difundiendo entre los depositantes y acreedores de las filiales locales el verdadero grado de compromiso de la casa matriz respecto de los pasivos internos. Existen avances (desiguales) en la concreción de estas directrices.

Por último, la normativa vinculada a la exposición de los estados contables, la divulgación de la información y las auditorías externas ha experimentado avances sustantivos. De todos modos, en materia de exposición contable y apertura de la información existe un margen considerable para difundir mejor la composición de los conglomerados financieros, el detalle de las carteras activas de las entidades y de los grandes deudores, las operaciones fuera de balance, la exposición a riesgos de mercado y los riesgos transnacionales.

D. Conclusiones

Como se ha visto, en la década de 2000 los países de América Latina han experimentado importantes cambios en la inserción financiera internacional, los regímenes y políticas macroeconómicos y las regulaciones financieras. En consecuencia, se ve notablemente reducida la probabilidad de ocurrencia de crisis de deuda externa, de deuda pública, cambiarias o financieras, semejantes a las sufridas en los primeros 30 años de participación de la región en el sistema financiero globalizado.

Nuestra opinión, fundada en el análisis presentado, es que en el futuro previsible no parece probable que los ingresos de capital se reviertan abruptamente, como ocurrió en el pasado, por la emergencia de situaciones críticas (surgidas en el propio país) en alguno de los países de mercado emergente receptores de esos flujos. Es decir, no parece probable que se desarrollen endógenamente procesos de creciente fragilidad financiera y externa que acaben detonando los tipos de crisis experimentados en el pasado.

Lo dicho no implica que los países no puedan experimentar una interrupción súbita de los ingresos por otra causa, por ejemplo, por un nuevo episodio crítico importante en las economías avanzadas, o que no puedan recibir un fuerte choque externo negativo por una caída de sus precios de exportación. De hecho, ambos fenómenos ocurrieron en el período 2008-2009 y los países digirieron los choques sin sufrir una crisis. Claro está que en esa oportunidad la restricción de financiamiento externo y la baja de los precios de exportación fueron transitorias y las condiciones financieras y comerciales favorables se recuperaron en poco tiempo. Por otra parte, los déficits en cuenta corriente son más elevados que en los

momentos iniciales de la crisis global, de modo que la magnitud de los ajustes externos necesarios sería actualmente mayor que entonces.

Merece particular consideración la posibilidad de una caída importante de los precios de exportación en un contexto de financiamiento más o menos favorable. El análisis presentado sugiere que, frente a este choque comercial, muchos países gozan de flexibilidad cambiaria, en contextos de baja inflación, para ajustar sus sectores externos sin crisis. Sin duda, el ajuste sería costoso, porque los tipos de cambio se han apreciado mucho y las exportaciones han tendido a concentrarse en los productos básicos. En estos casos, el acceso al financiamiento externo permitiría reducir la magnitud de los ajustes y suavizarlos en el tiempo¹⁹. Si los precios de exportación continúan deprimidos, los países probablemente retomarán el endeudamiento externo, para el cual cuentan con un punto de partida favorable por las bajas deudas externas y públicas y por las bajas tasas internacionales de interés prevalecientes. Este no es un camino aconsejable, porque implicaría nuevamente una creciente vulnerabilidad externa frente al eventual aumento futuro de las tasas internacionales de interés.

El FMI manifiesta preocupación por la tendencia de las cuentas corrientes y la fragilidad financiera interna, causadas ambas por los cuantiosos ingresos de capital que está recibiendo la región. Esta preocupación fundamenta el cambio de posición con respecto al tratamiento de los flujos de capital adoptado recientemente por el FMI. La institución promueve ahora una actitud prudente frente a los ingresos de capital y recomienda políticas para neutralizar o atenuar sus efectos, incluida la eventual imposición de controles de capital.

Por lo dicho, a diferencia del FMI, no percibimos un riesgo significativo de crisis. Sin embargo, esta opinión no nos sugiere una orientación pasiva con relación a los ingresos de capital. Por el contrario, nos conduce a recomendar la aplicación de políticas enérgicas para neutralizar o atenuar los efectos de los ingresos de capital. La aplicación de esas políticas es crucial y debe ser intensamente promovida, sobre todo porque los gobiernos no perciben las tendencias actuales como una amenaza de crisis futura que incentive su instrumentación.

El fundamento de nuestra preocupación difiere, sin embargo, del expresado en los documentos del FMI. Nuestra preocupación se basa en que los flujos de capital y sus efectos sobre el tipo de cambio real y la competitividad internacional implican principalmente una amenaza sobre la economía real, el desarrollo y el empleo, ya que generan tendencias

¹⁹ La Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) son excepciones notables dentro de esta posibilidad. En ambos países está muy restringido el acceso al financiamiento externo y ambos experimentan inflación alta, lo que haría el ajuste más difícil y costoso.

negativas difícilmente reversibles que demoran en hacerse perceptibles y no asumen formas críticas (a diferencia de las tendencias en las finanzas o la balanza de pagos). Dicho en forma sintética, nuestro análisis nos conduce a estar más preocupados por la enfermedad holandesa que por los riesgos de nuevas crisis financieras y externas.

Todas las conjeturas sobre el futuro son inciertas. Es incierta, por ejemplo, la persistencia de los términos de intercambio favorables experimentados en la década de 2000 por las economías de América del Sur. También es incierta la durabilidad de la novedosa inserción financiera internacional de los países de mercado emergente. Los gobiernos deberían tener bien presentes estas incertidumbres.

Al respecto, dos principios deberían guiar las políticas económicas. El primero es incluir en su formulación todos los elementos necesarios para asegurar el objetivo propuesto frente a diferentes escenarios futuros imaginables. El segundo es minimizar el daño que provocarían las medidas elaboradas si todas las conjeturas sobre las que están basadas resultan erradas a posteriori.

La prudencia frente a la incertidumbre aconseja tomar medidas para neutralizar o atenuar los efectos del auge de ingresos de capital. Esas medidas deben adoptarse no solamente para evitar la formación de burbujas en los precios de los activos locales y mantener la inflación bajo control, sino también porque no adoptarlas podría elevar nuevamente la probabilidad de crisis y, en consecuencia, de que se provoque un daño de gran magnitud, si cayeran los términos de intercambio de manera considerable. En este aspecto coincidimos plenamente con la posición adoptada por el FMI, expresada en diversos documentos recientes de la institución.

Sin embargo, la misma prudencia en la formulación de las políticas debería generalizarse a todos los efectos del auge de ingresos de capital, incluidos la incidencia de una apreciación prolongada de los tipos de cambio real sobre el crecimiento, la actividad industrial y el empleo. Estos efectos reales deben tomarse en cuenta en pie de igualdad con los riesgos de crisis financieras o externas porque son difícilmente reversibles. La inversión en la industria es en general irreversible y la pérdida de competitividad de la industria resultante de varios años de apreciación del tipo de cambio real (aunque sea transitoria) produce destrucción permanente del capital organizacional y humano. Más aún, la prudencia en el tratamiento de los efectos reales de una apreciación más o menos prolongada es recomendable aun en el caso en que los términos de intercambio y las condiciones de financiamiento internacional favorables fuesen perdurables.

Bibliografía

- Banco Mundial (1991), *World Development Report, 1991*, Washington, D.C.
- Camdessus, M. (1995), "Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises-the Role of the IMF", discurso pronunciado por el Director Gerente del Fondo Monetario Internacional en la XXV Conferencia de Washington del Consejo de las Américas, Washington, D.C., 22 de mayo.
- Chang, R. y A. Velasco (1999), "Liquidity crises in emerging markets: theory and policy", *NBER Working Paper*, N° 7272, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Damill, M. y R. Frenkel (2012), "Macroeconomic policies, growth, employment, and inequality in Latin America", *WIDER Working Paper*, N° 2012/23, Helsinki, Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo, febrero.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier, septiembre-octubre.
- Eatwell, John (1996), *International Financial Liberalization: the Impact on World Development*, Nueva York, Oficina de Estudios del Desarrollo, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: the Case for International Regulation*, Nueva York, New Press.
- Fanelli, J.M., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: a critical assessment", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 1, Nueva York, Naciones Unidas.
- Fanelli, J.M., R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1992), "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand", *The Market and the State in Economic Development in the 1990s*, A.A. Zini (ed.), Amsterdam, North Holland.
- Fanelli, J.M., J.P. Jiménez y O. Kacef (2011), "Volatilidad macroeconómica y respuestas de políticas", *Documentos de Proyectos*, N° 396 (LC/W.396), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ffrench-Davis, R. (2001), *Financial Crises in "Successful" Emerging Economies*, Washington, D.C., Brookings Institution Press/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- ____ (1983), *Las relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (2011), "Taming capital account shocks: managing booms and busts", *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, J.A. Ocampo y J. Ros (eds.), Nueva York, Oxford University Press.
- Frenkel, R. (2012), "Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia del pasado decenio", *El Trimestre Económico*, N° 313, México, D.F., Fondo de Cultura Económica, enero.
- ____ 2008, "From the boom in capital inflows to financial traps", *Capital Markets Liberalization and Development*, J.A. Ocampo y J. Stiglitz (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- ____ 2003, "Globalización y crisis financieras en América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 80 (LC/G.2204-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

- _____. 1983a, "La apertura financiera externa: El caso argentino", *Las relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana*, R. Ffrench-Davis (ed.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- _____. 1983b, "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *El Trimestre Económico*, N° 200, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2011), "Exchange rate regimes in Latin America", *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, J.A. Ocampo y J. Ros (eds.), Nueva York, Oxford University Press.
- _____. 2010, "Economic development and the international financial system", *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo y J. Stiglitz (eds), Nueva York, Oxford University Press.
- _____. 2009, "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics*, vol.33, N° 4, Oxford, Oxford University Press.
- Heymann, D. y A. Leijonhufvud (2012), "Multiple Choices: Economic Policies in Crisis", documento presentado en la Mesa redonda internacional sobre la crisis de la deuda y su resolución, organizada conjuntamente por la Asociación Internacional de Economía y la Asociación Argentina de Economía Política, Buenos Aires, 13 y 14 de agosto.
- Kaminsky, G.L. y C.M. Reinhart (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, vol. 89, N° 3, Nashville, Tennessee, American Economic Association, junio.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, Nueva York, John Wiley and Sons.
- Minsky, H. (1977), "A theory of systemic fragility", *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, E. Altman y A.W. Sametz (eds.), Nueva York, John Wiley and Sons.
- _____. 1975, *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press.
- Ocampo, J.A. (2011), "Macroeconomía para el desarrollo: Políticas anticíclicas y transformación productiva", *Revista de la CEPAL*, N° 104 (LC/G.2498-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- _____. 2008, "A broad view of macroeconomic stability", *The Washington Consensus Reconsidered*, N. Serra y J. E. Stiglitz (eds.), Nueva York, Oxford University Press.
- Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton, Princeton University Press.
- Schularick, M. y A.M. Taylor (2012), "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol.102, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Taylor, L. (1998), "Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6, Oxford, Oxford University Press.
- _____. 1991, *Income Distribution, Inflation, and Growth. Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Williamson, J. (1990), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, Institute for International Economics.
- _____. 1983, *The Open Economy and the World Economy*, Nueva York, Basic Books.

Anexo

Cuadro A.1
América Latina: cronología resumida de episodios críticos, 1973-2010

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1973-1974	Primera crisis del petróleo	Markadas alzas del precio del petróleo acordadas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) generaron en estos países un ingente volumen de recursos financieros disponibles. El petróleo crudo aumentó un 54% en 1973 y un 291% en 1974. Esos recursos se canalizaron por medio de la banca internacional de países desarrollados y se dirigieron a mayormente a países en desarrollo (aunque este fenómeno por sí solo no explica el alto nivel de endeudamiento posterior de los países que se sobreendeudaron). Al mismo tiempo, el balance externo y los términos de intercambio de los países importadores de petróleo se deterioraron.
1975-1976	Chile	Crisis del sector financiero ^a . Grave choque adverso de términos de intercambio que impactó en la balanza de pagos, en un contexto de graves dificultades de acceso al financiamiento externo, debido al contexto político imperante. Crisis e insolvencia del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP) y su posterior disolución.
1978	América Latina y el Caribe	Varios países de la región ya exhibían una deuda externa considerable, en gran proporción, a tasa de interés flotante. Los plazos de los créditos externos comienzan a reducirse progresivamente, lo que agrava la vulnerabilidad ante cambios de las condiciones financieras externas.
1978-1982	Venezuela (República Bolivariana de)	Tensión financiera y crisis límite no sistémica ^b . Elevado déficit en balanza de pagos. El gobierno utilizó reservas internacionales y contrató préstamos a largo plazo en mercados privados externos que sirvieron para cubrir gran parte del déficit. Quiebras de bancos, incluidos el Banco Nacional de Descuento (BND) (1978), el Banco de Desarrollo Agropecuario (BANDAGRO) (1981) y el Banco de los Trabajadores de Venezuela (BTV) (1982).
1979-1980	Segunda crisis del petróleo	El petróleo crudo subió un 140% en 1979 y un 19% adicional en 1980.
1980-1982	Países industrializados	El alza de los precios del petróleo provocó aumentos de la inflación en los países desarrollados, los que respondieron con políticas restrictivas de impuestos y gasto o políticas monetarias contractivas. Como consecuencia, se incrementó la tasa de interés real a nivel mundial y cayó la demanda externa en América Latina. Ambos factores elevaron el peso de la deuda en América Latina y el Caribe tornándola insostenible en ciertos casos, y determinaron un retiro de recursos financieros desde la región, que gatilló una crisis de las finanzas públicas y privadas.
1980-1982	Argentina	Crisis del sector financiero. Fuga masiva de capitales, devaluación y moratoria de la deuda externa. Más de 70 instituciones financieras fueron liquidadas o intervenidas por el banco central. Costos o pérdidas fiscales estimadas en un 55% del PIB.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1981-1983	Chile	Crisis del sector financiero, recesión, devaluación y cambios del régimen cambiario (sucesivas devaluaciones, tipo de cambio libre y flotación sucia). En 1981, las autoridades intervinieron cuatro bancos y cuatro instituciones financieras no bancarias que representaban el 33% de los préstamos pendientes. En 1983, se intervinieron siete bancos y una institución financiera no bancaria, que representaban el 45% de los activos financieros del sistema. A fines de 1983, un 19% de los préstamos cayeron en mora. Entre 1981 y 1985, el gobierno empleó un 42% del PIB para resolver la crisis bancaria.
1981-1982	Uruguay	Crisis cambiaria y bancaria. Las instituciones afectadas constituían el 30% de los activos del sistema financiero; los bancos insolventes representaban el 20% de los depósitos del sistema financiero. Hubo ajuste recesivo, compra de carteras por parte del Estado y devaluación. Los costos de recapitalización de los bancos se estimaron en un 7% del PIB. En 1982-1985 las pérdidas cuasifiscales del banco central asociadas a operaciones de crédito subsidiadas y compras de cartera de deudas ascendieron al 24% del PIB.
1982	México	Se suspenden los pagos de la deuda externa (<i>default</i>). La subida de las tasas de interés hacia fines de 1979 y la baja de los precios del petróleo desde mediados de 1981 comienzan a ocasionar problemas a un gobierno que venía endeudándose de manera creciente, lo que generó una fuerte fuga de capitales. Se implementaron medidas de ajuste que condujeron a contratar más créditos —en condiciones desfavorables— para hacer frente a la fuga de capitales y cubrir el servicio de la deuda externa; gran parte fueron créditos a corto plazo. Mientras tanto, los bancos privados siguieron prestando dinero sin atender al creciente desequilibrio del endeudamiento y sin mayor control. El peso finalmente termina devaluándose en febrero de 1982. En agosto, ya sin recursos, el país se declara en moratoria y el gobierno asume el control del sistema bancario en problemas, nacionalizándolo. Se establece un control de cambios y un nuevo convenio con el FMI. La crisis de México terminaría repercutiendo en el resto de América Latina.
1982-1987	Colombia	Crisis del sector financiero; intervención y estatización de la banca. Los costos de la reestructuración se estimaron en alrededor de un 5% del PIB.
1982	Ecuador	Crisis del sector financiero. Programa de intercambio de deuda interna por deuda extranjera, implementado para rescatar al sistema bancario. Moratoria del pago de la deuda externa.
1982	Trinidad y Tabago	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. A principios de la década de 1980, varias instituciones financieras presentaron problemas de solvencia, lo que resultó en la fusión de tres bancos de propiedad estatal en 1993.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1983-1990	Perú	En 1982, debido a la crisis de la deuda externa desatada en América Latina, se redujo fuertemente la afluencia de crédito hacia el Perú. Este hecho, sumado a una política fiscal insostenible, provocó que en mayo de 1983 el país suspendiera el pago del servicio de su deuda pública externa. Quiebras e intervención de instituciones financieras por parte del gobierno. Dos crisis de balanza de pagos (1982-1984 y 1988-1990), seguidas de marcadas devaluaciones. En 1987, el gobierno comenzó un intento de nacionalización de la banca, que fue muy resistido judicialmente, mientras se mantenía un elevado volumen de préstamos morosos y desintermediación financiera.
1985	Venezuela (República Bolivariana de)	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Quiebras del Banco de Comercio (1985), el Banco Hipotecario de Crédito Urbano (BHCU) (1985), el Banco Hipotecario Centro Occidental (BHCO) (1985) y el Banco Lara (1986).
1986-1988	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Crisis bancaria: cinco bancos fueron liquidados. La cartera vencida del sistema bancario llegó al 30% en 1987; a mediados de 1988 los atrasos alcanzaron el 92% del patrimonio neto de los bancos comerciales. Se implementó un acuerdo denominado Plan Baker, que no fue muy efectivo para reducir la deuda externa.
1987	Costa Rica	Crisis del sector financiero. Los bancos públicos, que representaban el 90% de los préstamos del sistema bancario, se encontraban en dificultades financieras: el 32% de sus préstamos se consideraban incobrables. Hubo pérdidas de al menos el doble del capital más las reservas.
1988	Panamá	Crisis del sector financiero. Hubo nueve semanas de feriado bancario. La posición financiera de la mayoría de los bancos comerciales de propiedad estatal y privada era débil. Como resultado, 15 bancos dejaron de operar.
1989	México	Primer país en implementar el Plan Brady, de negociación del pago de la deuda externa, que fue modelo para el resto de los países.
1989	Argentina	Crisis interna del sector financiero. Los activos improductivos representaron el 27% de la cartera agregada y el 37% de las carteras de los bancos estatales. Los bancos en quiebra mantenían un 40% de los activos del sistema financiero.
1989	El Salvador	Crisis del sector financiero. Nueve bancos comerciales de propiedad estatal tenían una cartera vencida del 37% en promedio. Se establecieron acuerdos para llevar adelante programas de estabilización y ajuste estructural, con la participación del Banco Mundial.
1990	Brasil	Crisis del sector financiero. Implementación del Plan Collor para hacer frente a la hiperinflación: congelamiento de precios, confiscación del 80% de los depósitos del sector financiero privado (depósitos convertidos a bonos) y restricción salarial, además de otras medidas de carácter estructural. Esta política derivó en la mayor recesión documentada de la historia del Brasil.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1990	Venezuela (República Bolivariana de)	Aplicación del Plan Brady.
1990	Costa Rica	Aplicación del Plan Brady.
1990	Nicaragua	Crisis del sector financiero. Introducción parcial de nueva moneda (córdoba oro), con valor a la par del dólar estadounidense y cambio fijo. Imposición de restricciones al crédito; reforma del sistema financiero para dar mayor presencia a la nueva moneda. A fin de sostener el cambio fijo, se utilizaron las escasas reservas, pero finalmente se recurrió a devaluaciones. La deuda externa pública superó en 23 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios. Nicaragua solicitó la cooperación de la comunidad internacional, la que le impuso condiciones básicas para obtener recursos adicionales (elaboración de un plan de estabilización y promoción de la presencia del mercado y la empresa privada).
1991-1993	Perú	Crisis del sector financiero. Episodios de disolución e intervención de varias instituciones financieras entre 1991 y 1993 (la totalidad de la banca de fomento especializada, las mutuales de vivienda y las cooperativas de ahorro y crédito). Se introdujeron reformas en el sistema bancario que se iniciaron con un proceso de liberalización de tasas de interés y posteriores mecanismos de reestructuración financiera. Estas reformas permitieron con el tiempo fortalecer la solvencia del sistema. Durante los años posteriores a la reforma financiera de 1993, el sistema bancario mejoró notablemente sus niveles de intermediación financiera.
1991	Uruguay	Aplicación del Plan Brady.
1991	Guatemala	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Dos pequeños bancos de propiedad estatal tuvieron elevados activos improductivos; estos bancos suspendieron sus operaciones a principios de los años noventa.
1993	Argentina	Aplicación del Plan Brady.
1993	Guyana	Crisis del sector financiero. Problemas bancarios significativos. Liquidación y fusión de un importante banco público. Sustanciales castigos de cartera del banco sucesor en 1993-1994. En mayo de 1993, bajo una fuerte implantación de reformas económicas y estructurales, Guyana alcanzó un tercer acuerdo de reprogramación con los acreedores del Club de París.
1993	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Aplicación del Plan Brady.
1994	República Dominicana	Aplicación del Plan Brady.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1994-1997	México	Crisis cambiaria. Rescate liderado por el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Repercusión a nivel internacional conocido como efecto "tequila". De los 34 bancos comerciales, 9 fueron intervenidos y 11 participaron en el programa de recapitalización. Los nueve bancos intervenidos representaron el 19% de los activos del sistema financiero y se consideraron insolventes. En 1994 el 1% de los activos bancarios eran propiedad de extranjeros y en 1998 el 18% de esos activos estaba en poder de bancos extranjeros. El costo fiscal estimado fue de un 19,3% del PIB.
1994	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Crisis del sector financiero. Desconfianza de los depositantes, quienes comenzaron a retirar sus depósitos y generaron una crisis de liquidez en el sector bancario. Se cerraron dos bancos que contaban con el 11% de los activos del sistema bancario. En 1995, 4 de los 15 bancos nacionales, que representaban un 30% de los activos del sistema bancario, tuvieron problemas de liquidez y un alto nivel de carteras vencidas.
1994	Brasil	Aplicación del Plan Brady. Implementación del Plan Real para hacer frente a la inestabilidad económica y la alta inflación. En 1996 el patrimonio neto negativo de ciertos bancos estatales y federales representaba de un 5% a un 10% del PIB. Hacia finales de 1997, el banco central intervino o puso bajo administración temporal 43 instituciones financieras, y la cartera vencida del sistema bancario alcanzó un 15%. Los bancos privados volvieron a ser rentables en 1998, pero los bancos públicos no comenzaron a recuperarse sino hasta el año siguiente. En 1998, el apoyo público a los bancos privados representó un costo de entre un 1% y un 2% del PIB.
1994	Venezuela (República Bolivariana de)	Crisis del sector financiero. Los bancos insolventes representaron el 35% de los depósitos del sistema financiero. Las autoridades intervinieron 17 de los 47 bancos que poseían el 50% de los depósitos, nacionalizaron 9 bancos y cerraron otros 7. El gobierno intervino en cinco bancos adicionales en 1995. Las pérdidas se estimaron en más del 18% del PIB.
1994	Haití	Crisis del sector financiero. El país se acogió en 1995 a las Condiciones de Nápoles del Club de París.
1994	Costa Rica	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Uno de los grandes bancos comerciales de propiedad estatal fue cerrado en diciembre de 1994. La razón de cartera vencida (neta de provisiones) sobre el patrimonio neto en bancos comerciales estatales superó el 100% en junio de 1995.
1994	Jamaica	Crisis del sector financiero. Se cerró un grupo de banca de negocios. La rápida expansión del sector financiero de Jamaica entre 1991 y 1997 expuso a problemas significativos a los sectores bancario y de seguros, como lo demostraron la escasez de capital y los problemas de calidad de los activos de varias instituciones financieras. Desde 1993, el gobierno asumió la gestión temporal de 12 instituciones financieras e intervino 10 grupos de otras entidades, que incluían bancos, compañías de seguros y empresas complementarias.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1995	Argentina	Crisis del sector financiero. Salida de capitales que siguió a la devaluación del peso mexicano. Ocho bancos suspendidos y tres bancos colapsados. Hacia finales de 1997, 63 de las 205 instituciones bancarias fueron cerradas o fusionadas. Los costos directos e indirectos estimados ascienden a un 2% del PIB.
1995-1999	Paraguay	Crisis del sector financiero. La Superintendencia de Bancos intervino dos bancos comerciales conectados entre sí, otros dos bancos y seis casas financieras relacionadas, que representaban el 10% de los depósitos del sistema financiero. En 1998 el gobierno había intervenido otras seis instituciones financieras, entre ellas el principal banco público del país y la mayor institución de ahorro y préstamo. A finales de 1998, se habían intervenido la mayor parte de los restantes bancos nacionales privados y públicos y varias compañías financieras. Al término de 1999 los bancos eran en su mayor parte de propiedad extranjera, y más del 80% de los activos bancarios estaban en manos extranjeras. Hacia fines de 2000, todos los bancos fueron considerados solventes por la Superintendencia de Bancos. El gobierno empleó alrededor del 13% del PIB en la resolución de la crisis.
1995-2000	Jamaica	Crisis del sector financiero. La empresa de ajuste del sector financiero (FINSAC), organismo resolutorio del gobierno, prestó asistencia a cinco bancos, cinco compañías de seguros de vida, dos sociedades de construcción y nueve bancos mercantiles.
1995	Ecuador	Aplicación del Plan Brady. A fines de 1995, las autoridades intervinieron varias instituciones financieras pequeñas. Treinta sociedades financieras y siete bancos recibieron un amplio apoyo de liquidez.
1996	Ecuador	Crisis del sector financiero. A principios de 1996, el quinto mayor banco comercial fue intervenido. Suspensión de pagos de la deuda bilateral.
1996	Panamá	Aplicación del Plan Brady.
1996	Nicaragua	Problemas del sistema financiero desde finales de la década de 1980. La cartera vencida del sistema bancario llegó al 50% en 1996.
1997	Crisis asiática	Crisis iniciada en Tailandia, cuando el país decide no seguir defendiendo el bath y permitir su flotación. La crisis englobó a varios países y territorios del este y sudeste asiático (Filipinas, Indonesia, Malasia, Japón, República de Corea, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China) y provincia china de Taiwán). Algunos presentaban importantes déficits en sus balanzas de pagos por excesivo endeudamiento privado financiado con crédito externo. Fueron afectados por ataques especulativos, fugas de capitales y devaluaciones, fuertes caídas bursátiles y freno de la actividad económica y el comercio exterior. La crisis contagió a las economías emergentes, lo que significó para varios países de América Latina una menor colocación de títulos en los mercados financieros internacionales, fuga de capitales, presiones sobre el tipo de cambio, incrementos de las tasas de interés internas y bruscas caídas bursátiles, además de los efectos comerciales producidos por la disminución de las importaciones en los países asiáticos afectados.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
1997	Perú	Aplicación del Plan Brady
1998	Crisis rusa (efecto "vodka")	Con Asia Oriental en crisis y el precio del petróleo en declive, los inversores no residentes de la Federación de Rusia (cuya economía es muy dependiente de los precios internacionales de los productos básicos) decidieron retirar su dinero de ese mercado (casi 1.000 millones de dólares de reservas en moneda extranjera a la semana). Gran devaluación del rublo. La incertidumbre sobre el préstamo de emergencia de julio 1998 otorgado por el FMI también dio lugar a grandes cambios en los flujos extranjeros al mercado ruso de pagarés del tesoro. El préstamo estaba destinado a aumentar la confianza y, durante un tiempo, tuvo el efecto deseado. Sin embargo, la Federación de Rusia dejó de pagar primero las obligaciones del tesoro en moneda local y luego sus obligaciones en moneda extranjera. Posteriormente, tampoco pudo pagar el principal de los bonos en moneda extranjera MinFin III. Las deudas fueron reestructuradas en agosto de 1999 y febrero de 2000. La crisis rusa, en conjunto con la crisis asiática, también repercutió en países latinoamericanos, en especial la Argentina y el Brasil.
1998	Ecuador	Primera cesación de pagos relacionada con bonos Brady. Siete instituciones financieras, que representaban entre el 25% y el 30% de los activos bancarios comerciales, se cerraron en 1998-1999. En marzo de 1999, los depósitos bancarios fueron congelados durante seis meses. En enero de 2000, 16 instituciones financieras, que representaban un 65% de los activos financieros, habían sido cerradas (12) o asumidas por el gobierno (4). Todos los depósitos se descongelaron en marzo de 2000. El costo fiscal se estimó en un 20% del PIB a noviembre de 2002. Por otra parte, en enero de 2000, las autoridades decidieron optar por la dolarización para sortear la crisis económica que se había gestado. Esta alternativa no solo implicaba una modificación del régimen cambiario, sino también una reforma del sistema monetario; se promovió el equilibrio macroeconómico y se aplicaron reformas estructurales.
1998-1999	Brasil	Crisis cambiaria y rescate. En octubre de 1997 y agosto de 1998 se produjeron ataques especulativos contra el real, producto de la crisis financiera internacional. En ambas ocasiones el gobierno elevó la tasa de interés, lo que afectó en gran medida el crecimiento en 1998. En enero de 1999 se devaluó el real.
1999	Colombia	Crisis del sector financiero. Entre 1997 y 1999 hubo una reversión de los flujos de capital y un deterioro de los términos de intercambio, que llevaron a una acentuada reducción del gasto agregado y a la eliminación del déficit en cuenta corriente. El producto cayó más del 4% en 1999. Dicha reversión afectó el sistema financiero en términos de reducción de la liquidez y aumento de la cartera vencida, y perjudicó la solvencia de los intermediarios financieros. Dos importantes entidades hipotecarias, una privada y una pública, sufrieron quiebras (la primera fue intervenida, nacionalizada y vendida en 2005 y la segunda fue liquidada por el gobierno). Otras instituciones financieras quedaron debilitadas por un largo período y fueron sometidas a un proceso de consolidación. El banco central suministró liquidez. El costo de la crisis rondó un 4% del PIB.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
2000-2003	Nicaragua	Crisis del sector financiero. La política monetaria se enfocó en la resolución de la crisis bancaria, la que generó una deuda interna mayúscula cuyo servicio superó el 50% del PIB entre 2001 y 2003. En el período 2002-2006, se aplicó un ajuste fiscal en el marco de un programa estructural acordado con el FMI, como condición para alcanzar el punto de decisión de la Iniciativa en Favor de los Países Pobres Muy Endeudados (PPME), incluida una confección más efectiva de presupuestos y el mejoramiento de la posición financiera del banco central. En 2004, Nicaragua alcanzó el punto de decisión de la Iniciativa PPME y se le otorgó el alivio de las deudas bilateral y multilateral contraídas antes de 2005.
2000	Guatemala	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Escasez de crédito y problema persistente de carteras morosas. El Banco de Guatemala canalizó fondos especiales a algunos bancos para ayudar a resolver problemas de liquidez, aunque este mecanismo de apoyo no estuvo acompañado de una adecuada verificación para garantizar la reestructuración y el saneamiento de las operaciones bancarias.
2001	Crisis de Turquía	Situación de elevada liquidez, crisis financiera, fuga de capitales y fuerte devaluación. Préstamos del FMI y del Banco Mundial para paliar la falta de liquidez, con la condición de acelerar reformas estructurales, privatizaciones en el sector financiero y otras dependencias públicas, y medidas de recorte fiscal. Sin embargo, el deterioro económico y la caída de las expectativas causaron el colapso del régimen cambiario (pasó de ser semifijo a la flotación libre), la ruptura de compromisos establecidos con el FMI en cuanto a objetivos a alcanzar y un empeoramiento del contexto económico. Debido a su papel estratégico en los conflictos regionales, el país logró mantener el apoyo financiero del FMI. El contagio especulativo afectó principalmente a la Argentina, cuya crisis tuvo características similares a las observadas en la crisis turca.
2001-2002	Argentina	Cesación de pagos de la deuda externa y crisis del sistema financiero. Sostenidos déficit en cuenta corriente y un marcado atraso cambiario ocasionaron fuertes salidas de capitales y caídas de un 53% de las reservas internacionales. En diciembre de 2001 se estableció lo que se denominó "corralito", mediante el decreto que limitaba la retirada de efectivo de los bancos, situación que se prolongó por un año. Derogación de la ley que fijaba la paridad cambiaria y fuerte devaluación. Contracción del PIB del 4,4% en 2001 y del -10,9% en 2002. A enero de 2003, un banco había sido cerrado, tres bancos se habían nacionalizado y muchos otros habían reducido su personal y sucursales.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
2001-2003	Uruguay	Crisis del sector financiero. La crisis argentina de 2001 repercutió fuertemente en el Uruguay. El Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) fue recapitalizado en diciembre de 2001 (a un costo estimado de un 3% del PIB). El sistema bancario experimentó un gran retiro de depósitos (un 33% en los primeros siete meses de 2002). En 2002, cuatro bancos fueron cerrados (que representaban el 33% del total de activos bancarios); los depósitos a plazo fijo se reestructuraron y se amplió su vencimiento. En 2003, conforme a la obligación contraída con el FMI de avanzar tanto en el proceso de liquidación de los bancos quebrados como en las reformas de la banca pública, se dispuso la liquidación del Banco de Crédito, se conformó el Nuevo Banco Comercial, se finalizó un plan de reestructuración del Banco República y se limitó la función del BHU a la recepción de depósitos de ahorro previo. Se aplicaron diversas medidas de carácter normativo al sector financiero.
2001-2003	Paraguay	Crisis del sistema financiero. Se cerró un banco en 2001 y otro llegó a ser insolvente en 2002. Los bancos del sistema continuaron registrando una creciente proporción de préstamos improductivos, en el contexto de recesión económica y depreciación de la moneda de alrededor de un 50% de enero de 2002 a enero de 2003.
2002	Brasil	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Serias dificultades económicas. Elevación del riesgo país en los mercados financieros internacionales y drástica reducción de los flujos de capital. Significativa devaluación del real y aceleración inflacionaria. Esas dificultades se originaron en la incertidumbre respecto de la política económica que adoptaría el gobierno que debía elegirse en octubre y en el elevado grado de endeudamiento externo y público del país, así como en el impacto negativo sobre la disponibilidad de capital internacional generado por la merma de la actividad en los países desarrollados y la desconfianza en los mercados emergentes después de la moratoria decretada en la Argentina a fines de 2001. Así, la política económica se orientó a recuperar la confianza de los mercados financieros y a controlar el proceso inflacionario, con medidas monetarias y fiscales muy restrictivas. Gracias a tales disposiciones, y con el fin de la incertidumbre electoral, fue posible atenuar el ataque especulativo, en especial a partir de 2003, cuando entró en funciones el nuevo gobierno. Sin embargo, la política restrictiva afectó negativamente el nivel de actividad, el que volvió a mostrar un modesto crecimiento (1,4%).
2002	Venezuela (República Bolivariana de)	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Importante contracción de la economía (decrecimiento histórico de un 9%), por la inestable situación política. Falta de credibilidad y de efectividad de la política económica y de las políticas públicas. Las sospechas de los agentes económicos sobre la necesidad de financiamiento inflacionario o devaluacionista incrementó la actividad en el mercado cambiario haciendo insostenible el esquema de bandas hasta entonces utilizado. Se dejó flotar el tipo de cambio, lo que generó una importante devaluación. El desempeño de la banca se vio afectado ante el escenario de incertidumbre política, contracción económica y tímida expansión de la liquidez monetaria.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
2002	Ecuador	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Continuó el proceso de fortalecimiento del sector financiero ecuatoriano tras la crisis de 1999. Así, la morosidad de saldos de cartera descendió del 43,6% en diciembre de 2001 al 24,1% en el mismo mes de 2002, pero entre enero y mayo de 2003 se incrementó nuevamente, hasta alcanzar el 25,7%. Elevada cautela de las entidades crediticias, en la medida en que los bancos procuraban mantener su grado de solvencia y se avanzaba hacia la adopción de los Principios de Basilea. El riesgo país continuó siendo elevado.
2002	Perú	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. El lento proceso de mejora de los balances de los bancos continuó durante 2002 y el porcentaje del crédito moroso bajó del 9% al 7,6%. Si bien las tasas de interés disminuyeron, el crédito del sistema bancario al sector privado no repuntó, y a fines del año el crecimiento interanual fue del 0,3%. A nivel agregado, durante los primeros meses de 2003 la demanda de crédito siguió siendo débil y el crédito bancario al sector privado incluso mostró tasas interanuales negativas.
2003	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Tensión financiera y crisis límite no sistémica. Entre diciembre de 2002 y diciembre de 2003, los activos y pasivos del sistema financiero en su conjunto (bancos y otras instituciones de intermediación) se redujeron un 2,8% y un 3,2%, respectivamente. En el sector bancario (un 78% de los depósitos del sistema), la contracción de los depósitos en 2003 fue del 3,8%. Se registraron cuatro episodios críticos de reducción de depósitos bancarios: la incertidumbre por la elección presidencial (julio de 2002), las crisis políticas de febrero y octubre de 2003, y una baja progresiva vinculada al anuncio del impuesto a las transacciones financieras (primer cuatrimestre de 2004). En estas ocasiones, el banco central inyectó liquidez. Dada la alta dolarización de la economía, el retiro de depósitos afectó de inmediato el nivel de reservas. El banco central modificó la composición de las reservas utilizando los activos líquidos que mantenía la banca comercial en el exterior, lo que permitió hacer frente a la disminución de depósitos. A fines de diciembre, la banca comercial había repagado los créditos de liquidez y el nivel de reservas se había recuperado. Sin embargo, en el primer cuatrimestre de 2004 nuevamente los depósitos y las reservas se redujeron. La debilidad del sistema financiero también se tradujo en un alto índice de morosidad, relacionado con el magro desempeño económico interno y con expectativas de renegociaciones que podrían favorecer a los deudores.

Cuadro A.1 (continuación)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
2008	Crisis de las hipotecas de alto riesgo	Se detona una crisis financiera en los Estados Unidos a raíz de problemas crecientes desde 2007 en el sector de las hipotecas de alto riesgo, que se otorgaban a personas de dudoso historial crediticio, con elevadas tasas de interés y cláusulas de cancelación más exigentes, por lo que un alto número de clientes no pudo cumplir con los pagos. El problema escaló hasta importantes bancos e instituciones financieras de ese país, algunos (como Bank of America, Wachovia, JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Citigroup y Morgan Stanley) con grandes pérdidas asociadas a incobrables hipotecarios y otros en quiebra o próximos a ella (como Lehman Brothers, IndyMac, Bear Stearns e importantes financieras como Fannie Mae y Freddie Mac), y se propagó hacia bancos internacionales europeos que habían realizado inversiones en créditos hipotecarios estadounidenses. La crisis hipotecaria condujo a una debacle mundial que provocó acentuadas caídas en las principales bolsas de valores, y dio inicio a una recesión en las principales economías desarrolladas, que se desató a mediados de septiembre de 2008, con el colapso de Lehman Brothers. El impacto de la crisis mundial se hizo sentir con fuerza en América Latina, cuyo PIB cayó un 1.5% en 2009. El principal canal de contagio no fue financiero sino comercial, resultado de la contracción de la demanda de manufacturas de los países desarrollados y de la pronunciada reducción de los precios de los productos básicos.
2008	Ecuador	En noviembre de 2008, el Ecuador anunció que no cumpliría los pagos debidos de sus bonos Global 2012 y 2030, después de los resultados de una auditoría que declaró estas deudas "ilegales" e "ilegítimas". La decisión del gobierno, de corte ideológica y política, no se relacionaba con los problemas de liquidez y solvencia. Representaba un problema de voluntad de pago más que de capacidad de pago, en una situación de relativa fortaleza macroeconómica, a pesar de la reciente baja de los precios de los productos básicos. Sin embargo, la caída del precio del petróleo agravó la situación del peso de la deuda, dado que este es el principal producto de exportación del Ecuador y financia una parte importante de su presupuesto federal.
2008-2010	Guatemala	Con el fin de hacer frente a los efectos adversos de la crisis internacional, y en particular a la recesión de los Estados Unidos, responder al compromiso de implementación de políticas en áreas sociales, los mayores gastos asociados a las consecuencias de diversos desastres climáticos ocurridos en 2010 (reconstrucción) y la debilidad de los ingresos públicos, el gobierno tuvo que aumentar su nivel de endeudamiento externo durante el período. Al cierre de 2010, la deuda pública llegaba a un equivalente del 24% del PIB (que fue de un 23% en 2009 y un 20% en 2008). Existe cierta preocupación por las presiones que pueden ejercer sobre las finanzas públicas los mayores desembolsos por concepto de vencimientos que tendrán lugar entre 2011 y 2020, aunque la calificación de riesgo de la deuda soberana no registró deterioro y se mantuvo con perspectivas estables durante el período analizado.

Cuadro A.1 (conclusión)

Años	Evento o lugar de origen	Descripción
2009	Honduras	La economía hondureña se contrajo un 1,9%, debido tanto a los efectos adversos de la crisis financiera internacional como a la crisis política interna (la destitución del presidente Zelaya a fines de junio de 2009), lo que aumentó los niveles de incertidumbre política y económica. Lo anterior causó un quiebre de las relaciones con la comunidad internacional y el retiro del apoyo financiero del FMI y la banca multilateral. Sin embargo, la celebración de elecciones presidenciales en noviembre de 2009 y la toma de posesión del presidente Porfirio Lobo Sosa a inicios de 2010 permitieron un paulatino restablecimiento de las relaciones de Honduras con la comunidad internacional y los organismos financieros multilaterales.
2009-2010	Haití	En 2009, el Club de París acordó condonar 62.73 millones de dólares de la deuda que Haití mantenía con ese grupo de países, en el marco de la Iniciativa PPME. Además, los países miembros se comprometieron, sobre una base voluntaria y bilateral, a suprimir otros 152 millones de dólares adicionales. En 2010, surgen nuevas iniciativas de condonación de deuda, a raíz del terremoto que afectó a Haití en enero.
2010	Jamaica	Cesación de pagos. Inicio de un canje de deuda interna en febrero de 2010 con el fin de reducir la presión que la deuda estaba ejerciendo sobre las finanzas públicas. La relación entre la deuda pública y el PIB se había mantenido por encima del 100% durante la década anterior y la relación entre la deuda y los ingresos se situó en torno al 400%. El costo del servicio de la deuda de Jamaica fue estimado en más del 55% de los ingresos del gobierno central y el 16% del PIB. El país había acumulado superávits primarios en los últimos años, algunos del orden del 10% del PIB, pero a costa de recortar la inversión pública, lo que contribuyó a la baja del crecimiento económico; este promedió un 1% anual antes de la cesación de pagos. Se implementó un canje de deuda que no incluye deuda externa y causó relativamente pocos trastornos a la economía y el sector financiero, debido a que la mayoría de la deuda estaba en manos de unas pocas instituciones financieras locales y, además, el canje estaba orientado a lograr un equilibrio entre la reducción significativa del flujo de caja y la preservación del buen funcionamiento del sistema bancario. El peso de la deuda general de Jamaica siguió siendo relativamente alto, equivalente al 113% del PIB, y la relación entre los pagos de interés y los ingresos fue del 42% en 2011.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a La referencia general a la crisis del sector financiero que se realiza en la cronología de diversos países en distintos momentos del tiempo corresponde al agotamiento de gran parte o de la totalidad del capital bancario, generalmente por retiro masivo de depósitos.

^b La referencia general a la tensión financiera y crisis límite no sistémica que se realiza en la cronología de diversos países en distintos momentos del tiempo se refiere a un patrimonio neto bajo o negativo, sin retiros masivos ni sistémicos de los depósitos.



Publicaciones recientes de la CEPAL *ECLAC recent publications*

Comisión Económica para América Latina y el Caribe
Economic Commission for Latin America and the Caribbean
Casilla 179-D, Santiago de Chile.

Véalas en: www.cepal.org/publicaciones
Publications may be accessed at: www.eclac.org

Contacto / Contact: publications@cepal.org

Informes periódicos institucionales / *Annual reports*

También disponibles para años anteriores / *Issues for previous years also available*

- *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2013*, 94 p.
Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2013, 92 p.
- *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2013*, 222 p.
Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2013, 212 p.
- *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2013*, 130 p.
Latin America and the Caribbean in the World Economy 2013, 122 p.
- *Panorama Social de América Latina, 2013*, 228 p.
Social Panorama of Latin America, 2013, 228 p.
- *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2013*, 154 p.
Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean 2013, 142 p.
- *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2013/ Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean 2013*, 228 p

Libros y documentos institucionales *Institutional books and documents*

Prospectiva y desarrollo: el clima de la igualdad en América Latina y el Caribe a 2020, 2013, 72 p.
Comercio internacional y desarrollo inclusivo: construyendo sinergias, 2013, 210 p.
El Estado frente a la autonomía de las mujeres, 2012, 238 p.
Eslabones de la desigualdad: heterogeneidad estructural, empleo y protección social, 2012, 266 p.
Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo, 2012, 330 p.

Structural Change for Equality: an integrated approach to development, 2012, 308 p.

La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir, 2010, 290 p.

Time for Equality: closing gaps, opening trails, 2010, 270 p.

A Hora da Igualdade: Brechas por fechar, caminhos por abrir, 2010, 268 p.

Libros de la CEPAL / ECLAC books

120 Broadband in Latin America: beyond connectivity, Valeria Jordán, Hernán Galperin and Wilson Peres (editors), 2013, 348 p.

119 La montaña rusa del financiamiento externo: el acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012, Inés Bustillo y Helvia Velloso, 2013, 150 p.

119 Debt financing rollercoaster: Latin American and Caribbean access to international bond markets since the debt crisis, 1982-2012, Inés Bustillo and Helvia Velloso, 2013, 135 p

118 Sistemas de innovación en Centroamérica. Fortalecimiento a través de la integración regional, Ramón Padilla Pérez (ed.), 2013, 222 p.

117 Envejecimiento, solidaridad y protección social en América Latina y el Caribe. La hora de avanzar hacia la igualdad, Sandra Huenchuan, 2013. 190 p.

117 Ageing, solidarity and social protection in Latin America and the Caribbean Time for progress towards equality, Sandra Huenchuan, 2013, 176 p.

116 Los fundamentos de la planificación del desarrollo en América Latina y el Caribe. Textos seleccionados del ILPES (1962-1972), Ricardo Martner y Jorge Máttar (comps.), 2012, 196 p.

115 The changing nature of Asian-Latin American economic relations, German King, José Carlos Mattos, Nanno Mulder and Osvaldo Rosales (eds.), 2012, 196 p.

114 China y América Latina y el Caribe. Hacia una relación económica y comercial estratégica, Osvaldo Rosales y Mikio Kuwayama, 2012, 258 p.

114 China and Latin America and the Caribbean Building a strategic economic and trade relationship, Osvaldo Rosales y Mikio Kuwayama, 2012, 244 p.

113 Competitividad, sostenibilidad e inclusión social en la agricultura: Nuevas direcciones en el diseño de políticas en América Latina y el Caribe, Octavio Sotomayor, Adrián Rodríguez y Mônica Rodrigues, 2012, 352 p.

Copublicaciones / Co-publications

Decentralization and reform in Latin America. Improving Intergovernmental Relations, Giorgio Brosio and Juan Pablo Jiménez (eds.), ECLAC / Edward Elgar Publishing, United Kingdom, 2012.

Sentido de pertenencia en sociedades fragmentadas. América Latina desde una perspectiva global, Martín Hopenhayn y Ana Sojo (comps.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2011.

Las clases medias en América Latina. Retrospectiva y nuevas tendencias, Rolando Franco, Martín Hopenhayn y Arturo León (eds.), CEPAL / Siglo XXI, México, 2010.

Innovation and Economic Development. The Impact of Information and Communication Technologies in Latin America, Mario Cimoli, André Hofman and Nanno Mulder, ECLAC / Edward Elgar Publishing, United Kingdom, 2010.

Las clases medias en América Latina. Retrospectiva y nuevas tendencias, Rolando Franco, Martín Hopenhayn y Arturo León (eds.), CEPAL / Siglo Veintiuno, México, 2010.

Sesenta años de la CEPAL. Textos seleccionados del decenio 1998-2008, Ricardo Bielschowsky (comp.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2010.

El nuevo escenario laboral latinoamericano. Regulación, protección y políticas activas en los mercados de trabajo, Jürgen Weller (ed.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2010.

Coediciones / Co-editions

Perspectivas económicas de América Latina 2014: logística y competitividad para el desarrollo, CEPAL/OCDE, 2013.

Latin American Economic Outlook 2014: Logistics and Competitiveness for Development, ECLAC/OECD, 2013

Juventud y bono demográfico en Iberoamérica, Paulo Saad, Tim Miller, Ciro Martínez y Mauricio Holz, CEPAL/OIJ/UNFPA, 2012.

Perspectivas económicas de América Latina 2013. Políticas de Pymes para el Cambio Estructural, OCDE / CEPAL, 2012.

Latin American Economic Outlook 2013. SME Policies For Structural Change, OECD / ECLAC, 2012.

Perspectivas de la agricultura y del desarrollo rural en las Américas: una mirada hacia América Latina y el Caribe 2013, CEPAL / FAO / IICA, 2012.

Reforma fiscal en América Latina. ¿Qué fiscalidad para qué desarrollo?, Alicia Bárcena y Narcís Serra (editores), CEPAL/SEGIB / CIDOB, 2012.

La sostenibilidad del desarrollo a 20 años de la Cumbre para la Tierra. Avances, brechas y lineamientos estratégicos para América Latina y el Caribe, CEPAL / ONU, 2012.

Sustainable development 20 years on from the Earth Summit. Progress, gaps and strategic guidelines for Latin America and the Caribbean, ECLAC / UN, 2012.

Perspectivas económicas de América Latina 2012. Transformación del Estado para el desarrollo, CEPAL / OCDE, 2011.

Latin America Outlook 2012. Transforming the State for Development, ECLAC/OECD, 2011.

Perspectives économiques de l'Amérique latine 2012. Transformation de l'État et Développement, CEPALC / OCDE, 2012.

Rebuilding Latin American Tigers. Operational principles for rehabilitating industrial policies, Robert Devlin and Graciela Moguillansky, ECLAC / World Bank, 2011.

Cuadernos de la CEPAL

101 *Redistribuir el cuidado: el desafío de las políticas*, Coral Calderón Magaña (coord.), 2013, 460 p.

101 Redistributing care: the policy challenge, Coral Calderón Magaña (coord.), 2013, 420 p.

100 *Construyendo autonomía. Compromiso e indicadores de género*, Karina Batthyáni Dighiero, 2012, 338 p.

99 *Si no se cuenta, no cuenta*, Diane Alméras y Coral Calderón Magaña (coordinadoras), 2012, 394 p.

98 **Macroeconomic cooperation for uncertain times: The REDIMA experience**, Rodrigo Cárcamo-Díaz, 2012, 164 p.

97 *El financiamiento de la infraestructura: Propuestas para el desarrollo sostenible de una política sectorial*, Patricio Rozas Balbontín, José Luis Bonifaz y Gustavo Guerra-García, 2012, 414 p.

96 *Una mirada a la crisis desde los márgenes*, Sonia Montaña (coordinadora), 2011, 102 p.

95 *Programas de transferencias condicionadas. Balance de la experiencia reciente en América Latina y el Caribe*, Simone Cecchini y Aldo Madariaga, 2011, 226 p.

95 Conditional cash transfer programmes. The recent experience in Latin America and the Caribbean, Simone Cecchini and Aldo Madariaga, 2011, 220 p.

94 *El cuidado en acción. Entre el derecho y el trabajo*, Sonia Montaña Virreira y Coral Calderón Magaña (coords.), 2010, 236 p.

93 *Privilegiadas y discriminadas. Las trabajadoras del sector financiero*, Flavia Marco Navarro y María Nieves Rico Ibáñez (eds.), 2009, 300 p.

Cuadernos estadísticos de la CEPAL

- 41 *Los cuadros de oferta y utilización, las matrices de insumo-producto y las matrices de empleo.* Solo disponible en CD, 2013.
- 40 *América Latina y el Caribe: Índices de precios al consumidor. Serie enero de 1995 a junio de 2012.* Solo disponible en CD, 2012.
- 39 *América Latina y el Caribe: indicadores macroeconómicos del turismo.* Solo disponible en CD, 2010.
- 38 *Indicadores ambientales de América Latina y el Caribe, 2009.* Solo disponible en CD, 2010.
- 37 *América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas 1950-2008.* Solo disponible en CD, 2009.

Documentos de proyecto / Project documents

La economía del cambio climático en la Argentina: primera aproximación, 2014, 240 p.

La economía del cambio climático en el Ecuador 2012, 2012, 206 p.

Economía digital para el cambio estructural y la igualdad, 2013, 130 p

The digital economy for structural change and equality, 2014, 128 p.

Desarrollo de la tele salud en América Latina: aspectos conceptuales y estado actual, Alaneir de Fátima dos Santos y Andrés Fernández (editores), 2013, 614 p.

La integración de las tecnologías digitales en las escuelas de América Latina y el Caribe. Una mirada multidimensional, Guillermo Sunkel, Daniela Trucco, Andrés Espejo, 2013, 166 p.

Series de la CEPAL / ECLAC Series

*Asuntos de Género / Comercio Internacional / Desarrollo Productivo / Desarrollo Territorial / Estudios Estadísticos / Estudios y Perspectivas (Bogotá, Brasilia, Buenos Aires, México, Montevideo) / **Studies and Perspectives** (The Caribbean, Washington) / Financiamiento del Desarrollo / Gestión Pública / Informes y Estudios Especiales / Macroeconomía del Desarrollo / Manuales / Medio Ambiente y Desarrollo / Población y Desarrollo / Política Fiscal / Políticas Sociales / Recursos Naturales e Infraestructura / Reformas Económicas / Seminarios y Conferencias.*

Véase el listado completo en: www.cepal.org/publicaciones.

A complete listing is available at: www.eclac.org/publications

Revista CEPAL / CEPAL Review

La Revista se inició en 1976 como parte del Programa de Publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, con el propósito de contribuir al examen de los problemas del desarrollo socioeconómico de la región. Las opiniones expresadas en los artículos firmados, incluidas las colaboraciones de los funcionarios de la Secretaría, son las de los autores y, por lo tanto, no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Organización. La *Revista CEPAL* se publica en español e inglés tres veces por año.

CEPAL Review first appeared in 1976 as part of the Publications Programme of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean, its aim being to make a contribution to the study of the economic and social development problems of the region. The views expressed in signed articles, including those by Secretariat staff members, are those of the authors and therefore do not necessarily reflect the point of view of the Organization. CEPAL Review is published in Spanish and English versions three times a year.

Observatorio demográfico / Demographic Observatory

Edición bilingüe (español e inglés) que proporciona información estadística actualizada, referente a estimaciones y proyecciones de población de los países de América Latina y el Caribe. Incluye también indicadores demográficos de interés, tales como tasas de natalidad, mortalidad, esperanza de vida al nacer, distribución de la población, etc. Desde 2013 el Observatorio aparece una vez al año.

Bilingual publication (Spanish and English) providing up-to-date estimates and projections of the populations of the Latin American and Caribbean countries. Also includes various demographic indicators of interest such as fertility and mortality rates, life expectancy, measures of population distribution, etc. Since 2013, the Observatory appears once a year.

Notas de población

Revista especializada que publica artículos e informes acerca de las investigaciones más recientes sobre la dinámica demográfica en la región, en español, con resúmenes en español e inglés. También incluye información sobre actividades científicas y profesionales en el campo de población.

La revista se publica desde 1973 y aparece dos veces al año, en junio y diciembre.

Specialized journal which publishes articles and reports on recent studies of demographic dynamics in the region, in Spanish with abstracts in Spanish and English. Also includes information on scientific and professional activities in the field of population.

Published since 1973, the journal appears twice a year in June and December.

**Las publicaciones de las Naciones Unidas y de la Comisión
Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
se pueden adquirir a través de:**

Publicaciones de las Naciones Unidas
PO Box 960
Herndon VA 20172
Estados Unidos

Tel. 1-703-661-1571
Fax 1-703-996-1010
Contacto: publications@un.org
Pedidos: order@un.org

***Publications of the United Nations and the Economic
Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)
can be ordered through:***

United Nations Publications
PO Box 960
Herndon VA 20172
USA

*Tel. 1-703-661-1571
Fax 1-703-996-1010
Contact: publications@un.org
Orders: order@un.org*

www.un.org/publications

La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica

JOSÉ ANTONIO OCAMPO
BARBARA STALLINGS
INES BUSTILLO
HELVIA VELLOSO
ROBERTO FRENKEL

Desarrollo Económico

A inicios de la década de los ochenta estalló la crisis de la deuda externa, marcando un punto de inflexión en la historia económica de América

Latina y el Caribe. Con ello se desencadenó la crisis de una estrategia de desarrollo que —con diferencias entre países y modificaciones a lo largo del tiempo— había caracterizado las décadas anteriores. Varios países no estuvieron en condiciones de atender sus compromisos y entraron en cesación de pagos. Se aplicaron una variedad de medidas encaminadas a superar la crisis, que generalmente tuvieron un sesgo contractivo. El impacto sobre la capacidad productiva, el empleo y las condiciones sociales fue tan fuerte que la CEPAL caracterizó los años siguientes como una “década perdida” para el desarrollo económico y social de la región. En este libro se reúnen cuatro ensayos que permiten entender los factores que originaron la crisis y las circunstancias que determinaron que sus consecuencias para la región fueran aún más graves que las de la Gran Depresión de los años treinta. En el libro se explican también los procesos de negociación que condujeron a los países deudores a una situación desmejorada, los programas de reestructuración de la deuda y su incidencia en el desarrollo financiero de la región, y el modo en que los cambios en las políticas económicas experimentados por la región pueden contribuir a prevenir la ocurrencia de este tipo de crisis en el futuro. Treinta años después de la crisis que más gravemente afectó el desarrollo de la región, en un mundo cada vez más interdependiente y turbulento, las lecciones aprendidas de este episodio están plenamente vigentes.

LIBROS

C E P A L

www.cepal.org

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL)
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN (ECLAC)

ISBN 978-92-1-221123-7
EISBN 978-92-1-056237-9
NÚMERO DE VENTA S.14.II.G.12
PRIMERA EDICIÓN
COPYRIGHT © NACIONES UNIDAS, 2014

ISBN 978-92-1-221123-7



9 789212 121123