



# INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2015

Hacia una arquitectura  
financiera internacional al  
servicio del desarrollo



NACIONES UNIDAS





---

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO  
GINEBRA

---

# INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2015

Informe de la secretaría de la  
Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo



**NACIONES UNIDAS**  
Nueva York y Ginebra, 2015

---

## Nota

---

- Las signaturas de los documentos de las Naciones Unidas se componen de letras mayúsculas y cifras. La mención de una de estas signaturas indica que se hace referencia a un documento de las Naciones Unidas.

---

- Las denominaciones empleadas en esta publicación y la forma en que aparecen presentados los datos que contiene no implican, de parte de la Secretaría de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

---

- El material contenido en esta publicación puede citarse o reproducirse sin restricciones siempre que se indique la fuente y se haga referencia al número del documento. Debe remitirse a la secretaría de la UNCTAD un ejemplar de la publicación en que aparezca el material citado o reproducido.

UNCTAD/TDR/2015

---

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS

ISSN 0257-8093

# Índice

	<i>Página</i>
<i>Notas explicativas</i> .....	<i>ix</i>
<i>Siglas</i> .....	<i>x</i>
<b>PANORAMA GENERAL</b> .....	<b>I-XX</b>

## Capítulo I

### **TENDENCIAS RECIENTES Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL** ..... 1

<b>A. Tendencias recientes en la economía mundial</b> .....	<b>1</b>
1. Crecimiento mundial .....	<b>1</b>
2. Comercio internacional.....	<b>6</b>
1. Evolución de los precios de los principales productos básicos .....	<b>11</b>
<b>B. Evolución reciente de los mercados de productos básicos</b> .....	<b>11</b>
2. La constante influencia de los factores financieros .....	<b>15</b>
3. Efectos y perspectivas .....	<b>17</b>
<b>C. Estancamiento: ¿secular o estacional?</b> .....	<b>18</b>
<b>Notas</b> .....	<b>21</b>
<b>Bibliografía</b> .....	<b>22</b>

## Anexo al capítulo I

<b>¿Se han desfinanciarizado los mercados de productos básicos?</b> .....	<b>25</b>
---	-----------

## Capítulo II

### **LA FINANCIARIZACIÓN Y EL MALESTAR EN LA MACROECONOMÍA** ..... 31

<b>A. Introducción</b> .....	<b>31</b>
<b>B. Los retos de la expansión de la liquidez mundial</b> .....	<b>33</b>
1. Las expansiones de la liquidez antes y después de la crisis .....	<b>33</b>
2. El aumento de las entradas de capital a las economías en desarrollo y en transición y sus riesgos agregados.....	<b>34</b>
3. Una mayor integración financiera y flujos de capital cada vez más inestables .....	<b>37</b>

<b>C. Los costos macroeconómicos de la financiarización</b> .....	41
1. Efectos de la integración financiera sin restricciones sobre los precios y las políticas .....	41
2. Aprender del pasado: las finanzas del sector público y el desarrollo económico después de las crisis financieras .....	45
3. Pérdidas inminentes: política fiscal, política macroeconómica y demanda agregada .....	51
<b>D. Conclusión del análisis sobre políticas</b> .....	53
<b>Notas</b> .....	56
<b>Bibliografía</b> .....	59

### Capítulo III

<b>PROBLEMAS SISTÉMICOS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL</b> .....	63
---	----

<b>A. Introducción</b> .....	63
<b>B. El sistema monetario internacional: principales desafíos y evolución de las respuestas</b> .....	65
1. El patrón oro y el sistema de Bretton Woods .....	65
2. La época posterior a Bretton Woods .....	67
<b>C. Reforma del sistema financiero internacional</b> .....	71
1. La creación de un nuevo orden monetario mundial .....	72
2. Reforma del patrón dólar .....	76
3. Fortalecimiento de la cooperación regional e internacional .....	81
<b>D. Conclusiones y programa de políticas: ventajas e inconvenientes de las actuales propuestas de reforma</b> .....	86
<b>Notas</b> .....	89
<b>Bibliografía</b> .....	94

### Capítulo IV

<b>LA REFORMA DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESPUÉS DE LA CRISIS</b> .....	99
--	----

<b>A. Introducción</b> .....	99
<b>B. Reforma financiera y regulación prudencial después de la crisis</b> .....	100
1. Los nuevos Acuerdos de Basilea III .....	101
2. Marco propuesto para los bancos de importancia sistémica .....	103
3. Marco prudencial y países en desarrollo .....	105
4. Algunos intentos de segregar las operaciones bancarias .....	107

<b>C. Surgimiento del sistema bancario paralelo</b> .....	109
1. Aparición y principales características del sistema bancario paralelo .....	109
2. Dimensión de la actividad bancaria paralela .....	111
3. Riesgos asociados a la actividad bancaria paralela .....	116
4. Insuficiencia de las reformas .....	117
<b>D. Otras cuestiones importantes relacionadas con la regulación financiera</b> .....	119
1. Agencias de calificación crediticia: Necesidad de algo más que un código de conducta .....	119
2. Efectos negativos de los flujos internacionales de capital especulativo .....	121
3. Presencia de bancos extranjeros en los países en desarrollo .....	124
<b>E. Soluciones para el sistema financiero: necesidad de un programa más positivo</b> .....	127
<b>Notas</b> .....	130
<b>Bibliografía</b> .....	132

## Capítulo V

<b>LA DEUDA EXTERNA Y LAS CRISIS DE LA DEUDA: AUMENTO DE LAS VULNERABILIDADES Y NUEVOS RETOS</b> .....	137
--	-----

<b>A. Introducción</b> .....	137
<b>B. Sostenibilidad de la deuda externa: principales problemas</b> .....	138
<b>C. Tendencias en cuanto al volumen y la composición de la deuda externa</b> .....	141
1. Evolución de la deuda externa de las economías en desarrollo y en transición .....	141
2. Endeudamiento y préstamos del sector público y el privado .....	143
3. Cuestiones relativas a la moneda .....	147
4. Jurisdicción de emisión de la deuda .....	149
<b>D. Resolución de la deuda externa</b> .....	150
1. Las crisis de deuda externa como problema recurrente .....	150
2. Perspectiva histórica de los problemas de deuda soberana .....	151
3. Emergencia de un sistema fragmentado de resolución de la deuda externa soberana .....	153
4. Un enfoque ineficiente y desigual de la resolución de la deuda .....	157
<b>E. Mecanismos alternativos de reestructuración de la deuda</b> .....	162
1. Enfoques de mercado o contractuales .....	163
2. Necesidad de principios internacionalmente aceptados para los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana .....	164
3. Enfoques normativos de la reestructuración multilateral de la deuda .....	167
<b>F. Conclusiones</b> .....	169
<b>Notas</b> .....	170
<b>Bibliografía</b> .....	172

---

 Capítulo VI
 

---

<b>FINANCIACIÓN INTERNACIONAL A LARGO PLAZO PARA EL DESARROLLO: RETOS Y POSIBILIDADES</b> .....	175
<hr/>	
<b>A. Introducción</b> .....	175
<b>B. Financiación mediante la cooperación oficial</b> .....	176
1. Asistencia oficial para el desarrollo de los países desarrollados.....	177
2. Cooperación para el desarrollo entre los países en desarrollo.....	179
3. Retos de la cooperación oficial.....	181
<b>C. Asociaciones público-privadas para el desarrollo</b> .....	183
1. Escala, alcance y utilización de las APP.....	183
2. Evaluación de las contribuciones y los costes de las APP.....	186
3. Implicaciones en materia de políticas.....	188
<b>D. ¿Pueden los fondos soberanos cambiar las cosas?</b> .....	189
<b>E. Bancos de desarrollo: Su evolución y posibilidades de respaldar el desarrollo</b> .....	190
1. Características distintivas de los bancos de desarrollo.....	190
2. El panorama cambiante de los bancos de desarrollo .....	192
3. El posible papel de financiación de los bancos multilaterales dirigidos por el Sur.....	195
<b>F. Conclusiones</b> .....	197
<b>Notas</b> .....	199
<b>Bibliografía</b> .....	202

---



---

## Lista de gráficos

---

<i>Gráfico</i>	<i>Página</i>
1.1 Comercio mundial por volumen, enero de 2005-mayo de 2015 .....	8
1.2 Índices de precios mensuales de los productos básicos por grupo de productos básicos, enero de 2002 a junio de 2015.....	12
1.3 Posiciones de los gestores de cartera y precios del crudo, marzo de 2014 a julio de 2015.....	16
1.A.1 Activos administrados vinculados a productos básicos abril de 2006 a mayo de 2015.....	26
1.A.2 Correlaciones entre índices de productos básicos, índices de renta variable y tipos de cambio del dólar, 2000-2015.....	27
1.A.3 La composición del interés abierto total en el caso del crudo WTI en el NYMEX, por categoría de participante en el mercado, 2006-2015.....	28
2.1 Entradas de capital extranjero en las economías en desarrollo y en transición, por componentes, 1970-2013.....	35
2.2 Reservas de divisas en las economías en desarrollo y en transición, 1970-2013.....	36
2.3 Composición de los flujos de capital, en economías en desarrollo y en transición seleccionadas, 2002-2013.....	39
2.4 Entrada neta de capitales, tipos de cambios nominales y tipos de interés nominales en economías en desarrollo y en transición seleccionadas, 2002-2013 .....	43
3.1 Reservas de divisas de grupos de países seleccionados, por moneda de denominación, 1995-2014.....	70
3.2 Pasivos transfronterizos y reservas de divisas de países en desarrollo seleccionados, 2005-2013.....	80
3.3 Características del actual patrón dólar y de las alternativas de reforma propuestas .....	87
4.1 Activos de los cinco bancos más grandes como proporción de los activos totales del sector bancario en determinadas economías, 1998-2011 .....	104
4.2 Dimensión de la actividad bancaria paralela según distintos criterios de medición, 2001-2013.....	114
5.1 Deuda externa, grupos de países seleccionados y china, 1980-2013 .....	142
5.2 Deuda externa, en proporción al inb, grupos seleccionados de países y china, 1980-2013.....	142
5.3 Pago de intereses de la deuda externa en proporción de las exportaciones, grupos seleccionados de países y china, 1980-2013 .....	143
5.4 Deuda externa por tipo de deudor, grupos seleccionados de países y china, 1980-2013.....	144
5.5 Deuda externa de largo plazo por tipo de acreedor grupos de países seleccionados y china, 1970-2013 .....	146
5.6 Deuda externa de largo plazo con acreedores privados, por tipo de deuda grupos de países seleccionados y china, 1970-2013 .....	148
6.1 AOD proporcionada por los países del comité de asistencia para el desarrollo, 1990-2014 .....	178
6.2 Composición de la aod por categorías principales, 1990-2013.....	179
6.3 Participación del sector privado en la infraestructura, 1985-2013.....	184
6.4 Financiación del sector de la infraestructura en la unión europea, por categorías, 2009-2011..	185
6.5 Activos y préstamos totales, bancos nacionales de desarrollo seleccionados, 2014.....	194

---

---

## Lista de cuadros y recuadros

---

<i>Cuadro</i>		<i>Página</i>
<i>1.1</i>	Crecimiento de la producción mundial, 2007-2015 .....	<i>2</i>
<i>1.2</i>	Volúmenes de las exportaciones e importaciones de mercancías en regiones y países seleccionados, 2011-2014.....	<i>7</i>
<i>1.3</i>	Precios mundiales de los productos primarios, 2009-2015 .....	<i>13</i>
<i>2.1</i>	Períodos de crisis financieras, flujos de capital y deuda pública.....	<i>46</i>
<i>2.2</i>	La crisis financiera y la deuda pública en México, la Federación de Rusia y la Argentina.....	<i>51</i>
<i>4.1</i>	Aplicación de las normas de Basilea en las economías en desarrollo y en transición .....	<i>106</i>

---

<i>Recuadro</i>		<i>Página</i>
<i>1.1</i>	La crisis anunciada de la zona del euro .....	<i>4</i>
<i>4.1</i>	Repos: La transacción básica del sistema bancario paralelo .....	<i>112</i>
<i>4.2</i>	La actividad bancaria paralela en China.....	<i>115</i>
<i>4.3</i>	Influencias sesgadas en la calificación de la deuda soberana por las agencias de calificación.....	<i>122</i>
<i>5.1</i>	Acuerdo de Londres sobre la deuda externa alemana.....	<i>154</i>
<i>5.2</i>	La legislación belga relativa a las actividades de los fondos buitres.....	<i>166</i>

---

## Clasificación por grupos de países o productos

La clasificación de países utilizada en este *Informe* se ha adoptado exclusivamente por razones estadísticas o para facilitar los análisis y no implica necesariamente juicio alguno acerca del nivel del desarrollo de ningún país o zona.

No se ha establecido en el sistema de las Naciones Unidas una convención para clasificar a los países o zonas en “en desarrollo”, “en transición” o “desarrollados”. El presente *Informe* se ajusta a la clasificación definida en el *UNCTAD Handbook of Statistics 2014* (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta B.14.II.D.6) para esos tres grupos de países (véase [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39_en.pdf)).

Salvo indicación en contrario, las agrupaciones regionales y las clasificaciones por grupos de productos utilizadas en el presente *Informe* con fines estadísticos son en general las empleadas en el *UNCTAD Handbook of Statistics 2014*. Los datos correspondientes a China no incluyen la Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong), la Región Administrativa Especial de Macao ni la Provincia china de Taiwán.

Los términos “país”/“economía” también se aplican, a territorios o zonas, según el caso.

Las referencias a “América Latina” en el texto o en los cuadros incluyen a los países del Caribe, a menos que se indique otra cosa.

Las referencias al “África Subsahariana” en el texto o en los cuadros incluyen a Sudáfrica, a menos que se indique otra cosa.

## Otras notas

Las referencias que se hacen en el texto al *TDR* corresponden al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* (de un determinado año). Por ejemplo, el *TDR 2014* corresponde al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2014* (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.14.II.D.4)..

Las referencias que se hacen en el texto a los Estados Unidos corresponden a los Estados Unidos de América y las que se hacen al Reino Unido al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

Por “dólares” (\$) se entiende dólares de los Estados Unidos, a menos que se indique otra cosa.

Por “toneladas” se entiende toneladas métricas.

Las tasas anuales de crecimiento y variación son tasas compuestas.

Las exportaciones se valoran f.o.b. y las importaciones c.i.f., a menos que se indique otra cosa.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 1988-1990, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 2000/01, indica un ejercicio económico o un año agrícola.

Un punto (.) en un cuadro indica que los datos no se aplican.

Dos puntos (..) en un cuadro indican que los datos faltan o no constan por separado.

El guión (-) o el cero (0) en un cuadro indican que la cantidad es nula o insignificante.

La suma de los decimales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque se han redondeado las cifras.

---

## Siglas

---

ALADI	Asociación Latinoamericana de Integración
AOD	asistencia oficial para el desarrollo
APP	asociación público-privada
ASEAN	Asociación de Naciones de Asia Sudoriental
BAfD	Banco Africano de Desarrollo
BASD	Banco Asiático de Desarrollo
BCBS	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
BCE	Banco Central Europeo
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (National Bank for Economic and Social Development, Brazil)
BPI	Banco de Pagos Internacionales
BRICS	Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica (grupo de países)
CAF	Banco de Desarrollo de América Latina (antigua Corporación Andina de Fomento)
CEF	Consejo de Estabilidad Financiera
CIADI	Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones
CMI	Iniciativa de Chiang Mai
CMIM	Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai
DAES	Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas
DEG	derechos especiales de giro
ETN	empresa transnacional
FMI	Fondo Monetario Internacional

---

G20	Grupo de los 20
G8	Grupo de los Ocho
IADM	Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral
ICMA	International Capital Management Association
IDS	International Debt Statistics (base de datos del Banco Mundial)
INB	ingreso nacional bruto
IRB	enfoque basado en calificaciones internas
LCF	Línea de Crédito Flexible
LCR	coeficiente de cobertura de liquidez
LPL	Línea de Precaución y Liquidez (del FMI)
NSFR	Coficiente de financiación estable neta
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PESF	Programa de Evaluación del Sector Financiero
PIB	producto interior bruto
PMA	países menos adelantados
repo	acuerdo de recompra
SML	Sistema de Pagos en Monedas Locales
SUCRE	Sistema Unitario de Compensación Regional
TDR	Informe sobre el Comercio y el Desarrollo
UE	Unión Europea
UNCTAD	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo



---

## PANORAMA GENERAL

*El dinero hace girar el mundo, o así dice la canción (Money makes the world go round). También puede sacarlo de quicio y descontrolarlo, como se vio durante la crisis financiera mundial de 2008. En respuesta a los exorbitantes costos económicos y sociales que siguieron, la comunidad internacional pidió un nuevo cancionero para el mundo de las finanzas. Gordon Brown, a la sazón director en jefe del coro de los G20, echó la culpa decididamente a unas instituciones financieras insuficientemente reguladas que eran cada vez menos “administradoras del dinero de la gente” y cada vez más “especuladoras con el futuro de la gente”; insistió en que se necesitaban nuevas normas mundiales basadas en unos valores generales comunes. Poco después, los líderes de los países BRIC, en su primera cumbre celebrada en la Federación de Rusia, pidieron unas instituciones internacionales más democráticas, además de un sistema monetario internacional estable, previsible y más diversificado. La Asamblea General de las Naciones Unidas añadió la voz de la comunidad mundial aportando un modelo para la reforma del sistema financiero internacional, y proponiendo en particular, como cuestión prioritaria, “una reforma amplia y acelerada del FMI”.*

*Diversos legisladores nacionales se unieron al coro con una serie de audiencias parlamentarias y comisiones de expertos, que en muchos casos criticaron el cortoplacismo de los mercados financieros, su adicción a instrumentos financieros tóxicos y opacos y su incapacidad para satisfacer debidamente las necesidades financieras de las empresas y los hogares. Una reforma a fondo parecía solo cuestión de tiempo.*

*Siete años después, y con el trasfondo de una demanda agregada mundial aletargada, una creciente desigualdad en las rentas y una persistente fragilidad financiera, la economía mundial sigue siendo vulnerable a las veleidades del dinero y las finanzas. No sería justo sugerir que el programa de reformas se quedó sobre el papel; se han adoptado diversas medidas, a nivel nacional e internacional, algunas de ellas realmente incisivas. Pero hasta el momento no han conseguido controlar los puntos débiles y frágiles de un mundo financiarizado. Antes bien, en palabras de Martin Wolf, periodista del Financial Times, tenemos poco más que “una versión moderada” del anterior sistema desequilibrado.*

*La persistente tendencia cortoplacista y especulativa de los mercados financieros mundiales y las medidas insuficientes para paliar los riesgos de futuras crisis plantean importantes cuestiones acerca de si la mayor ambición de la comunidad internacional con respecto a todo un conjunto de nuevos objetivos desarrollistas, sociales y medioambientales puede realizarse en el plazo deseado. Sobre el papel, esta nueva agenda prevé el mayor impulso inversor de la historia, pero para tener éxito necesita un sistema financiero que la respalde. Por ello, en el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo de este año se examinan una serie de problemas interrelacionados que tiene planteados el sistema monetario y financiero internacional, desde el suministro de liquidez, por medio de la regulación bancaria, hasta la reestructuración de la deuda y la financiación pública a largo plazo. Los problemas tienen solución, pero se necesitará la intervención decidida de la comunidad internacional si se quiere que las instituciones financieras vuelvan a estar al servicio de un mundo más digno, estable e incluyente.*

## De la financiarización global a la crisis financiera mundial

Tras el hundimiento del sistema de Bretton Woods, el mundo de las finanzas se hizo cada vez más prominente, poderoso e interconectado; también fue alejándose paulatinamente de la economía real. A partir de los años ochenta, la mayor parte de las principales economías desarrolladas abrieron rápidamente sus cuentas de capital, y un decenio después las siguieron muchas de las economías en desarrollo emergentes. El resultado fue que el capital empezó a circular a través de las fronteras a una escala sin precedentes. En 1980, el comercio mundial se había mantenido a un nivel relativamente próximo al de las finanzas mundiales, en torno a una cuarta parte del PIB mundial, pero para 2008, justo antes de la crisis financiera, las finanzas mundiales tenían ya un volumen nueve veces mayor que el comercio mundial; para entonces, el total de activos financieros mundiales superaba los 200 billones de dólares. Al mismo tiempo aparecieron nuevas instituciones financieras y los intermediarios más tradicionales fueron diversificando su oferta de productos financieros, en ambos casos con escasa regulación y menos supervisión. En este proceso, las finanzas estuvieron mucho más interconectadas; las medidas estándar de la integración financiera alcanzaron récords históricos y los precios de los activos mundiales siguieron trayectorias cada vez más similares.

En un lapso de tiempo muy breve, estas transformaciones superaron por completo los controles y contrapesos institucionales que habían garantizado un notable período de estabilidad financiera durante los tres decenios que siguieron a la Segunda Guerra Mundial y que, a su vez, sentaron las bases de un constante aumento del comercio internacional y unos resultados sin precedentes en la formación de capital. Luego, una nueva generación de dirigentes políticos empezó a propugnar el rápido dismantelamiento de las regulaciones financieras que quedaban, exaltando en cambio las virtudes de la autorregulación de los mercados como el mejor, y en algunos casos el único, enfoque que permitía combinar eficiencia y estabilidad en un mundo cada vez más globalizado.

El sistema financiero resultante fue mucho más generoso en la creación de crédito, más innovador en la gestión del riesgo y más hábil a la hora de absorber los pequeños impactos que afectaban al sistema (la llamada Gran Moderación). Sin embargo, demostró ser mucho menos capaz de detectar las tensiones y fragilidades sistémicas y de anticipar los trastornos más graves (desde la crisis del peso mexicano hasta la Gran Recesión), o de paliar los daños resultantes. La carga de todas esas crisis ha recaído directamente en las cuentas públicas y, por ende, de la ciudadanía en general.

La magnitud de la crisis de 2008 ha dejado a muchos gobiernos debatiéndose para compensar los efectos de las reducciones presupuestarias de bancos, empresas y hogares que intentan reparar sus balances. Eso se debe en parte a que, al privilegiar sobre todo la estabilidad de precios, los responsables políticos han abandonado el arte de gestionar a la vez objetivos macroeconómicos múltiples, pero también a que la financiarización ha desactivado o eliminado toda una serie de instrumentos necesarios para la gestión efectiva de una economía moderna y compleja.

Desde la crisis, muchas economías desarrolladas, en sus intentos de recuperación, han optado por instrumentos de política monetaria “no convencionales”. Fundamentalmente, los principales bancos centrales han comprado valores en poder de los bancos más importantes con la esperanza de que, al aumentar la liquidez de estos, se concederían nuevos créditos y se estimularía el gasto en la economía real. Los resultados han sido bastantes decepcionantes: en muchas economías desarrolladas, la recuperación de la crisis de 2008 ha sido de las más débiles que se recuerdan. El crecimiento del empleo ha sido lento, los salarios reales se han estancado o han descendido, la inversión apenas ha conseguido repuntar, y el crecimiento de la productividad ha quedado atascado en la segunda marcha. En cambio, los mercados de valores se han recuperado, la propiedad inmobiliaria se ha revalorizado —alcanzando en algunos casos renovado auge— y los beneficios se están incrementando, superando en muchos casos las cifras récord de antes de la crisis. Mientras tanto, los niveles de deuda han seguido aumentando y se estima que desde 2007 se han añadido al volumen de la deuda mundial otros 57 billones de dólares.



## Tibia recuperación de los países desarrollados

Hacia mediados de 2014, tras un largo período de gestión de la crisis, los círculos políticos tuvieron la impresión de que la situación se normalizaba. Las tasas de expansión previstas para los próximos años iban subiendo; el crecimiento de la eurozona volvió a marcar signo positivo y el Japón parecía a punto de dejar atrás años de estancamiento económico. Mientras tanto, el desempleo en los Estados Unidos se iba reduciendo y la Reserva Federal ponía fin de forma gradual a la expansión cuantitativa; los precios del petróleo caían y las empresas recobraban la confianza. Con todo, hacia finales de año, habían surgido ya algunas dudas y desde entonces, en todo caso, se han ido obscureciendo más los nubarrones que asomaban por el horizonte.

Tras la crisis de 2008-2009 y el repunte de 2010, la economía mundial ha crecido en torno al 2,5%, menos que la tasa potencial de crecimiento que, de manera conservadora, se estima como referencia en un 3%, y muy por debajo del promedio del 4% registrado en los años anteriores a la crisis. Se prevé que para 2015 dicha tasa se mantenga más o menos sin cambios con respecto al año anterior, en un 2,5%, de resultas de diversos factores: una ligera aceleración del crecimiento de las economías desarrolladas, una desaceleración moderada de las economías en desarrollo y un descenso más acusado de las economías en transición.

Está previsto que los países desarrollados crezcan en torno al 1,9%, en comparación con el 1,6% de 2014, ya que el crecimiento de la eurozona y del Japón está registrando una aceleración moderada, aunque partiendo de tasas muy bajas. Las mejoras recientes se deben a una demanda interna más fuerte como consecuencia del mayor consumo de los hogares y de una política fiscal menos restrictiva. El primer factor es resultado de una reducción de los precios de la energía, los efectos de riqueza causados por las mayores cotizaciones del mercado de valores y el aumento del empleo en varios países, sobre todo en Alemania, los Estados Unidos, el Japón y el Reino Unido. La inflación se ha mantenido bastante por debajo de los objetivos fijados en la mayoría de países desarrollados.

Las políticas monetarias se mantienen expansivas, con unos tipos de interés muy bajos en todas las regiones desarrolladas y nuevos programas de “expansión cuantitativa” en la eurozona y el Japón. Sin embargo, no se ha producido una expansión del crédito, los salarios no aumentan y los bancos muestran signos de debilidad. Ha vuelto la incertidumbre acerca del futuro de Grecia en la eurozona y se sigue hablando de un posible “Grexit”, que representa la amenaza más inmediata para los rendimientos de la deuda soberana de España, Portugal y otros países europeos que están empezando a salir de lo más profundo de la crisis. También se han suscitado algunas dudas acerca de la solidez de la recuperación japonesa. Se estima que los Estados Unidos mantendrán su trayectoria de crecimiento de los años posteriores a la crisis, con una tasa de entre el 2% y el 2,5%, inferior a otras recuperaciones anteriores; no obstante, este nivel permite una creación de empleo constante, aunque no espectacular, pero todavía sin ninguna mejora significativa del crecimiento nominal de los salarios. Además, los balances de los hogares continúan siendo frágiles y la apreciación del dólar afecta a la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB.

## ¿Un estancamiento secular o estacional?

Dejando de lado estas variaciones coyunturales, preocupa mucho más la posibilidad de que los países desarrollados presenten de manera prolongada una pauta de crecimiento lento. El estancamiento secular es una idea antigua que presenta ahora un cariz nuevo. La idea de un posible fin del crecimiento indefinido se planteó por primera vez a finales de los años treinta y estaba asociada a unas tendencias tecnológicas y demográficas desfavorables que tan solo podían contrarrestarse mediante grandes déficits públicos. En la actualidad, la observación de que el crecimiento de muchos países desarrollados se ha mantenido a niveles bastante inferiores a los de antes de la crisis, pese a varios años de política monetaria complaciente, ha dado la sensación de que nos encontramos en una “nueva normalidad”. En el mundo financiarizado de hoy, los

principales estímulos utilizados hacen aumentar la deuda privada y las burbujas de activos. Así pues, quizás los países tengan que elegir entre un crecimiento moderado durante un largo período, por una parte, y la inestabilidad financiera, por otra.

Por el momento no hay consenso acerca de si estamos viviendo o no un estancamiento secular y, en tal caso, cuál es la razón. Algunos observadores sostienen que la disminución del crecimiento se ha debido a una combinación de factores de la oferta: una débil propensión a la inversión, la falta de dinamismo tecnológico y unos cambios demográficos desfavorables. Otros la consideran más bien como el efecto negativo inevitable, prolongado pero en último término reversible, de un superciclo de endeudamiento. En cualquier caso, no se ha reconocido lo suficiente el papel de la caída de la participación de los salarios en la renta, que en los países desarrollados ha disminuido unos diez puntos porcentuales desde los años ochenta, lo que ha limitado considerablemente la demanda de los consumidores que depende de su renta, con los consiguientes efectos negativos sobre la inversión privada. Estos efectos adversos sobre la demanda debidos a un empeoramiento de la distribución funcional de los ingresos se han visto reforzados por una mayor desigualdad en la distribución de los ingresos personales, ya que ha aumentado enormemente la parte de los ingresos totales que va a parar a los hogares más ricos y estos hogares suelen gastar menos y ahorrar más que otras familias. Dichos efectos se han visto también exacerbados por el hecho de recurrir especialmente a políticas monetarias expansivas para hacer frente a la caída de la demanda. Por esto las empresas han utilizado sus beneficios para distribuir dividendos e invertir en activos financieros y no en medios de producción. Así se hacen subir los precios de los activos y se agravan las desigualdades en la distribución de la riqueza, perpetuando el estancamiento de los ingresos de la mayoría de la población.

El debate en curso ha versado principalmente acerca de cuáles serían las reformas estructurales que mejor podrían activar la inversión privada y la dinámica empresarial. Algunas propuestas se centran en medidas que corregirían lo que se percibe como rigideces de los mercados de productos y del trabajo. Otras hacen más hincapié en cómo reducir el volumen de la deuda pública. Pero si bien estas opiniones se expresan con mucha convicción, hay pocos indicios de cómo podría darse realmente el necesario impulso al crecimiento. A nuestro juicio, eso parece depender en gran medida de la interacción favorable de un aumento de la confianza empresarial y de una mejora de la competitividad internacional. Sin embargo, el comercio mundial sigue sin levantar cabeza. Entre 2012 y 2014 el comercio mundial de mercancías aumentó entre un 2% y un 2,5% (tasas muy similares a las de la producción mundial). Estos índices de crecimiento son considerablemente inferiores al promedio mundial del 7,2% registrado antes de la crisis durante el período 2003-2007. En 2014, el comercio mundial de mercancías, a precios corrientes, estuvo casi estancado (aumentando tan solo el 0,3%) debido a la fuerte caída de los precios de los principales productos básicos. Las estimaciones preliminares para 2015 indican un ligero incremento del volumen del comercio de mercancías, cuya tasa de crecimiento sería similar a la de la producción mundial. Pero estas mejores perspectivas comerciales se deben en gran parte a un aumento del comercio entre países desarrollados y probablemente reflejen los crecimientos moderados de sus economías. En cualquier caso, esta mejora no aporta ningún estímulo significativo al crecimiento económico mundial.

De hecho, en la medida en que el estancamiento secular es sobre todo un fenómeno causado por la demanda, los planteamientos que pretenden contener las rentas del trabajo y el gasto público tenderán a empeorar en vez de resolver el problema. Hay otro enfoque que destaca el papel de las políticas de ingresos (por ejemplo, legislación sobre el salario mínimo, fortalecimiento de las instituciones de negociación colectiva y transferencias sociales) y del gasto público para subsanar la debilidad tanto de la demanda como de la oferta. El hecho de que el aumento del gasto público, por ejemplo en infraestructura, haya demostrado tener efectos multiplicadores positivos muy sustanciales para las economías estancadas hace pensar que promover la inversión pública debería ser un instrumento clave para hacer frente al estancamiento secular. Además, una política de ingresos progresiva también hace aumentar la demanda, creando oportunidades para la inversión privada y produciendo otros beneficios más generales: los salarios más elevados reducen la presión financiera sobre los sistemas de pensiones y permiten a los hogares aumentar el consumo sin incrementar la deuda familiar. También hay indicios sustanciales de un efecto positivo en la productividad laboral. De hecho, se sabe que unos mayores niveles de actividad y de empleo fomentan la productividad,

---

creando un círculo virtuoso de expansión de la demanda y de la oferta. De este modo, la expansión fiscal y el crecimiento de los ingresos harían aumentar la producción efectiva y al mismo tiempo acelerarían el crecimiento potencial de la producción, alimentando así una interacción positiva que sirviera de base para un crecimiento sostenido y no inflacionario en el futuro.

### **Repercusiones financieras para las economías en desarrollo y en transición**

Mientras el debate sobre el estancamiento sigue su curso, hasta la fecha la combinación de una política monetaria laxa y de una economía real aletargada ha provocado que el exceso de liquidez de las economías desarrolladas se haya trasladado a las economías emergentes. Este fenómeno ya se observó a raíz del estallido de la burbuja tecnológica, pero se ha intensificado considerablemente desde la crisis de 2008.

Desde el cambio de milenio, las entradas de capital privado en las economías en desarrollo y en transición se han acelerado de manera sustancial. Como parte del ingreso nacional bruto (INB), las entradas netas de capital en dichas economías aumentaron del 2,8% en 2002 al 5% en 2013, tras haber alcanzado dos niveles históricos máximos del 6,6% en 2007 y del 6,2% en 2010. Al mismo tiempo, muchas economías en desarrollo y en transición experimentaron un fuerte crecimiento y una gran mejora de sus cuentas corrientes acumulando, como grupo de países, un considerable volumen de reservas externas.

Los partidarios ortodoxos de la integración financiera se mostraron entusiastas con estas tendencias, subrayando la interacción positiva entre la apertura de las cuentas de capital, los mayores flujos de capitales privados, los marcos normativos sólidos y los aumentos de eficiencia. Sin embargo, los investigadores no han conseguido detectar los vínculos entre estos factores, y la integración de la mayoría de economías en desarrollo y en transición en los mercados financieros mundiales parece haber tenido escasa conexión con sus objetivos de desarrollo a largo plazo. Si bien el capital extranjero puede servir para compensar la falta de ahorro interno y la inversión extranjera directa (IED) puede contribuir a fomentar la capacidad productiva nacional, en particular cuando se invierte en proyectos de nueva planta, parte del problema es que una proporción creciente de los capitales que entran a corto plazo son de carácter especulativo, y exhiben un tipo de volatilidad que recuerda a las entradas de capitales que precedieron a crisis financieras anteriores en los años ochenta y noventa. En consecuencia, unos flujos de capitales internacionales cada vez más cuantiosos e inestables, aunque impulsen el crecimiento a corto plazo, pueden aumentar la vulnerabilidad a las perturbaciones externas, limitando también al mismo tiempo la eficacia de los instrumentos que se utilizan para intentar gestionarlos. Por consiguiente, estos flujos pueden hacer peligrar las condiciones macroeconómicas necesarias para apoyar el aumento de la productividad, la transformación estructural y un desarrollo incluyente a largo plazo.

Después del estallido de la crisis en 2008, las políticas de flexibilización cuantitativa de muchos países desarrollados, junto con la austeridad fiscal adoptada tras un breve interludio expansivo, han seguido esta pauta de generar más liquidez en el sector privado pero con efectos limitados sobre el crecimiento. En este contexto, la promesa de una mayor rentabilidad de las inversiones en las economías en desarrollo y en transición, y la percepción de que los riesgos son ahora menores que antes, las convirtió en una alternativa atractiva para los inversores internacionales.

Como estas entradas de capital tuvieron lugar al mismo tiempo que la mayoría de economías en desarrollo y en transición registraban excedentes o menores déficits por cuenta corriente, no es probable que la financiación de sus necesidades de desarrollo fuera la principal razón de esta enorme afluencia de capital privado. El conjunto de dichas economías, y en particular las de mayor entidad, acumularon considerables reservas en divisas durante este período, lo que indicaba que el volumen de entradas superaba lo que era generalmente compatible con las necesidades del gasto interno y la inversión. No eran solo los países deficitarios los que recibían entradas brutas de capital, sino también los países con grandes excedentes

comerciales, y eso hacía pensar que eran a menudo los movimientos de capitales las principales influencias en la balanza de pagos y que apenas guardaban relación con las actividades de la economía real. Como los rendimientos que pagaban las economías en desarrollo y en transición por sus obligaciones internacionales han sido mayores que los obtenidos de sus activos, estas entradas de capital han tendido a reducir los saldos en la cuenta de ingresos provocando un deterioro de la cuenta corriente. Esto podría inducir a adoptar políticas restrictivas y aumentar la fragilidad financiera de los países deficitarios. Por tanto es importante saber si estas pautas son compatibles con la estabilidad financiera y con una demanda sostenida, tanto a nivel nacional como a nivel mundial.

### **La gestión de los flujos de capitales: nuevas vulnerabilidades, viejos problemas**

En el plano de la política económica, los flujos financieros externos, y en particular el exceso de capital especulativo a corto plazo, pueden alterar los precios e influir en la política económica de tal manera que pongan en peligro el potencial de crecimiento y desarrollo sostenible. Las grandes entradas de capital pueden presionar a favor de la apreciación de la moneda. Estos efectos se ven exacerbados por el compromiso generalizado de mantener tasas de inflación extremadamente bajas, como si fueran un fin en sí mismas. La coyuntura macroeconómica resultante, caracterizada por tipos de interés elevados e inestables, y por la apreciación de la moneda, corre el riesgo de desalentar tanto el aumento de la demanda agregada como los tipos de inversión que potencian la capacidad productiva. La posibilidad de valerse de la política fiscal puede verse asimismo limitada por la voluntad de mantener una política pública favorable al mundo de las finanzas, que obliga a ser muy prudentes tanto en el gasto como en los ingresos. Una menor actividad estatal reduce directamente la renta nacional al limitar el gasto público; indirectamente también disminuye la capacidad productiva al restringir los tipos de inversión pública en capital físico y humano que sostienen la inversión privada y el crecimiento de la productividad. En algunos casos, sobre todo en América Latina y el África Subsahariana, estos efectos en los precios y las políticas económicas han venido a reforzar la tendencia hacia una desindustrialización prematura y la expansión del empleo informal.

Desde los años ochenta, la mayoría de las crisis financieras en las economías en desarrollo y en transición han estado precedidas de un gran volumen de entradas de capital. El consiguiente aumento de la fragilidad financiera, que se refleja sobre todo en una deuda privada excesiva, a menudo culmina en una crisis que provoca sustanciales efectos reales negativos y un descontrol de la deuda pública. Aunque la prodigalidad fiscal es una acusación que se repite a menudo en muchas explicaciones de las crisis financieras, lo que hace que la deuda pública se dispare suele ser el menor crecimiento resultante de la crisis y la operación de limpieza del descalabro privado y todos los costos que conlleva (por ejemplo, la nacionalización de la deuda privada, la recapitalización de los bancos y la repercusión de la devaluación de la moneda en el valor de las obligaciones en divisas). Estos ciclos de fuerte expansión y contracción se han visto muy influenciados por circunstancias externas a las economías que los experimentan, por ejemplo cambios en los precios mundiales de los productos básicos o en los tipos de interés de los Estados Unidos, o por el contagio de crisis ocurridas en otros lugares.

En este contexto, las debilidades macroeconómicas y estructurales se ven exacerbadas por un sistema financiero mundial caracterizado por un exceso de liquidez y por la insuficiencia de regulación macroprudencial, lo que provoca una situación de optimismo, excesivo riesgo privado y sobreendeudamiento.

En vista de estas vulnerabilidades sistémicas, las economías en desarrollo y en transición, en particular los países propensos a recibir excesivos flujos de capitales a corto plazo, pueden considerar varias respuestas posibles, no solo para una mejor gestión del volumen y la composición de los flujos de capitales privados y de sus efectos macroeconómicos, sino también para el fortalecimiento de los vínculos entre las políticas fiscales y monetarias y los objetivos de desarrollo. En vez de basarse únicamente en los tipos de interés y en unos objetivos de inflación muy bajos para gestionar las entradas de capital y la balanza de pagos, lo que se requiere es una buena gestión combinada de la cuenta de capital y del tipo de cambio que mantenga el

acceso a la financiación externa productiva, incluida la financiación del comercio y una IED que fomente la capacidad productiva local, mientras se estimula al mismo tiempo la inversión interna. Además, los bancos centrales pueden y deben hacer algo más que mantener la estabilidad de los precios o unos tipos de cambio competitivos para apoyar el desarrollo. Por ejemplo, pueden utilizar las políticas de asignación de crédito y de fijación de tipos de interés para facilitar la modernización de la industria y prestar un apoyo fundamental a los bancos de desarrollo y a la política fiscal, como han hecho los bancos centrales de muchos países de reciente industrialización. Sin embargo, como puede verse por los retos que deben afrontar los países desarrollados para salir de la reciente crisis, la política monetaria por sí sola no es suficiente; son también imprescindibles políticas fiscales e industriales proactivas que generen las estructuras y condiciones propicias para el incremento de la productividad nacional y la expansión de la demanda agregada.

Sin embargo, habida cuenta del enorme volumen de los flujos de capitales mundiales, la gestión macroeconómica a nivel nacional debe complementarse con medidas globales que pongan freno a la proliferación de flujos financieros especulativos y ofrezcan más mecanismos sustanciales de apoyo al crédito, por ejemplo estableciendo fondos de reserva comunes a nivel regional.

## Desaceleración y diversidad en el mundo en desarrollo

Los nuevos puntos débiles asociados a la financiarización desaparecieron de la pantalla de radar de la política económica en el cambio de milenio, cuando las economías en desarrollo y en transición iniciaron un período de fuerte crecimiento que parecía desvincularlas de las tendencias económicas de los países desarrollados. En respuesta al impacto inicial de la crisis de 2008-2009, muchas de ellas aplicaron políticas anticíclicas más ambiciosas, por ejemplo aumentando el gasto fiscal y adoptando medidas de apoyo a los ingresos que se mantuvieron lo suficiente para propiciar un continuo aumento del gasto de los hogares y, por extensión, de la inversión privada. Algunos de esos países están ahora desactivando o incluso revirtiendo dichos estímulos al tener que hacer frente a las salidas de capitales o al descenso de los precios de las exportaciones. En cambio, los importadores de petróleo tienen mayor margen de maniobra gracias a la reciente mejora de su relación de intercambio.

El conjunto de los países en desarrollo continuará su expansión a un ritmo de más del 4% anual, debido, en particular, a la resiliencia de la mayoría de los países de Asia. Sin embargo, otras regiones experimentan una notable desaceleración a causa del descenso de los precios de los productos básicos y de las salidas de capitales, que han inducido a algunos países a adoptar políticas macroeconómicas más estrictas. Los países de América Latina, el Asia Occidental y las economías en transición figuran entre los más afectados, mientras que las diversas subregiones de África presentan un panorama desigual.

En 2014, la mayoría de las cifras del comercio empeoraron con respecto a años anteriores. En particular, las exportaciones reales de África registraron una contracción a causa de las menores exportaciones de petróleo de las economías del Norte de África y del África Subsahariana. El comercio exterior de América Latina y el Caribe disminuyó en volumen (y aún más en valor), en parte porque el estancamiento económico regional influyó negativamente en el comercio intrarregional. El comercio del Asia Oriental siguió aumentando en volumen, pero a unas tasas muy bajas para lo que es habitual en la región (menos del 4% en 2014). En gran medida, esto obedece a la ralentización del comercio internacional de China, donde la tasa de crecimiento de las exportaciones reales pasó a ser menor que la del PIB, mientras las importaciones reales sufrían una desaceleración aún más acusada. Estas tendencias pueden reflejar un cambio estructural en la economía china, por el que la demanda interna sustituiría a las exportaciones como motor del crecimiento y las importaciones servirían más para uso final dentro del país que como insumos para las industrias exportadoras.

Los mercados de los productos básicos vivieron tiempos especialmente turbulentos en 2014 y el primer semestre de 2015. La mayoría de los precios de esos productos bajaron de manera significativa durante 2014, continuando la tendencia descendente iniciada tras los niveles máximos registrados en 2011-2012,



con una reducción especialmente notable de los precios del crudo. El descenso de los precios se aceleró en comparación con 2013, en especial para el grupo de productos cuya demanda está más estrechamente vinculada a la actividad económica mundial, como los minerales, las menas y metales, las materias primas agrícolas y el petróleo. Los parámetros fundamentales del mercado parecen ser el motivo principal de las variaciones de los precios de los productos básicos, aunque la financiarización de los mercados de esos productos sigue teniendo su importancia, ya que los inversores financieros redujeron sus posiciones en productos básicos al invertirse la tendencia alcista de los precios y los beneficios. Los fondos especulativos parecen haber sido especialmente activos en los mercados del petróleo, donde su intervención amplificó los movimientos de los precios. Además, la fuerte revalorización del dólar durante el último año ha sido un factor importante en el descenso de los precios de los productos básicos.

El hundimiento de los precios del petróleo se debió principalmente a la mayor producción mundial, en especial del petróleo de esquisto en los Estados Unidos, y al abandono por parte de la OPEP de su política de precios indicativos, presumiblemente para defender su cuota de mercado compitiendo a la baja con los productores de mayor costo a fin de expulsarlos del mercado. La demanda mundial de petróleo siguió en aumento en 2014, pero sus menores tasas de crecimiento no pudieron absorber la mayor oferta. El consiguiente descenso de los precios del petróleo ha repercutido en los precios de otros productos básicos por diferentes vías. Los menores precios del petróleo ofrecen incentivos para aumentar la obtención de otros productos gracias a la reducción de algunos costos de producción. También pueden frenar la demanda de productos agrícolas utilizados en los biocombustibles y reducir los precios de los sucedáneos sintéticos de materias primas agrícolas. De este modo se ejerció una presión a la baja sobre los precios de productos básicos tales como el algodón y el caucho natural. Con todo, la evolución de los precios en los mercados agrícolas estuvo determinada mayormente por su propia oferta, que se vio afectada sobre todo por las condiciones meteorológicas. El descenso de los precios de la mayor parte de minerales, menas y metales se debió también principalmente a la oferta más abundante, ya que las inversiones del último decenio maduraron en respuesta a la demanda, que, aunque seguía creciendo, había perdido fuelle.

Las perspectivas de los precios de los productos básicos son inciertas. La baja de esos precios causada por un exceso de oferta está provocando ya algunos ajustes a la baja de las capacidades de inversión y producción, mientras que la demanda futura parece depender del ritmo y las pautas de la recuperación de las economías desarrolladas y de las perspectivas de crecimiento de las principales economías emergentes. Con todo, las tendencias recientes nos recuerdan los desafíos que siguen afrontando muchos países en desarrollo que dependen de los productos básicos y lo crucial que es para ellos aprovechar debidamente las rentas generadas por sus recursos para introducir una mayor diversificación y unas políticas industriales orientadas al cambio estructural y al crecimiento sostenido.

Las economías en transición figuran entre las regiones más afectadas por los bajos precios de los productos básicos y las salidas de capitales y se prevé que su PIB va a disminuir en 2015. En la Federación de Rusia y Ucrania, las restricciones a la balanza de pagos se vieron agravadas por los conflictos políticos. La profunda depreciación de la moneda y la inflación frenaron la demanda interna y empeoraron la recesión económica. Esto, a su vez, afectó a los países vecinos para los que la Federación de Rusia es un mercado importante y una fuente de remesas de sus trabajadores. Actualmente Ucrania está intentando controlar una peligrosa combinación de descenso de los ingresos, hundimiento de la moneda y un nivel de deuda insostenible, afrontando la posibilidad real de una suspensión de pagos.

La desaceleración de la región de América Latina y el Caribe, que empezó en 2011, es probable que prosiga en 2015. En particular, América del Sur y México se han visto afectados por las pérdidas en su relación de intercambio y por la volatilidad de los flujos de capitales. Una coyuntura externa más dura y las dificultades para aplicar políticas anticíclicas, como una expansión del crédito, han mermado su capacidad para aplicar políticas de apoyo; algunos países han adoptado incluso políticas contractivas. En cambio, es probable que la mayoría de los países de América Central y el Caribe tengan unas tasas de crecimiento muy

superiores a la media regional. Estos países se han beneficiado de la reducción de los precios del petróleo y no han sido tan vulnerables a las salidas de capitales especulativos.

La región de África muestra tendencias divergentes. Los conflictos armados influyen negativamente en la renta nacional de países del África Central y de otras zonas, como Libia, y es probable que el África Occidental siga padeciendo los efectos del reciente brote de ébola. El crecimiento se mantiene sólido en los países del África Oriental, cuya relación de intercambio ha mejorado. Seguirá siendo moderado en Sudáfrica, mientras que algunas economías grandes y medianas del África Subsahariana, como Angola y Nigeria, se ven afectadas por el descenso de los precios de los productos básicos, sobre todo del petróleo.

Como en años anteriores, Asia ha sido una vez más la región más dinámica. El Asia Oriental, Meridional y Sudoriental sigue experimentando un crecimiento relativamente sólido que, para las tres subregiones, se calcula entre un 5,5% y un 6% en 2015. Este crecimiento se ve impulsado esencialmente por la demanda interna, y también por una creciente contribución del consumo, tanto público como privado. Por ello, incluso si las tasas de inversión se mantienen muy elevadas en comparación con otras regiones (y es probable que sigan así, sobre todo habida cuenta de las necesidades de desarrollo de la infraestructura), la mayoría de los países asiáticos, en especial China, parecen estar reequilibrando la estructura de la demanda para hacerla más sostenible a largo plazo.

El estallido de la burbuja bursátil en China ha agudizado la incertidumbre económica, porque podría afectar a la demanda interna. Sin embargo, el crecimiento del consumo privado se basa esencialmente en la expansión de las rentas más que en el crédito, lo que es un factor importante para la sostenibilidad del crecimiento. Además, parece que unas políticas fiscales y monetarias expansivas van a compensar estas repercusiones financieras negativas. Mientras tanto, el descenso de los precios del petróleo ha permitido mejorar los déficits por cuenta corriente de varios países, como la India y el Pakistán, cuyas economías probablemente mantendrán o aumentarán ligeramente sus tasas de crecimiento. En el Asia Occidental, Turquía también se ha beneficiado de este hecho, aunque la mayoría de las economías exportadoras de petróleo de la subregión han padecido un deterioro de la relación de intercambio. Además, los conflictos militares han reducido las perspectivas de crecimiento en parte de la subregión.

La rápida recuperación de la crisis financiera mundial por parte de las economías en desarrollo parecía confirmar que estaban escapando de la atracción gravitacional de los países desarrollados y habían establecido su propia órbita económica independiente. Pero ahora esta tesis de la desvinculación no parece tan convincente, puesto que existen algunos indicios preocupantes que ya son noticia en todo el mundo en desarrollo: algunas monedas han sufrido una fuerte depreciación, los mercados de valores se tambalean, y en algunos casos se hunden, algunas grandes economías emergentes se encuentran en recesión y en varios países los déficits se están ampliando y los niveles de deuda son cada vez más elevados.

Estas son las difíciles condiciones en las que las instituciones financieras multilaterales deben cumplir sus mandatos: marcar un rumbo estable para la economía mundial y apagar rápidamente cualquier brote de incendio financiero que pueda dar lugar a una conflagración más extensa y destructiva. Pero una cosa que ha quedado clara desde el estallido de la crisis financiera mundial es que la arquitectura financiera internacional carece del equipo extintor necesario para controlar incendios más devastadores. Además, el actual sistema monetario internacional ha adquirido sus propias tendencias pirómanas, al promover intervenciones que con frecuencia han exacerbado las recesiones en curso, en vez de paliarlas, y al hacer recaer demasiado la pesada carga del ajuste en los deudores y los países deficitarios.

## La contradicción de la liquidez: excesiva e insuficiente

El colapso del sistema monetario internacional de posguerra a principios de los años setenta y la política de puertas abiertas para los grandes flujos de capitales internacionales privados han significado que el

suministro de liquidez a escala mundial ya no procede únicamente de fuentes “oficiales”, como las reservas de divisas acumuladas, las líneas de crédito recíproco entre bancos centrales y las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG), o los acuerdos de préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI); puede complementarse, y se ha complementado cada vez más, con la “liquidez privada” resultante de operaciones transfronterizas de instituciones financieras, como bancos, y no financieras, como empresas que facilitan créditos internacionales y/o préstamos en moneda extranjera. Esto en la práctica ha supuesto la fusión de los sistemas monetario y financiero internacionales.

El enorme aumento de la liquidez mundial de origen privado ha eliminado una posible restricción al crecimiento, pero ha contribuido también al carácter procíclico e inestable del sistema monetario internacional. La respuesta de muchos países en desarrollo ha consistido en acumular liquidez oficial en forma de reservas de divisas como medio de autoasegurarse. Estas reservas constituyen un seguro en el caso de una eventual falta de liquidez debida a una repentina sequía o reversión de los flujos de capitales. También son un subproducto de la intervención en los mercados de divisas con el fin de evitar la apreciación de la moneda de resultados de entradas de capital que no guardan relación con la financiación de las importaciones. Esto ofrece la ventaja adicional de no tener que recurrir a la asistencia del FMI en situaciones de crisis ni tener que aceptar las condiciones que suelen acompañar sus préstamos.

El volumen total de las reservas en divisas ha aumentado apreciablemente desde el comienzo del milenio y en su mayor parte corresponde a los países en desarrollo. Si bien algunas de esas reservas se han generado mediante superávits por cuenta corriente, otras son el resultado de préstamos contraídos en los mercados de capitales internacionales. Estas reservas se han considerado a veces “excesivas” según los parámetros convencionales, como los niveles necesarios para contrarrestar fluctuaciones en los ingresos de exportación o para refinanciar deuda externa a corto plazo (hasta un año). Sin embargo, la apertura del sistema financiero, la estabilidad deseada de los tipos de cambio y la magnitud del sistema bancario nacional son otras consideraciones que deben tenerse en cuenta al determinar cuál ha de ser el nivel de las reservas. La acumulación de reservas sustanciales entraña una transferencia de recursos a los países de las monedas de reserva, ya que tales reservas suelen consistir en activos “seguros” pero de bajo rendimiento de estos países. Este es uno de los factores por los que el sistema monetario internacional es muy poco equitativo.

Esta combinación de inadecuación y falta de equidad apunta a la necesidad de disponer de formas globalmente más diversificadas y eficientes de suministro de liquidez en moneda extranjera, sobre todo en situaciones de crisis, a fin de reducir, y a la postre sustituir, las grandes reservas en divisas que se mantienen por precaución. Idealmente, la adopción de nuevas disposiciones multilaterales sería la mejor manera de corregir los puntos débiles y la falta de equidad del sistema. Para avanzar hacia un sistema monetario internacional más diversificado habría que sustituir el actual patrón dólar por un sistema múltiple que abarcara toda una serie de monedas internacionales, como el dólar, el euro, el renminbi y posiblemente otras monedas. Otra opción sería aumentar las asignaciones en DEG.

Cualquiera de estas soluciones contribuiría a reducir el costo de tomar prestadas reservas de divisas y corregiría la tendencia del sistema actual a favorecer al país de la moneda de reserva. Más aún, un sistema basado en DEG desvincularía el suministro de liquidez internacional oficial de cualquier emisor nacional. Y la creación de una alternativa real a las monedas nacionales como activos de reserva haría que los poseedores de grandes reservas de divisas no tuvieran que preocuparse tanto por mantener el poder adquisitivo de sus reservas. Asimismo, como los DEG se basan en una cesta de monedas, una mayor diversificación en sustitución de los activos denominados en dólares provocaría fluctuaciones de los tipos de cambio mucho menores que un sistema de múltiples monedas, minimizando así los riesgos para la estabilidad financiera mundial. Esto comportaría varias ventajas, especialmente un suministro más elástico de liquidez y una mayor disciplina de los países emisores de monedas de reserva, que les impediría abusar del “privilegio exorbitante” de emitir una moneda de reserva para defender sus intereses estrictamente nacionales a expensas de los intereses mundiales más generales.



## Posibles medidas para la reforma del sistema monetario internacional

El objetivo a largo plazo de todo programa general de reforma debería ser la adopción de unas disposiciones multilaterales eficaces. Sin embargo, esto entraña cambios institucionales de gran alcance, que van desde un nuevo acuerdo sobre las normas para la gestión multilateral de los tipos de cambio hasta la creación de un banco central mundial e incluso de una nueva moneda global. Aun con una agenda menos ambiciosa, para que estos cambios funcionaran efectivamente haría falta una amplia coordinación de las políticas macroeconómicas. Además, habría que aumentar los recursos del FMI y reformar su gobernanza para satisfacer mejor las necesidades de los países en desarrollo, y para reforzar la capacidad del Fondo de supervisar las acciones de los países de importancia sistémica. Incluso estas modificaciones parecen imposibles de conseguir en un futuro inmediato, por diversas razones económicas y políticas.

Esto significa que, pese a todas sus deficiencias, es probable que en un futuro previsible el sistema monetario internacional mantenga el patrón dólar. El problema radica pues en cómo reformar un sistema basado en las monedas nacionales, la fluctuación generalizada y unos flujos considerables de capital internacional privado de manera que se pueda lograr un nivel razonable de estabilidad macroeconómica y financiera mundial. Para ello habrá que atenuar el papel de los flujos de capital internacional privado como fuente de liquidez internacional y conseguir que mecanismos institucionales faciliten efectivamente suficiente liquidez internacional oficial, reduciendo de este modo la necesidad de acumular reservas de divisas en gran escala como medio de autoasegurarse, así como lograr que los países excedentarios asuman parte de la carga del ajuste.

La comunidad internacional ha afrontado este desafío, por ejemplo, mediante un mayor uso de acuerdos de permuta de divisas entre los bancos centrales para hacer frente a problemas urgentes de liquidez, y convertir *de facto* a la Reserva Federal de los Estados Unidos en el prestamista internacional de última instancia. Para ello se ha partido de tres premisas principales: primero, los bancos centrales pueden actuar con rapidez; segundo, su capacidad de crear dinero es prácticamente ilimitada; y tercero, los acuerdos de permuta con el banco central que emite la moneda en que falta liquidez no tienen repercusiones negativas en los tipos de cambio. Las permutas financieras acordadas por los bancos centrales de países desarrollados atienden principalmente a las necesidades de esos países y pueden estar motivadas por una determinada conveniencia o tendencia política. Recientemente, el Banco Popular de China ha establecido acuerdos de permuta de divisas con una gran diversidad de otros bancos centrales, en su mayor parte de países en desarrollo.

Las dificultades para diseñar y aplicar las diversas propuestas de reforma han reforzado la impresión de que autoasegurarse manteniendo grandes reservas en divisas es el único instrumento de que disponen los países en desarrollo para fomentar la estabilidad de los tipos de cambio y disponer de manera previsible y sistemática de financiación de emergencia. Sin embargo, mantener el *statu quo* plantea graves riesgos, en particular cuando las reservas en divisas se acumulan contrayendo préstamos en los mercados de crédito internacionales o recibiendo entradas de capital de cartera. Una posible solución es intentar conseguir superávits por cuenta corriente. Sin embargo, esta opción no está al alcance de todos los países y, en la medida en que requiere una devaluación, corre el grave riesgo de desencadenar una guerra de divisas o poner en peligro la sostenibilidad de la deuda. Además, la mayor tendencia a la contracción del sistema monetario internacional debida a los numerosos intentos de acumular reservas en divisas tendría el efecto de frenar aún más una demanda mundial y una recuperación económica ya débiles de por sí.

La opción preferida para los países en desarrollo podría basarse preventivamente en una serie de iniciativas regionales e interregionales que tuvieran como objetivo fomentar la estabilidad macroeconómica y financiera regional, reducir la necesidad de acumular divisas y reforzar la resiliencia y la capacidad de afrontar crisis de la balanza de pagos. Si bien los acuerdos regionales pueden haber padecido algunas deficiencias institucionales, el mayor problema es probablemente su limitado alcance, especialmente cuando todos sus miembros reciben simultáneamente impactos externos. Para resolver el problema del alcance serían

especialmente útiles los acuerdos de permuta interregionales. Otra posibilidad sería la creación de un fondo común con un incremento periódico del capital desembolsado, que podría ser utilizado por una cámara de compensación regional o un fondo de reserva para aumentar su capacidad de suministro de liquidez tomando préstamos por cuenta propia. Este podría ser también un instrumento eficaz para prevenir el contagio dentro de la región en caso de perturbaciones externas de intensidad o duración variable. Además, en una comunidad internacional heterogénea, las iniciativas regionales enérgicas podrían combinarse con otras instituciones mundiales, regionales y nacionales para crear un mejor sistema de gobernanza que los acuerdos basados exclusivamente en las instituciones financieras mundiales. Esta combinación de iniciativas a varios niveles podría ofrecer, al menos en parte, una alternativa a la acumulación de reservas y ayudar a corregir el sesgo contractivo del sistema monetario internacional, sirviendo así de trampolín para una reforma más amplia en el futuro.

### **La regulación financiera internacional: un proceso en marcha**

La crisis confirmó la desconexión creciente entre la economía real y la economía financiera; el capital especulativo se impuso al capital empresarial y los ahorros de los hogares quedaron sin protección. La atención se ha centrado en especial, y no sin razón, en los bancos, ya que su presencia internacional los convirtió en demasiado grandes para quebrar antes de la crisis y en demasiado grandes para ser rescatados después de que esta estallara. Se necesita una supervisión más estricta de las instituciones financieras de importancia sistémica, junto con un mayor grado de gestión de las cuentas de capital. Hasta la fecha, el FMI se ha mostrado reacio a asumir esta tarea, aun cuando ahora se acepta que la vigilancia de las consecuencias negativas forma parte de su trabajo.

El programa de reforma internacional, bajo la dirección del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), ha seguido varias iniciativas de regulación y supervisión, entre ellas los acuerdos revisados de Basilea III y disposiciones específicas para los “bancos de importancia sistémica mundial”. Aunque se presentan como un gran salto adelante, es improbable que estas reformas aumenten de manera significativa la resiliencia de los bancos. Si bien Basilea III exige que los bancos mantengan mayores coeficientes de capital mínimo en comparación con Basilea II, su metodología de ponderación del riesgo permite a los bancos mantener coeficientes de apalancamiento muy elevados, y al mismo tiempo los disuade de conceder crédito a las pequeñas y medianas empresas (pymes) y a las empresas emergentes y los innovadores. Más lamentable es quizás que la reglamentación prudencial todavía permite utilizar las propias evaluaciones de los bancos o los análisis de las agencias de calificación crediticia para calcular sus activos ponderados en función del riesgo y por consiguiente el capital que necesitan para hacer frente a pérdidas imprevistas.

Una cuestión que preocupa especialmente a los países en desarrollo que han adoptado de manera voluntaria las reglas de Basilea es que sus directrices para calcular el riesgo crediticio pueden hacer aumentar las necesidades de capital para financiar a las pymes y para invertir en proyectos a largo plazo. Además, los responsables políticos de los países en desarrollo deberían tener presente que la normativa de Basilea no se concibió para atender a sus necesidades particulares; su objetivo es armonizar las regulaciones nacionales y evitar el arbitraje regulador entre países que acogen instituciones financieras grandes, complejas y activas en el plano internacional.

Paralelamente a la adopción de estas reformas reguladoras a nivel internacional, varios países desarrollados redactaron nuevas leyes nacionales para hacer frente a los riesgos sistémicos de sus instituciones financieras. Las leyes más ambiciosas incluyen disposiciones para delimitar o separar las actividades comerciales de las actividades inversoras a fin de aislar, y de este modo proteger, los depósitos de los clientes de las actividades bancarias de riesgo y limitar la probabilidad de una corrida bancaria en caso de insolvencia. Sin embargo, aunque estas iniciativas intentan reforzar puntos débiles cruciales del sistema bancario, han encontrado una fuerte resistencia de los grupos de presión del sector bancario, que han intentado (con cierto éxito) aplazar y suavizar su aplicación.

## Cuestiones pendientes: banca paralela y agencias de calificación crediticia

Al concentrar las medidas en la banca tradicional no se ha prestado suficiente atención a los riesgos que entraña la expansión de un sector bancario paralelo, actividad que ha ido apareciendo a lo largo de varios decenios de liberalización y desregulación del sistema financiero. Formas innovadoras de intermediación en los mercados para el suministro de crédito y una nueva generación de gestores de activos (como los fondos especulativos) y agentes de bolsa (que a menudo trabajan en conglomerados financieros) han llevado el apalancamiento del sistema financiero a niveles sin precedentes, con consecuencias peligrosas para la estabilidad financiera. Uno de los motivos de preocupación es la calidad de los productos financieros que se han creado y comercializado. Medir la toxicidad es difícil, pero es una necesidad evidente, y las agencias de calificación crediticia han demostrado no estar a la altura de las circunstancias. Otro motivo de preocupación es que la banca paralela puede amplificar los ciclos financieros facilitando el apalancamiento cuando los precios de los activos están boyantes y provocando un rápido y profundo desapalancamiento cuando se pierde la confianza.

A pesar de la crisis, la banca paralela sigue siendo una actividad muy importante y va en aumento, también en varios países en desarrollo. En dichos países, por lo general no funciona mediante largas, complejas y opacas cadenas de intermediación; con todo, puede crear riesgos sistémicos, tanto de manera directa, a medida que aumenta su importancia en el sistema financiero general, como indirecta, a través de sus interconexiones con el sistema bancario regulado. En realidad, el hecho de que las reformas se centren en el sector financiero regulado podría provocar incluso un desplazamiento de las actividades bancarias hacia el sistema paralelo.

En un mundo de endeudamiento creciente, las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel central en la gobernanza del sistema financiero. Unas cuantas empresas (las “Tres Grandes”) que dominan este negocio exhiben un historial de resultados bastante pobres. Se las ha acusado de conflictos de intereses y de defraudar a los inversores al asignar evaluaciones excesivamente favorables a algunos instrumentos financieros (a menudo en beneficio de los clientes que les pagan), entre ellos algunos valores hipotecarios de extremo riesgo. También influyen enormemente en la opinión que se forman los inversores de la solvencia de los emisores de deuda soberana. La crisis de 2008 reveló de qué manera las calificaciones generalmente se basan en opiniones preconcebidas y no en los datos macroeconómicos fundamentales, lo que puede tener efectos perjudiciales en las estrategias de desarrollo al hacer aumentar de forma injustificada los costos del endeudamiento de algunos gobiernos que han recibido una calificación peor. Ahora se reconoce que el uso generalizado de esas calificaciones constituye una amenaza para la estabilidad financiera y una causa de riesgos sistémicos. De hecho, siguiendo las indicaciones del CEF, se pide a los países que no confíen tanto de manera automática en las agencias de calificación crediticia. Con todo, las evaluaciones de esas agencias siguen teniendo una fuerte repercusión en la asignación de activos y en los tipos de interés que los prestatarios deben pagar para conseguir financiación. Sus calificaciones son ampliamente utilizadas por los bancos para su regulación prudencial, ya que las normas de Basilea II y III les permiten ponderar los riesgos para determinar las necesidades de capital basándose en las evaluaciones de las agencias. Las calificaciones crediticias también se utilizan en operaciones llevadas a cabo en el mercado abierto por los bancos centrales y sirven de orientación para las estrategias de los fondos de inversión.

El desafío de hacer frente a la inestabilidad financiera a nivel internacional también tiene implicaciones para muchos países en desarrollo con una presencia comercial cada vez mayor de bancos de propiedad extranjera. Estos bancos pueden tener una importancia sistémica para el país anfitrión, aunque sus actividades representen tan solo una pequeña parte de sus negocios mundiales. Esto crea problemas de regulación para los supervisores del país, en especial cuando el país de origen y el país anfitrión no coordinan la supervisión de las actividades de los bancos transnacionales. Asimismo, si bien estos bancos pueden facilitar el acceso a capital extranjero, por el mismo motivo pueden provocar también fuertes oscilaciones en los flujos de capitales y contribuir a la aparición de distintos tipos de riesgos, como las burbujas de activos. Este problema exige una regulación específica.

## Hacia una agenda más audaz

Las reformas reguladoras posteriores a la crisis han tendido más a preservar que a transformar el sistema financiero. Se necesita una agenda de reformas más ambiciosa si se quiere que las finanzas sean menos frágiles y atiendan mejor a las necesidades de la economía real y de la sociedad. Las iniciativas en curso no serán suficientes para reforzar la regulación prudencial elevando las exigencias de capital y de liquidez; también será preciso introducir reformas estructurales que se centren tanto en la estabilidad financiera como en los objetivos sociales y de desarrollo.

Estas reformas deberían incluir una delimitación de las actividades financieras que establezca una separación estricta entre la banca minorista y la banca de inversión, sobre todo a nivel internacional, y una regulación de las actividades que actualmente lleva a cabo el sistema bancario paralelo. Sin embargo, esta delimitación por sí sola no garantizará que el sistema financiero asigne recursos suficientes para alcanzar los objetivos generales de desarrollo. Como los riesgos que entraña la financiación del desarrollo superan los límites que los bancos comerciales están dispuestos a aceptar, el Estado debería tomar diversas medidas para contribuir a configurar un sistema más diversificado, tanto en sus instituciones como en sus funciones.

La calificación crediticia sigue siendo esencial para un sector financiero sano. Sin embargo, la actuación de las agencias existentes ha sido muy deficiente, sobre todo a la hora de prever graves crisis. Tras el reconocimiento general de que la concentración del sector en las tres mayores agencias de calificación internacionales ha creado una situación de falta de competencia, se requieren cambios sustanciales para eliminar los conflictos de intereses, por ejemplo cambiando el modelo empresarial de manera que pague el suscriptor en vez del emisor. Pero este nuevo modelo requeriría algún tipo de intervención del sector público para evitar que se beneficiaran quienes no aportan nada. Otras medidas más radicales consistirían en eliminar por completo el uso de las calificaciones a efectos reguladores, o en transformar las agencias de calificación en entidades públicas, ya que prestan un servicio público. Asimismo, los bancos podrían pagar honorarios a una entidad pública que decidiera quiénes deben calificar los valores. Otra posibilidad sería que los bancos volvieran a asumir lo que tradicionalmente ha sido una de sus tareas más importantes: evaluar la solvencia crediticia de sus posibles prestatarios y la viabilidad económica de los proyectos que van a financiar.

La regulación ya no debería ser un obstáculo para la financiación de inversiones a largo plazo o de innovaciones y pymes simplemente por el hecho de que parecen presentar más riesgos desde un punto de vista estrictamente prudencial. De hecho, con una regulación efectiva, estos préstamos estimularían el crecimiento y en realidad mejorarían la calidad general de los activos en poder de los bancos.

## El problema recurrente de las crisis de la deuda externa

De Accra a Kiev y de Atenas a San Juan, las dificultades de la deuda externa han sido noticia durante los últimos meses. La deuda externa no es sí misma un problema; de hecho, los instrumentos de deuda son un componente importante de toda estrategia financiera y, en la medida en que se utilizan para ampliar la capacidad productiva, contribuyen a elevar las rentas y los ingresos de exportación que se necesitan para el servicio de dicha deuda. Sin embargo, cuando la deuda externa es primordialmente el resultado de grandes aumentos de las entradas de capital privado que por lo general no guardan relación con la financiación del comercio y la inversión en la economía real, puede dar origen a burbujas de activos, sobrevaloración de monedas, importaciones innecesarias e inestabilidad macroeconómica. En tales circunstancias, las obligaciones del deudor pueden rebasar rápidamente su capacidad de generar los recursos necesarios para el servicio de su deuda.

Aproximadamente durante el último decenio, la situación de la deuda externa de la mayoría de países en desarrollo mejoró debido a la combinación de un fuerte crecimiento económico, unos tipos de interés favorables y medidas internacionales de alivio de la deuda. Como porcentaje del INB, el volumen de la

---

deuda externa disminuyó claramente con respecto a los niveles máximos alcanzados en los años noventa, en la mayoría de las regiones por debajo del 30%. De manera análoga, los pagos por los intereses de esta deuda representaron entre un 1% y un 6% de las exportaciones en 2013, en comparación con el 15% (por término medio) en los años ochenta y noventa. La composición de la deuda también cambió, pasando predominantemente de préstamos bancarios sindicados a la financiación mediante la emisión de bonos, y algunos países, en particular del África Subsahariana, participaron hace poco por primera vez en los mercados internacionales de bonos. Mientras tanto, un número cada vez mayor de países en desarrollo emergentes han podido atraer a compradores extranjeros de deuda denominada en moneda local.

Sin embargo, es prematuro considerar estas tendencias como garantía de un futuro económico sólido. Los niveles mundiales de deuda han aumentado de nuevo desde 2011, sobre todo a causa de los empréstitos contraídos por el sector público de algunas economías desarrolladas, pero también por los fuertes aumentos del endeudamiento del sector público de países en desarrollo de bajos ingresos, así como por los préstamos contraídos predominantemente por el sector privado de algunas economías en desarrollo emergentes. Los gestores de activos extranjeros pueden deshacer rápidamente posiciones enteras de deuda interna de un país y salir del mercado por razones que poco tienen que ver con los parámetros económicos fundamentales, provocando graves repercusiones en los tipos de interés internos y los tipos de cambio de ese país. Por consiguiente, varias economías en desarrollo y en transición podrían encontrar en breve cada vez más dificultades para el servicio de la deuda, por cuanto es probable que los tipos de interés históricamente bajos de los Estados Unidos vayan aumentando de forma gradual en los próximos años, mientras que las oportunidades para exportar a los países desarrollados siguen siendo modestas y los precios de los productos básicos están estancados o siguen cayendo. Existe el peligro de que el rápido aumento de la deuda externa privada repita la misma pauta que se dio antes de la crisis latinoamericana de los años ochenta y de la crisis asiática de los noventa, y que pasivos privados acaben en los balances del sector público. Si bien los niveles bastante más altos de ingresos en divisas de estos países podrían aplazar el estallido de las crisis, y mitigar sus repercusiones cuando se produzcan, en cualquier caso los actuales niveles elevados de la deuda hacen a esos países muy vulnerables en caso de que desaparezcan de repente las posibilidades de conseguir crédito exterior.

En realidad, es probable que los graves problemas de la deuda reflejen un comportamiento irresponsable tanto de los acreedores como de los deudores. Sin embargo, con la llegada de la rápida liberalización y apertura financiera, la variación de las condiciones económicas y de la percepción del riesgo en los países desarrollados es un factor clave que puede causar graves dificultades para el reembolso de la deuda de los países en desarrollo. La experiencia de los últimos decenios enseña que los movimientos de capitales pueden revertirse de repente, a veces por simple contagio, y provocar crisis de la deuda externa. Con gran rapidez pueden producirse fuertes depreciaciones de las monedas, dificultades en los bancos, quiebras de empresas y pérdidas de puestos de trabajo, obligando al sector público a intervenir para contener las crisis, mediante rescates económicos, financiación de emergencia y medidas anticíclicas. Es por esta concatenación de circunstancias que las crisis de la deuda externa a menudo se convierten en crisis de las finanzas públicas.

Siempre que los impagos de la deuda privada no afecten a la economía en general, su gestión consiste básicamente en aplicar el derecho mercantil en la jurisdicción donde se emitió la deuda. Sin embargo, la deuda externa soberana plantea problemas de otro tipo. El principal es, sin duda, el hecho de que la gestión macroeconómica de la deuda soberana tiene unas repercusiones sociales, económicas y políticas de gran alcance que afectan a poblaciones enteras, sobre todo en lo que respecta a la prestación de servicios públicos. Además, los deudores soberanos son a un tiempo más y menos vulnerables que los privados. Por una parte, a diferencia de los deudores privados, los soberanos que no pueden costear el servicio de su deuda tampoco pueden acogerse a la ley de quiebras para reestructurar o retrasar los pagos. Por otra, los acreedores no pueden incautarse fácilmente de bienes públicos no comerciales en pago por la deuda soberana no reembolsada. Así pues, tradicionalmente los problemas de la deuda soberana se han abordado mediante negociaciones directas entre los deudores soberanos y sus acreedores.



El sistema actual de reestructuración de la deuda soberana está muy fragmentado y se basa en diversas disposiciones *ad hoc*. Este sistema ha resultado con frecuencia ineficiente. En primer lugar, los problemas de la deuda externa soberana suelen afrontarse demasiado tarde y con pocos medios. Los gobiernos deudores suelen ser reacios a reconocer que tienen problemas de solvencia por temor a provocar salidas de capital, dificultades financieras y crisis económicas, mientras que los acreedores privados tienen un interés obvio en retrasar el reconocimiento expreso de que existe una crisis de solvencia, porque con toda probabilidad van a sufrir pérdidas netas. Los acreedores oficiales suelen ser partidarios de dar largas al asunto y prestar apoyo de emergencia para cubrir presuntas carencias de liquidez. Estos fondos a menudo se utilizan para reembolsar a los acreedores privados en vez de apoyar la recuperación económica. En segundo lugar, el sistema actual hace recaer la carga del ajuste en las economías deudoras por las condicionalidades previstas en los préstamos, que exigen políticas de austeridad y reformas estructurales con un claro efecto recesivo. Y por último, debido a la defensa cada vez más firme de los derechos de los acreedores y al rápido aumento de la financiación mediante bonos en los mercados de deuda externa, la reestructuración de la deuda soberana es ahora enormemente compleja. Además de que a menudo intervienen en ella miles de tenedores de bonos con intereses divergentes y múltiples jurisdicciones, esto también ha facilitado la aparición de fondos muy especulativos administrados por obligacionistas que no quieren cooperar, en particular los llamados fondos buitres. Estos fondos compran bonos soberanos morosos con un considerable descuento con la única intención de pleitear contra los gobiernos para conseguir su reembolso al valor nominal más los intereses, los atrasos y las costas judiciales, lo que puede reportarles beneficios de hasta un 2.000%.

### Enfoques alternativos de la reestructuración de la deuda soberana

Se reconoce cada vez más la urgencia de adoptar un enfoque más eficiente y más equitativo de la reestructuración de la deuda soberana. Se están debatiendo tres planteamientos que se refuerzan mutuamente. El primero pretende reforzar el sistema existente de reestructuración de la deuda basado en el mercado aclarando y adaptando sus fundamentos jurídicos. Prevé, por ejemplo, mejoras en las denominadas cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos. Estas permiten a una mayoría (amplia) de tenedores de bonos votar a favor de una reestructuración de la deuda que luego pasa a ser jurídicamente vinculante para todos los obligacionistas. Otros ejemplos consisten en aclaraciones de la cláusula *pari passu* (igualdad de trato de los tenedores de bonos) en los contratos de deuda y las disposiciones sobre pagos contingentes. Estas últimas hacen que los pagos futuros de los deudores soberanos dependan de condiciones económicas observables, por ejemplo mediante el uso de bonos indizados según el PIB o bonos convertibles-contingentes (llamados CoCos). La principal ventaja de este enfoque es que tiene carácter voluntario y consensual. Sin embargo, no aborda posibles problemas con los contratos de deuda pendiente, a menudo se limita a determinados tipos de deuda (como los bonos en el caso de las cláusulas de acción colectiva), y apenas se ocupa de la prevención de las crisis de la deuda y de la resolución de la deuda soberana con el fin de lograr una rápida recuperación macroeconómica y volver a crecer.

Un segundo enfoque se centra en los principios del derecho blando contenidos en el derecho internacional público. Su objetivo es llegar a una solución internacionalmente aceptada de la reestructuración de la deuda soberana, con un grado de coordinación, y posiblemente de descentralización, mayor que el enfoque contractual basado en el mercado. Estos principios generales del derecho suelen reflejar normas de comportamiento no escritas o prácticas consuetudinarias reconocidas en la mayoría de los ordenamientos jurídicos internos y deberían ser aplicables en el contexto del derecho internacional vigente. Entre los principios básicos actualmente en examen figuran la soberanía, la legitimidad, la imparcialidad, la transparencia, la buena fe y la sostenibilidad.

Hay diversas maneras de promover un enfoque basado en los principios. Una opción se centra en su institucionalización y aplicación basadas en directrices generales acordadas a nivel internacional, en foros ya establecidos o bien en órganos nuevos e independientes. Otra opción compatible utiliza la legislación interna, como la Ley de Alivio de la Deuda (Países en Desarrollo) del Reino Unido de 2010 o la reciente ley

belga “relativa a la lucha contra las actividades de los fondos buitres”. Si bien tales principios se apoyan en gran medida en mecanismos existentes de negociación y reestructuración, utilizándolos de manera flexible, su principal limitación es que no tienen carácter vinculante, y no existe ninguna garantía de que una masa crítica de las partes interesadas esté dispuesta a adherirse a ellos.

Este problema solo puede resolverse adoptando un enfoque multilateral y normativo en toda regla. La característica fundamental de este tercer enfoque de la reestructuración de la deuda soberana es que las decisiones jurídicas en los casos de reestructuración se registrarían por un *corpus* de leyes internacionales acordado previamente como parte de un mecanismo internacional de renegociación de la deuda. El objetivo esencial de todo órgano o tribunal de reestructuración de la deuda soberana sería ofrecer un sistema transparente, previsible, justo y efectivo de resolución de la deuda, y sus decisiones serían vinculantes para todas las partes y universalmente aplicables.

Los partidarios de mecanismos y procedimientos multilaterales de renegociación de la deuda han señalado a menudo la asimetría existente entre las enérgicas leyes nacionales de quiebras, que son parte integrante de una economía de mercado sana, y la falta de una contrapartida para aplicarla a la reestructuración de la deuda soberana. Las disposiciones de renegociación de la deuda deberían cumplir dos objetivos básicos. En primer lugar, deberían ayudar a prevenir un colapso financiero en los países que tienen dificultades para cumplir sus obligaciones externas. Un colapso semejante suele provocar una pérdida de confianza de los mercados, el hundimiento de la moneda y subidas drásticas de los tipos de interés, lo que daña gravemente los balances públicos y privados, y causa grandes pérdidas de producción y empleo y un gran aumento de la pobreza. En segundo lugar, deberían ofrecer mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de la deuda que ya no pueda pagarse según las condiciones del contrato original. El logro de estos objetivos implica adoptar unas cuantas medidas muy sencillas: una interrupción temporal de todos los pagos previstos, ya sean públicos o privados; una suspensión automática de las acciones judiciales de los acreedores; controles temporales de tipos de cambio y capitales; la financiación provisional de deudores en suspensión de pagos para que puedan seguir efectuando operaciones vitales por cuenta corriente; y, por último, la reestructuración y el alivio de la deuda.

La adopción de una solución normativa de este tipo para la reestructuración de la deuda ha encontrado considerable resistencia. Pero su principal ventaja radica precisamente en que, si tiene éxito, promueve una serie de normas y prácticas que reflejan unos objetivos y principios a largo plazo que están por encima de cualquier interés particular. Impulsar el trabajo en los tres frentes sería una manera constructiva de intentar llegar a un consenso sobre la reestructuración eficaz de la deuda.

## Necesidad de una mayor asistencia oficial para el desarrollo

Una de las limitaciones del actual sistema financiero internacional es su relativa incapacidad de proporcionar los niveles deseados de financiación internacional para el desarrollo y para inversiones a largo plazo. Como ya se examinó largo y tendido en anteriores *Informes sobre el Comercio y el Desarrollo*, los recursos internos (tanto privados como públicos) seguirán siendo las fuentes más importantes de fondos para inversiones a largo plazo en la mayoría de países en desarrollo. Sin embargo, la financiación internacional — en especial la que se concede a largo plazo — puede desempeñar un papel importante cuando la financiación nacional es escasa o nula en algunos sectores clave. Un problema básico es que, si bien la financiación internacional pública puede verse demasiado influenciada por consideraciones políticas, los mercados financieros internacionales privados tienden a invertir menos de lo necesario en proyectos clave de países en desarrollo, porque estos suelen tener a menudo largos períodos de gestación, presentan externalidades y complementariedades significativas entre diversas inversiones interrelacionadas, así como incertidumbre acerca del resultado final, o porque los mercados carecen de información acerca de las necesidades especiales de las pymes y de las empresas emergentes.

La desconexión resultante entre la rentabilidad privada y la social constituye un problema de larga data a todos los niveles del desarrollo y requiere una mayor intervención de Estado para proporcionar el tipo apropiado de financiación, sobre todo al servicio del desarrollo. La mayoría de las grandes iniciativas de inversión exitosas han conseguido combinar con eficacia de un modo u otro la parte pública y la parte privada, y así puede decirse que, en el sentido más básico, toda la financiación del desarrollo es mixta. Las cuestiones principales son quién hace esta mezcla, cómo y con qué fin.

La asistencia oficial para el desarrollo (AOD) sigue teniendo una función crucial en la movilización de recursos, sobre todo destinados a los países en desarrollo más pobres y vulnerables, por ejemplo para prestar apoyo presupuestario. Esta forma de financiación suele ser más estable que otros tipos de capital exterior, y si bien la evidencia empírica es ambigua, los proyectos que han tenido éxito tras recibir abundante AOD hacen pensar que esta puede tener un efecto catalítico para el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, las tendencias de la AOD no son alentadoras: aunque ha aumentado durante el último decenio, y en términos absolutos ha alcanzado niveles sin precedentes, por término medio representó tan solo el 0,29% del INB de los donantes en 2014, muy por debajo del nivel deseado y prometido del 0,7% del INB e incluso inferior al nivel de principios de los años noventa. Además, en parte como resultado de los intentos de lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio, la AOD se ha centrado cada vez más en los sectores sociales y solo una parte menor y decreciente (menos del 40% del total) se ha destinado al desarrollo de la infraestructura económica, los sectores productivos y los servicios correspondientes.

La cooperación entre países en desarrollo se está intensificando. La asistencia para el desarrollo Sur-Sur aumentó hasta representar alrededor del 10% o más (según como se mida) de la cooperación total para el desarrollo en 2011. Estos flujos también suelen orientarse más hacia el desarrollo de la infraestructura y las actividades económicas en comparación con los flujos tradicionales Norte-Sur, aunque contienen un mayor grado de ayuda vinculada y bilateral.

En general, sin embargo, el volumen de los flujos oficiales actuales sigue estando muy por debajo de lo necesario, e incluso si los países donantes cumplieran (como deberían) el objetivo de aportar una AOD equivalente al 0,7% de su INB, todavía sería insuficiente para cubrir la falta de infraestructura y otros tipos de financiación. Estos problemas se ven agravados por la necesidad de financiar bienes y servicios públicos a nivel mundial relacionados con la mitigación y adaptación al cambio climático. Por ejemplo, entre 2010 y 2012 se movilizaron 35.000 millones de dólares con este fin. Esta cifra es muy inferior a los 100.000 millones de dólares anuales prometidos para 2020 según el Acuerdo de Copenhague. Además, la mayoría de estos recursos se han contabilizado también como AOD, lo que significa que claramente no son financiación “adicional”.

En este contexto, la idea de “financiación mixta” se plantea como medio de utilizar la asistencia para el desarrollo con el fin de atraer capital privado. Sin embargo, en los debates no parece tenerse en cuenta la larga historia de la financiación mixta y se evita preguntar quién hace la mezcla, cómo y con qué fines. La comunidad internacional tiene que seguir estudiando cómo funcionarían estos sistemas en la práctica, tomando en consideración no solo sus ventajas sino sus posibles escollos. La AOD ya es una mezcla de donaciones y préstamos (subvencionados), con una mayor tendencia hacia los préstamos en los últimos años. La OCDE informa de que la cantidad de “ayuda” facilitada en forma de préstamos se duplicó pasando de 9.000 millones de dólares en 2006 a 18.000 millones en 2013. Preocupa ante todo la posibilidad de que, de resultados de esta ayuda, los riesgos se transfieran del sector privado al sector público.

## Alianzas público-privadas

Últimamente, a raíz de la creciente financiarización, la idea de atraer recursos públicos para la financiación a largo plazo ha estado vinculada concretamente a las alianzas público-privadas (APP).



La utilización de APP ha aumentado enormemente en los países en desarrollo durante los últimos decenios y se está fomentando decididamente para después de 2015 con la esperanza de que, gracias a la contribución del sector privado, los millones de dólares se conviertan en miles de millones e incluso en billones. Con todo, si bien las APP han tenido a veces éxito en algunos países y actividades, suelen descuidarse las áreas y servicios más necesitados, por ejemplo en los países menos adelantados o en los servicios de abastecimiento de agua. Además, aunque haya aumentado el número de APP, en muchos lugares la experiencia enseña que no consiguen crear financiación “adicional” en un sentido económico real; de hecho, su utilización todavía suele limitarse a una maniobra contable para eliminar deudas de proyectos de los presupuestos del Estado. Incluso en países o regiones con un largo historial de APP, los gobiernos aportan a menudo la mayor parte de la financiación. Se requiere especial cautela al evaluar los costos fiscales a largo plazo para los gobiernos, ya que la escala de pasivos y obligaciones asumidas por los gobiernos mediante las APP ha sido con frecuencia mucho mayor de lo previsto.

Cuando inversores internacionales han participado como socios en APP, los gobiernos pueden incurrir en obligaciones contingentes debidas a la volatilidad de los tipos de cambio o a perturbaciones macroeconómicas; otras obligaciones pueden derivarse de unas expectativas excesivamente optimistas acerca de la demanda de los consumidores o de unos gastos de ejecución mayores de lo previsto que ponen en peligro la supervivencia de un proyecto. Aun cuando un proyecto funcione según lo previsto, la carga fiscal que se genera durante todo el período de vida del proyecto, a diferencia de la que se limita a la fase de construcción, ha inducido a algunos gobiernos a revisar todas las APP y preparar nuevas directrices. Algunos gobiernos insisten en utilizar una contabilidad en valores devengados en la que se explicitan todas las obligaciones contingentes y futuras, y no solo las que pueden contraerse a corto plazo durante la fase de construcción. En otros casos, los resultados insatisfactorios conseguidos mediante las APP han motivado el rápido abandono de algunos proyectos, que no han sido reactivados. Más de 180 ciudades y comunidades de 35 países han recuperado el control de sus servicios de abastecimiento de agua, por ejemplo, incluso en ciudades conocidas internacionalmente por sus proyectos hídricos basados en APP.

### **La mezcla de lo nuevo con lo viejo: fondos soberanos y bancos de desarrollo**

Un problema importante para las fuentes de inversiones a largo plazo tiene que ver con las actividades productivas que podrían dar beneficios pero que los inversores privados evitan a causa de fallos del mercado. La mejor manera de corregir esos fallos clásicos del mercado es por medio de instituciones financieras públicas especializadas.

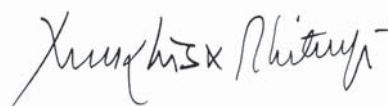
Una de esas instituciones es el fondo soberano. Estas sociedades instrumentales son propiedad de autoridades nacionales o regionales con grandes cantidades de activos extranjeros que desean invertir en vez de mantener como reservas internacionales. Los fondos soberanos son objeto de una atención cada vez mayor, no solo por el volumen inmenso de sus activos combinados (estimado actualmente en unos 7 billones de dólares), sino también porque más de 40 economías en desarrollo y en transición poseen casi 6 billones de esos activos. Los recursos de estos fondos están muy concentrados; por ejemplo, casi el 90% de los fondos totales correspondientes a los países en desarrollo se encuentran en solo siete países, pero incluso en los países restantes, donde el valor de los activos es relativamente modesto, se trata en todo caso de sumas considerables que pueden repercutir en el desarrollo. En la actualidad, sin embargo, tan solo en pocos casos los fondos soberanos están diseñados directamente para invertir en actividades orientadas al desarrollo; la mayoría de ellos adoptan las mismas decisiones de cartera que los inversores privados tradicionales.

No es este el caso de los bancos de desarrollo, que están concebidos específicamente para compensar el cortoplacismo de los flujos y los mercados de capitales privados. Tienen el mandato claro de apoyar proyectos de desarrollo y como base de financiación pueden buscar capitales a largo plazo y a bajo costo en

los mercados internacionales. Estos bancos pueden conceder a los países de bajos ingresos préstamos para proyectos de desarrollo a tipos de interés subvencionados; estos créditos en condiciones de favor representan alrededor del 30% de su cartera total de préstamos. También pueden desempeñar una importante función anticíclica, facilitando financiación a proyectos para colmar las lagunas que dejan los prestamistas privados que se retraen durante épocas de desaceleración o crisis.

Sin embargo, a pesar de la importante función que desempeñan, sin nuevas inyecciones de capital los bancos de desarrollo multilaterales y regionales tradicionales pueden aportar tan solo una contribución limitada a la financiación necesaria para el desarrollo, dada su escasa capacidad de préstamo. La cooperación Sur-Sur ayuda a subsanar esa carencia a través de los bancos de desarrollo subregionales que han aparecido en el mundo en desarrollo. Estos pueden tener un papel importante: en América Latina, por ejemplo, los préstamos aprobados por la Corporación Andina de Fomento ascendieron a 12.000 millones de dólares en 2014, aproximadamente la misma cantidad que los préstamos totales del Banco Interamericano de Desarrollo. Algunos de los nuevos bancos regionales para países en desarrollo pretenden extender sus actividades más allá de su región, como por ejemplo el nuevo Banco Asiático de Inversión en Infraestructura creado en 2014, que cuenta entre sus miembros fundadores a países en desarrollo y desarrollados de fuera de Asia. Algunos bancos nacionales están también dispuestos a invertir en el plano regional o internacional, facilitando financiación externa como parte de sus operaciones. En 2014, el volumen de préstamos desembolsados por el Banco de Desarrollo de China, el Banco de Exportación e Importación de China y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social del Brasil (conocido por su sigla BNDES) ascendió en total a 1.762 millones de dólares, o sea más del quintuple del total de préstamos pendientes de reembolso del Banco Mundial, que era de 328.000 millones de dólares. Así pues, el panorama de la banca de desarrollo está cambiando notablemente, tanto en respuesta a nuevas necesidades de inversión como de resultados de la mayor tendencia a la cooperación y la participación mundial Sur-Sur.

En resumen, sigue habiendo una necesidad crucial de apoyo público a la financiación del desarrollo a largo plazo, tanto a nivel internacional como nacional. Esta necesidad no se ha satisfecho, ni siquiera mediante la aparición de mecanismos innovadores para atraer financiación ni mediante la AOD. En parte, esto tiene que ver con las características intrínsecas de algunas de las actividades que han de financiarse: el desarrollo de infraestructura siempre entrañará la necesidad de financiación abundante, variable y a largo plazo; las pymes y las empresas emergentes siempre supondrán un riesgo mayor que muchos otros prestatarios; y los mercados nunca financiarán externalidades sociales positivas que no puedan entenderse en términos de beneficio. Sin embargo, también refleja el estado actual de la economía mundial, en el que resulta irónico que los inversores privados parezcan dispuestos a aceptar rendimientos muy bajos de los bonos estatales en vez de correr el riesgo de invertir en empresas productivas privadas.



Mukhisa Kituyi  
Secretary-General of UNCTAD

# TENDENCIAS RECIENTES Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

## A. Tendencias recientes en la economía mundial

### 1. Crecimiento mundial

Tras la crisis financiera de 2008 y 2009 y su rebrote en 2010, la economía mundial ha crecido anualmente a un ritmo medio del 2,5%. Se prevé que el crecimiento se mantenga aproximadamente al mismo nivel en 2015 (cuadro 1.1). Este crecimiento será resultado de una ligera aceleración del crecimiento en las economías desarrolladas, una moderada desaceleración en las economías en desarrollo y una contracción del producto interno bruto (PIB) en las economías en transición. Por ello, el crecimiento de la producción mundial seguirá manteniéndose muy por debajo de la tasa del 4% registrada en los años previos a la crisis.

Se prevé que el crecimiento en los países desarrollados sea de un 1,9% aproximadamente en 2015, frente al 1,6% registrado en 2014. En particular, el crecimiento de la eurozona y el Japón está experimentando una ligera aceleración, si bien es cierto que las tasas en 2014 fueron muy bajas. Los países en desarrollo como grupo seguirán creciendo a un ritmo superior al 4%, principalmente por la resiliencia mostrada por la mayoría de los países de la región asiática. Sin embargo, otras regiones experimentan una notable desaceleración a causa de la bajada de

los precios de los productos básicos y las salidas de capitales, que han propiciado que algunos países hayan adoptado políticas macroeconómicas más estrictas. Los más afectados por esta evolución son América Latina, las economías en transición y Asia Occidental, mientras que en las subregiones africanas el panorama es más heterogéneo.

En los países desarrollados, la reciente mejoría de la actividad económica es reflejo del repunte de la demanda interna como consecuencia del mayor consumo de los hogares y de una actitud fiscal menos estricta. El aumento del consumo de los hogares se debe en gran medida a la reducción de los precios de la energía y las mejoras en algunos mercados de trabajo; las tasas de desempleo se han reducido en países como Alemania, el Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos. Las políticas monetarias siguen siendo expansivas: los tipos de interés son muy bajos en todas las regiones desarrolladas y en la eurozona y el Japón se han activado programas de “expansión cuantitativa”.

En Europa, el programa de expansión cuantitativa del Banco Central Europeo (BCE) contribuyó a reducir aún más los rendimientos de la deuda soberana, pero hasta la fecha sus efectos en los flujos de crédito concedidos al sector privado han sido limitados. No obstante, en los últimos meses ya se ha

Cuadro 1.1

## CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN MUNDIAL, 2007-2015

(Variación del porcentaje anual)

Región/país	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>a</sup>
<b>A nivel mundial</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Países desarrollados</b>	<b>2,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
<i>entre otros:</i>									
Japón	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,9
Estados Unidos	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,3
Unión Europea (EU-28)	3,0	0,5	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,1	1,3	1,7
<i>entre otros:</i>									
Eurozona <sup>b</sup>	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,8	-0,8	-0,4	0,8	1,5
Francia	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,2
Alemania	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,6	1,5
Italia	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,7
Reino Unido	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,3
Estados miembros de la UE a partir de 2004	6,2	3,5	-3,5	2,0	3,1	0,6	1,2	2,6	3,0
<b>Europa Sudoriental y CEI</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,6</b>
Europa Sudoriental <sup>c</sup>	6,2	5,8	-1,8	1,5	1,7	-0,6	2,4	0,7	1,5
CEI, incluida Georgia	8,9	5,3	-6,8	4,9	4,7	3,5	2,0	0,9	-2,8
<i>entre otros:</i>									
Federación de Rusia	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,5
<b>Países en desarrollo</b>	<b>8,0</b>	<b>5,3</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>
África	6,1	5,5	3,0	5,1	0,9	5,1	3,8	3,4	3,2
Norte de África, a excepción del Sudán	4,8	6,2	2,9	4,1	-6,8	8,9	1,0	1,3	2,0
África Subsahariana, a excepción de Sudáfrica	7,4	6,1	5,3	6,7	4,6	4,3	6,0	5,4	4,3
Sudáfrica	5,4	3,2	-1,5	3,0	3,2	2,2	2,2	1,5	1,9
América Latina y el Caribe	5,6	3,6	-1,6	5,8	4,7	3,2	2,8	1,4	0,8
Caribe	7,1	2,5	-1,0	2,7	1,9	2,0	2,7	3,0	3,3
América Central, a excepción de México	7,0	3,9	-0,3	3,7	5,2	5,0	4,3	4,2	3,7
México	3,2	1,4	-4,7	5,2	3,9	4,0	1,4	2,1	2,1
América del Sur	6,6	4,8	-0,2	6,5	5,2	2,8	3,3	0,8	-0,2
<i>entre otros:</i>									
Brasil	6,0	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-1,5
Asia	9,2	5,9	4,1	8,8	6,9	5,1	5,6	5,6	5,2
Asia Oriental	11,1	7,0	6,0	9,5	7,6	6,0	6,3	6,3	5,7
<i>entre otros:</i>									
China	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	6,9
Asia Meridional	9,1	5,1	4,8	9,0	5,5	3,0	5,2	6,2	6,7
<i>entre otros:</i>									
India	10,1	6,2	5,0	11,0	6,2	4,4	6,4	7,1	7,5
Asia Sudoriental	6,7	4,2	1,6	8,1	4,7	5,8	4,9	4,3	3,9
Asia Occidental	5,5	4,6	-1,0	6,7	7,5	4,0	4,1	3,3	2,5
Oceanía	4,1	2,1	1,0	3,5	4,4	3,2	2,8	3,3	5,3

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en datos del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, base de datos National Accounts Main Aggregates, y Situación y perspectivas de la economía mundial: actualización de mediados de 2015; CEPAL, 2015; Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), 2015; Fondo Monetario Internacional (FMI), Perspectivas de la economía mundial, abril de 2015; Economist Intelligence Unit, base de datos EIU CountryData; JP Morgan, Global Data Watch, y fuentes nacionales.

**Nota:** Los cálculos de los agregados nacionales se basan en el PIB a dólares constantes de 2005.

**a** Previsiones.

**b** A excepción de Lituania.

**c** Albania, Bosnia y Herzegovina, ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia.

atenuado el desapalancamiento de los hogares, se ha moderado la austeridad fiscal, o se ha dado ligeramente marcha atrás, y los salarios reales han aumentado por la caída de los precios de los productos básicos. Sin embargo, persiste una situación de fragilidad: en muchos países el aumento de la tasas de empleo no ha acarreado una mejora de la calidad del empleo, algunos bancos están mostrando signos de debilidad y han aumentado los riesgos de que empeore la situación por la incertidumbre que suscita la sostenibilidad de la deuda griega. Esta última circunstancia es la amenaza más inmediata que pesa sobre los rendimientos de la deuda soberana de Portugal, España y otros países europeos que han comenzado recientemente a recuperarse de la crisis después de haber tocado fondo (véase el recuadro 1.1).

En el Japón, tras la recesión de 2014, la actividad económica está empezando a mejorar con la ayuda del gasto en consumo e inversión. La disminución de los precios de la energía tendrá una influencia positiva en la balanza comercial y en el gasto de los consumidores, como también lo hará en las exportaciones a los Estados Unidos, que aumentaron en los primeros meses de 2015. Se prevé que en los Estados Unidos se mantenga la tónica del crecimiento emprendida tras la crisis y se registre una tasa de crecimiento del 2-2,5%, inferior a la de recuperaciones anteriores, pero que permite la creación de empleo estable. Se está relajando la austeridad fiscal en los niveles federal y estatal, mientras que la inversión en vivienda se está recuperando tras haber caído a niveles muy bajos. Sin embargo, dado que son escasos los datos que evidencien aumentos del salario, se teme que los balances de los hogares sigan siendo frágiles. Aunque se prevé que los incrementos de los tipos de interés oficiales sean muy graduales y no supongan un endurecimiento significativo de las condiciones monetarias, los movimientos internacionales de capitales ya se han visto afectados y han provocado una apreciación del dólar. A su vez, esto podría dar lugar a que las exportaciones netas tengan un efecto negativo en el crecimiento del PIB.

El crecimiento de Australia y especialmente el del Canadá se está desacelerando por el deterioro de su relación de intercambio y la caída de la inversión en los sectores extractivos. La política de austeridad fiscal aplicada en el Canadá también ha afectado a su actividad económica, aunque el aumento de las exportaciones con destino a los Estados Unidos puede que atenúe sus efectos negativos.

Las tendencias económicas en las economías en desarrollo han seguido una pauta distinta desde la crisis. En respuesta al impacto inicial de la crisis en el período 2008-2009, muchas de ellas aplicaron ambiciosas políticas anticíclicas, entre ellas, un aumento del gasto fiscal y la adopción de medidas de política de ingresos que se mantuvieron el tiempo suficiente para propiciar un constante aumento del gasto de los hogares y, por extensión, de la inversión privada. Algunos de esos países están ahora desactivando o incluso dando marcha atrás en su política de estímulos, pues tienen que hacer frente a salidas de capitales o bajadas de los precios de las exportaciones. En cambio, en el caso de los importadores de petróleo, la reciente mejoría de su relación de intercambio les permite un mayor margen de maniobra.

Entre los más afectados por la bajada de los precios de los productos básicos y las salidas de capitales se encuentran las economías de transición, donde se prevé una disminución del PIB en 2015. En la Federación de Rusia y Ucrania, los problemas de balanza de pagos se vieron agravados por los conflictos políticos. La acusada depreciación de la moneda y la inflación frenaron la demanda interna y ahondaron la recesión económica. A su vez, esto afectó a los países vecinos, para los que la Federación de Rusia es un mercado y una fuente de remesas muy importante.

En América Latina y el Caribe, se prevé que continúe la desaceleración económica iniciada en 2011 y según las estimaciones su tasa de crecimiento será inferior al 1% en 2015. En particular, los países de América del Sur y México experimentan un deterioro de su relación de intercambio y un descenso importante de las entradas para inversiones de cartera desde el segundo semestre de 2014. La bajada de los precios de exportación ha afectado a los ingresos fiscales y también ha entrañado la paralización de varios proyectos de inversión, en particular algunos relacionados con la explotación petrolera y minera, y una caída de la formación bruta de capital fijo. Por lo general, los gobiernos han procurado sostener los salarios reales y mantener el desempleo bajo control, a pesar de la desaceleración del crecimiento económico. Así pues, el consumo privado sigue siendo el principal motor del crecimiento en esa región, aunque su ritmo de crecimiento fue menos dinámico en 2014 y en los primeros meses de 2015 (ECLAC, 2015). Un entorno exterior más riguroso y, en algunos casos, la incapacidad de mantener las políticas anticíclicas y



**Recuadro 1.1****LA CRISIS ANUNCIADA DE LA ZONA DEL EURO**

La crisis de la eurozona presenta rasgos similares al de las anteriores crisis de balanza de pagos por las que pasaron algunos países en desarrollo en lo que respecta a sus orígenes y las políticas para luchar contra ellas; sin embargo, también pone de manifiesto algunos problemas singulares de la concepción de las normas, las instituciones y los mecanismos de ajuste de la zona.

Los orígenes de la crisis de la eurozona no son reflejo de una mala gestión fiscal, sino que se hallan en los desequilibrios macroeconómicos generados por el exceso de entradas de capitales extranjeros en los denominados países periféricos de la zona, como así se destacó en el *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2011*. Esencialmente lo que ocurrió fue que en los años anteriores a la crisis financiera mundial de 2008, el reciclado de los crecientes superávits del centro de la zona del euro y su desplazamiento hacia la periferia a través del sistema bancario (y en parte como consecuencia del impacto asimétrico en los precios relativos de los productos comerciados en el centro y la periferia tras la introducción de una moneda común), contribuyó a financiar un aumento masivo del consumo y la inversión en vivienda del sector privado en los países periféricos en un momento en que los tipos de interés eran históricamente bajos, pero a costa de una creciente fragilidad financiera. Sin embargo, ninguna de las partes adoptó una respuesta importante en el plano de las políticas para detener el empeoramiento de los crecientes desequilibrios. Como la desaceleración en la eurozona se prolongó más allá de 2010, la fuga de capitales obligó a los países con déficit a recortar el gasto interno para adecuarlo al ingreso nacional. Ello supuso un severo ajuste recesivo y, a la postre, un aumento de la deuda del sector público.

Tradicionalmente la reacción ante una crisis de balanza de pagos suele ser la devaluación de la moneda. Sin embargo, en la eurozona la devaluación nominal no es posible. Por ello, el objetivo de las políticas de los países con un problema de déficit fue una devaluación interna mediante una compresión de los salarios y la reducción del gasto público, pero sin ningún ajuste en los países con superávit, como permitir un crecimiento más rápido de los salarios y adoptar una postura fiscal más expansiva. Sin embargo, hay probabilidades de que ese modo de perseguir una depreciación real entrañe un elevado costo económico y social y, aun cuando sea viable, exige un tiempo considerable, especialmente si las diferencias de productividad con los socios comerciales son muy importantes y la inflación es muy baja. Además, las políticas deflacionarias desincentivan el consumo y la inversión interna y contribuyen además a aumentar el desempleo y la carga de la deuda. Por añadidura, la bajada de los precios y la caída de la actividad interna reducen los ingresos fiscales, obligando a los gobiernos a buscar liquidez en fuentes externas a fin de atender el servicio de su deuda a corto plazo.

Al carecer de mecanismos institucionales para prestar asistencia financiera, en 2010 la eurozona concibió una serie de préstamos bilaterales para que, contando también con la asistencia del FMI, Grecia pudiese hacer frente al reembolso de su deuda. Con esta medida se consiguió que los acreedores originales del sector privado no incurriesen en pérdidas importantes, a pesar de sus irresponsables prácticas de concesión de préstamos. Se descartó que los acreedores participasen en el rescate hasta que los principales prestamistas (u obligacionistas) hubiesen eliminado de sus balances una buena parte de sus activos problemáticos. Esos activos fueron adquiridos por organismos supranacionales (como el BCE mediante su Programa para Mercados de Valores creado en 2010, los préstamos concedidos de manera coordinada por los países de la eurozona a Grecia y los programas de rescate de la eurozona para Portugal e Irlanda) o por otras entidades financieras de otros países afectados (como los bancos españoles e italianos que incrementaron sus carteras de títulos de deuda pública nacional). Los Gobiernos español y portugués también contrajeron un préstamo con los fondos europeos para recapitalizar algunos bancos de sus países, compensando las pérdidas ocasionadas por los préstamos concedidos al calor de la burbuja.

A finales de 2009, repentinamente la concesión de préstamos a los países periféricos de la eurozona (España, Grecia, Irlanda y Portugal) dio marcha atrás, pues los bancos “principales” de la eurozona intentaron reducir su exposición sin incurrir en pérdidas significativas (véase el gráfico). La primera restructuración de la deuda externa de Grecia no se llevó a cabo hasta marzo de 2012, mientras que en diciembre de ese mismo año se aprobó la posibilidad de recompra voluntaria de la deuda.

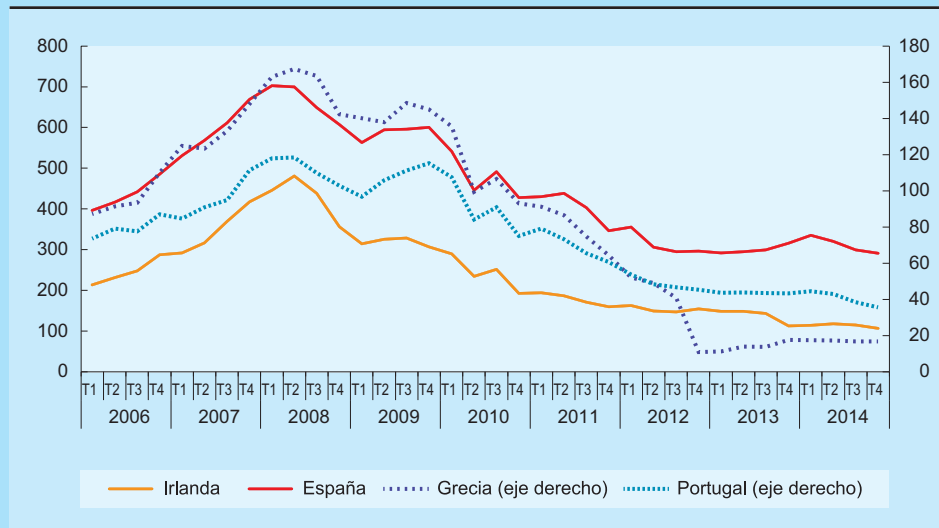
Finalmente, la eurozona creó dos fondos —primero el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en junio de 2010, que posteriormente fue absorbido por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera en 2012— a fin de proporcionar la asistencia financiera, no solo a Grecia, sino también a Irlanda y Portugal. Sin embargo, esa asistencia a menudo estaba vinculada a predicciones de crecimiento poco realistas y supeditada a excesivas condicionalidades de política económica, en algunos casos con participación del FMI, que ni permitían una recuperación sostenida ni facilitaban una limpieza de los balances del sector privado. Entretanto, la deuda pública de los países periféricos y su rentabilidad no dejó de crecer hasta que el BCE anunció que recurriría a su programa de operaciones monetarias de compraventa (OMC). El efecto inmediato fue la reducción de los diferenciales de interés de la deuda soberana y demostró que para ganarse la confianza de los mercados financieros el hecho de contar con un prestamista de última instancia es mucho más eficaz que la austeridad fiscal.

La moderación del crecimiento desde 2010 es consecuencia de la aplicación de un conjunto de políticas restrictivas similares a las aplicadas en las economías de mercado emergentes en los decenios de 1980 y 1990, por lo que es evidente que es preciso cambiar de planteamiento para resolver las crisis financieras desencadenadas por la deuda pública y privada y la deuda pública emitida en monedas sobre las que las autoridades monetarias del país no ejercen

## Recuadro 1.1 (continuación)

## EXPOSICIÓN DE LOS BANCOS “PRINCIPALES” DE LA EUROZONA A DETERMINADOS PAÍSES PERIFÉRICOS DE LA EUROZONA, T1 2006-T4 2014

(En miles de millones de dólares)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de los datos de la base “Estadísticas bancarias consolidadas del BPI”.

**Nota:** Exposición de los bancos “principales” de la eurozona refleja los activos crediticios consolidados de bancos de Alemania, Austria, Bélgica, Francia y los Países Bajos con respecto a los países seleccionados con arreglo a una base de riesgo último. Este indicador excluye “otras exposiciones potenciales” consistentes en contratos de derivados, créditos comprometidos y garantías concedidas.

control alguno; máxime cuando puede estar en riesgo la solvencia de acreedores extranjeros. Por otra parte, una distribución distinta de los costos de los ajustes, que serían compartidos, no solo por el sector nacional, sino también por los acreedores externos mediante recapitalizaciones internas, podría sentar las bases de una recuperación más rápida y sostenible. Esta propuesta alternativa de resolución no es tan solo un ejercicio de pensamiento contrafactual, sino que se puede basar en experiencias reales como la de Islandia.

Ante la espectacular magnitud que adquirió la crisis financiera en Islandia en 2008, el FMI concedió un préstamo condicionado de 2.100 millones de dólares —complementado con otros préstamos de los países nórdicos— con el fin de estabilizar la moneda nacional. El Banco Central de Islandia, con el firme apoyo del FMI, adoptó medidas de “administración de los flujos de capitales” para detener su fuga y alentar a los exportadores a repatriar sus divisas. Además, el Gobierno dejó que sus bancos quebraran en vez de rescatarlos con el dinero de los contribuyentes. En resumen, el Gobierno procedió a la nacionalización parcial de los grandes bancos y transfirió los activos y pasivos que estos tenían en el exterior a “viejos” bancos insolventes y sus activos y pasivos en el interior a bancos “nuevos”. También proporcionó garantías para los depósitos en los bancos nuevos. Declinó implícitamente proteger a los depositantes de las sucursales de bancos islandeses en el extranjero. Los bancos nuevos siguieron cumpliendo en el interior del país las funciones básicas de la banca. Al mismo tiempo, el Gobierno creó una comisión especial encargada de examinar y vigilar los efectos de la crisis en el sistema de protección social, integrada por representantes de diversas partes interesadas y con total independencia funcional del Ministerio de Asuntos Sociales. Por otra parte, el Gobierno creó un defensor del deudor para facilitar la restructuración de la deuda de las familias, ya que un número considerable de hogares se vieron en problemas porque el valor de su deuda hipotecaria era mucho mayor que el precio de sus casas por la drástica depreciación de su valor. Por último, el Gobierno reformó el Código Tributario a fin de trasladar una parte más importante de la carga a los grupos de ingresos más elevados y reducir la parte de los grupos de menor renta.

En Islandia los controles de capital —que se limitaron a las transacciones de la cuenta de capital tras la crisis financiera inicial— junto con la oportuna recapitalización interna llevada a cabo por los acreedores extranjeros fueron un componente clave de la estrategia de recuperación. El Gobierno y el FMI consideraron que era más importante evitar una nueva depreciación de la moneda y distribuir los costos de manera más equitativa entre los propietarios de capital no residentes y los contribuyentes islandeses que salvaguardar los principios liberales de adhesión a la libertad de elección y los derechos de propiedad del capital. Además de los controles de capital y la negativa a rescatar a los inversores extranjeros, sigue siendo necesario adoptar, para que la recuperación sea más rápida, sostenible y amplia, un conjunto de distintas políticas anticíclicas que protejan a los grupos más débiles de la economía nacional, que deben complementarse con medidas encaminadas a superar los obstáculos derivados del endeudamiento prolongado y reactivar el crédito productivo (como la diferenciación entre préstamos antiguos y nuevos, que serían íntegramente reembolsables).

la expansión del crédito han propiciado que se hayan reducido las políticas de apoyo en los primeros meses de 2015 y que incluso se hayan tomado medidas de austeridad, como en el caso del Brasil. En cambio, la mayoría de los países de América Central y el Caribe se vieron beneficiados por la caída de los precios del petróleo y también fueron menos vulnerables a las salidas de capital especulativo. Las vinculaciones del sector manufacturero con los mercados de los Estados Unidos, además de un aumento de las remesas del exterior, deberían contribuir a un crecimiento significativo en esas subregiones, que es probable que supere con creces el promedio regional.

En la región de África el panorama es también heterogéneo. En el último decenio, el impulso principal del crecimiento en los países subsaharianos ha venido del aumento del consumo privado y el gasto en infraestructura, que en muchos países está vinculado a la producción de productos básicos, y que tiene efectos positivos fundamentalmente en la construcción y el sector de los servicios. Sin embargo, en los últimos tiempos algunos grandes países exportadores de petróleo, como Angola y Nigeria han anunciado recortes del gasto público, en particular en inversiones de capital y subvenciones. El naira nigeriano ha sido objeto de ataques especulativos que han obligado a adoptar una política fiscal y monetaria más restrictiva, lo que repercutirá negativamente en las perspectivas de crecimiento. Entretanto, se espera que el crecimiento en la mayoría de los países de África Oriental, cuya relación de intercambio ha mejorado, se mantenga a un ritmo relativamente elevado. En cambio, es probable que los países de África Occidental sigan teniendo que soportar las consecuencias de la epidemia de ébola. Los pronósticos indican que el crecimiento económico seguirá siendo discreto en Sudáfrica debido a las limitaciones en la oferta del sector de la energía, a lo que hay que sumar unas políticas fiscales y monetarias restrictivas. Además, aunque la caída generalizada de los precios de los productos básicos en el último año tendrá una repercusión desigual en la relación de intercambio de los importadores netos de petróleo, es posible que también retrase el gasto y los proyectos de inversión, en particular los proyectos en los sectores extractivos y de la construcción. Por último, los conflictos y los problemas de seguridad tendrán repercusiones en el ingreso nacional de varias economías de todo el continente.

Al igual que en años anteriores, Asia es la región más dinámica, y se estima que representará casi la mitad del crecimiento mundial total en 2015. La tasa de crecimiento proyectada para el conjunto de países de Asia Oriental, Meridional y Sudoriental se sitúa entre un 5,5% y un 6% en 2015. Este crecimiento se ve impulsado esencialmente por la demanda interna y también por una creciente contribución del consumo, tanto público como privado. Así pues, aun cuando las tasas de inversión hayan sido muy elevadas en comparación con otras regiones (y deberán seguir siéndolo, dadas las necesidades de infraestructura de la región), la mayoría de los países asiáticos (especialmente China) parecen estar reequilibrando la estructura de su demanda. En los últimos años, la contribución de la demanda interna al crecimiento ha superado la de las exportaciones netas y la proporción del consumo (privado y público) en el PIB no ha dejado de aumentar. Sin embargo, el estallido de la burbuja bursátil en China ha suscitado incertidumbres sobre su economía, pues podría afectar a la demanda interna. No obstante, el crecimiento del consumo privado se basa esencialmente en el aumento de los ingresos y no del crédito ni en una apreciación del valor de los activos, lo que debería garantizar su sostenibilidad. Asimismo, parece que la adopción de políticas fiscales y monetarias expansivas va a compensar esos impactos negativos. Entretanto, la bajada de los precios del petróleo ha permitido mejorar el déficit por cuenta corriente de varios países, como la India y el Pakistán; en este último país las previsiones indican que el crecimiento superará el 7%. En el Asia Occidental, Turquía también se ha beneficiado de la bajada de los precios del petróleo, pero la mayoría de las economías exportadoras de petróleo de la subregión tienen que hacer frente a un deterioro de la relación de intercambio. Además, los conflictos militares han reducido las perspectivas de crecimiento en parte de la subregión.

## 2. Comercio internacional

### a) Bienes

Al igual que la actividad económica, el comercio internacional sigue mostrándose discreto. Entre 2012 y 2014, la tasa de crecimiento del comercio mundial de mercancías (en volumen) varió entre el 2 y el 2,6% (cuadro 1.2). Estas tasas de crecimiento son considerablemente inferiores al promedio



Cuadro 1.2

**VOLÚMENES DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS  
EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS, 2011-2014**

*(Variación del porcentaje anual)*

Región/país	Volumen de las exportaciones				Volumen de las importaciones			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
<b>A nivel mundial</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Países desarrollados</b>	<b>4,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>
<i>entre otros:</i>								
Japón	-0,6	-1,0	-1,9	0,6	4,2	3,8	0,5	2,8
Estados Unidos	7,3	3,9	2,6	3,1	3,8	2,8	0,8	4,7
Unión Europea	5,4	-0,1	1,7	1,5	2,6	-2,5	-0,9	2,8
<b>Economías en transición</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>15,9</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-8,5</b>
<i>entre otros:</i>								
CEI	1,6	0,8	1,1	0,1	16,8	6,4	-1,4	-9,8
<b>Países en desarrollo</b>	<b>6,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>7,9</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>2,0</b>
África	-7,2	5,5	-2,0	-3,6	4,2	13,2	5,2	3,3
África Subsahariana	0,1	0,2	2,0	-0,9	9,9	8,2	7,5	2,8
América Latina y el Caribe	4,6	3,2	2,1	2,4	9,7	3,3	4,0	0,6
Asia Oriental	8,7	4,7	6,6	4,7	7,8	3,5	8,3	2,7
<i>entre otros:</i>								
China	8,8	6,2	7,7	6,8	8,8	3,6	9,9	3,9
Asia Meridional	9,4	-7,0	2,7	4,8	5,4	3,8	-0,6	4,4
<i>entre otros:</i>								
India	14,9	-1,8	8,5	3,2	9,6	5,9	-0,2	3,2
Asia Sudoriental	7,8	1,4	4,3	3,4	9,5	5,2	3,8	1,0
Asia Occidental	8,3	9,6	3,1	0,3	8,4	9,2	9,6	0,2

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat.

mundial del 7,2% registrado en el período previo a la crisis (2003-2007). En 2014, el comercio mundial de mercancías a precios corrientes creció a tasas incluso menores (tan solo el 0,3% para alcanzar el valor de 19 billones de dólares)<sup>1</sup> debido a la importante caída de los precios de los principales productos básicos. Las estimaciones preliminares para 2015 indican que el volumen del comercio de mercancías podría crecer a una tasa muy parecida a la de la producción mundial. Este volumen sigue siendo muy insuficiente para estimular por sí solo y de manera significativa el crecimiento económico.

Algunas cifras agregadas esconden diferencias entre los distintos países y productos. En los países desarrollados, el comercio —especialmente las importaciones— se aceleró en 2014, aunque a partir de un nivel bajo. Las tasas de crecimiento del PIB en la Unión Europea (UE) y el Japón fueron positivas (aunque su evolución fue lenta) y ayudaron a

impulsar el volumen de sus importaciones en aproximadamente un 2,8% en 2014. Sin embargo, precisamente porque las importaciones de los 28 países de la Unión Europea se habían contraído en los dos años anteriores, a finales de 2014 las importaciones reales seguían estando por debajo del nivel de 2011. En los Estados Unidos, las importaciones aumentaron más rápido (un 4,7%), en parte debido a la apreciación del dólar. Todos estos factores, junto con el hecho de que el crecimiento del volumen de las importaciones en las economías en desarrollo y en transición siguió siendo inferior al de años anteriores, hicieron que los países desarrollados fuesen el grupo de países donde las importaciones experimentaron el mayor crecimiento anual por primera vez desde finales del decenio de 1990.

Los datos correspondientes a los cinco primeros meses de 2015 indican que el crecimiento del comercio mundial de mercancías en ese año podría

ser ligeramente más débil que en 2014. En esos cinco meses, el volumen del comercio internacional creció en un promedio interanual inferior al 2% (gráfico 1.1). Entre los países desarrollados, el crecimiento de las importaciones de la Unión Europea mostró indicios de desaceleración, mientras que sus exportaciones siguieron repuntando. Además, los ingresos mensuales del comercio bilateral indican que las exportaciones de la Unión Europea a los Estados Unidos siguieron aumentando debido a que la producción en este último país creció a un ritmo más rápido, así como por la apreciación del dólar. Entretanto, las exportaciones de Europa a China mostraron signos de cierta resiliencia. En los Estados Unidos, las importaciones siguen aumentando a un ritmo más rápido que las exportaciones, lo que es una señal de una ligera desaceleración, mientras que en el Japón las exportaciones también se están recuperando. Las exportaciones de las economías de mercado emergentes experimentaron una fuerte caída a comienzos de 2015, pero volvieron a repuntar, en parte debido a una recuperación gradual de la producción en los países asiáticos en desarrollo.

En general, el crecimiento del volumen de las exportaciones de las economías de mercado

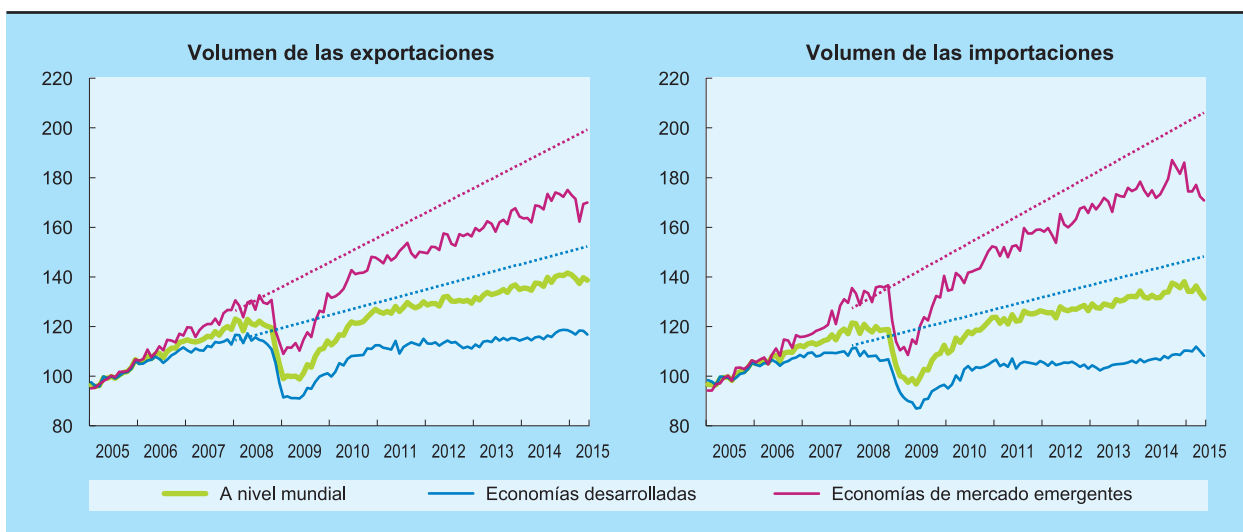
emergentes se ha mantenido muy por debajo del nivel de la tendencia anterior a la crisis, ensanchándose incluso esa diferencia en el primer semestre de 2015 (gráfico 1.1). Ello se debe en parte al lento crecimiento de la demanda de los bienes que importan de ellas los países desarrollados, a pesar de la ligera aceleración del crecimiento de las importaciones en esos países en 2014. Como se explicó con mayor detenimiento en el *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2013*, esta situación plantea un desafío para las economías de mercado emergentes que pretendan volver a aplicar la política de crecimiento orientado a la exportación adoptada antes de la crisis.

Por lo que respecta a las economías en transición, en 2014 las exportaciones prácticamente se estancaron, mientras que los volúmenes de las importaciones cayeron un 8,5% y experimentaron una nueva contracción a principios de 2015, debido principalmente a las dificultades económicas y financieras en la Federación de Rusia y Ucrania. En los países en desarrollo, la mayoría de las cifras correspondientes al comercio dejan entrever un panorama más sombrío que el de años anteriores. En particular, África registró una contracción de las exportaciones reales como resultado de la contracción

Gráfico 1.1

### COMERCIO MUNDIAL POR VOLUMEN, ENERO DE 2005-MAYO DE 2015

(Números índice, 2005 = 100)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, World Trade.

**Nota:** Las economías de mercado emergentes son las de la fuente, a excepción de Europa Central y Oriental. La línea pespunteada corresponde a la tendencia de enero de 2002 a diciembre de 2007.

de las exportaciones de petróleo en Libia y, en menor medida, en algunos otros países subsaharianos que se encuentran entre los principales exportadores de petróleo. En particular, las exportaciones de petróleo de Nigeria a los Estados Unidos cesaron completamente en 2014, cuando la revolución que supuso en ese país el petróleo de esquisto redujo sus necesidades de importación de petróleo. Por consiguiente, Nigeria se vio obligada a reorientar sus exportaciones hacia China, la India, el Japón y la República de Corea. Es posible que otros exportadores de petróleo de África sigan el ejemplo de Nigeria<sup>2</sup>. Entretanto, las exportaciones de Sudáfrica a Asia Oriental, Meridional y Sudoriental —en su gran mayoría productos primarios— se han reducido en un 13,4% en 2014. En cambio, los ingresos de exportación de productos manufacturados de varios países africanos registraron un crecimiento importante —en particular los que mantienen estrechas conexiones comerciales con Europa, como algunos países del Norte de África, por ejemplo Marruecos y Túnez.

En América Latina y el Caribe, el comercio internacional, medido en valores corrientes, se encuentra prácticamente frenado, debido en gran parte a la caída del valor unitario de sus exportaciones. El debilitamiento de la demanda en China y la desaceleración del comercio intrarregional afectaron sobre todo a los países de América del Sur. En particular, sus exportaciones, especialmente de maquinaria y equipo de transporte, se vieron sumamente afectadas por un descenso de las importaciones del Brasil, que es la mayor economía regional. De hecho, las exportaciones sudamericanas al Brasil disminuyeron en un 7,9% en 2014. El hundimiento de los precios de dos de sus principales exportaciones, esto es, el mineral de hierro y la soja, desplazó la balanza comercial del Brasil hacia a una posición negativa, a pesar de una reducción considerable de sus importaciones. En cambio, en México aumentaron considerablemente las exportaciones a los Estados Unidos. Además, las exportaciones mexicanas de automóviles a la mayoría de las regiones del mundo, en particular a Asia, experimentaron un acusado incremento, a excepción de las exportaciones a Europa, que se redujeron.

En Asia Occidental, las economías exportadoras de petróleo tuvieron que hacer frente a una relación de intercambio adversa, que redujo drásticamente, no solo sus ingresos por exportación, sino también su demanda de importaciones —a pesar de que algunas de ellas conservaban grandes reservas

internacionales. Los conflictos armados en varios países de la subregión afectaron además al comercio intrarregional y ocasionaron efectos indirectos que se resintieron en las exportaciones de algunos países de África del Norte, en particular Egipto. Al mismo tiempo, los ingresos por exportación de Turquía aumentaron en casi el 4% en 2014, quedándose por debajo del objetivo que se había marcado el Gobierno. Este resultado decepcionante se debió a las convulsiones políticas y económicas, que se cobraron un elevado precio en el caso de las exportaciones turcas al Iraq y la Federación de Rusia. No obstante, el descenso de los precios del petróleo alivió el déficit por cuenta corriente de Turquía y de otras economías importadoras de petróleo de la subregión.

En Asia Oriental, la tasa de crecimiento del comercio, en volumen, fue inusitadamente baja para la región: inferior al 4% en 2014. En gran medida es reflejo de la desaceleración del comercio internacional de China. Sus exportaciones, por volumen, crecieron en un 6,8% en 2014, que es una tasa de crecimiento menor que la de su PIB. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones chinas en volumen se desaceleró aún más hasta descender al 3,9%. El resultado fue que las economías en desarrollo y en transición que exportan productos primarios tuvieron que enfrentarse a una importante desaceleración de la demanda china en 2014. En cambio, tuvieron un mejor comportamiento las exportaciones a China de los países en desarrollo relacionadas con las cadenas de suministro de manufacturas cuando el producto acabado tenía como destino final las economías desarrolladas. En 2014, las exportaciones de China a la eurozona y los Estados Unidos experimentaron un repunte tras un período de disminución de las tasas de crecimiento y a veces de crecimiento negativo entre 2010 y 2013, aunque sin recuperar el dinamismo que habían conocido antes de la crisis.

En Asia Sudoriental, el crecimiento de las exportaciones por volumen también experimentó en 2014 una desaceleración y se redujo hasta el 3,4%, mientras que el crecimiento de las importaciones se frenó aún más hasta bajar al 1%; ambas tasas fueron inferiores a la tasa de crecimiento económico de la subregión. Desde finales de 2014 hasta mediados de 2015 Indonesia ha registrado sistemáticamente superávits comerciales mensuales, puesto que la factura de las importaciones disminuyó más que los ingresos por exportación en el contexto de una significativa depreciación de la moneda. El comercio del

Asia Meridional se aparta de las tendencias bajistas registradas en el resto de grupos de países en desarrollo. En ese grupo, la República Islámica del Irán registró un aumento considerable del volumen de sus exportaciones de petróleo en 2014, aunque este siguió siendo aproximadamente la mitad del que había sido antes del endurecimiento de las sanciones económicas en 2011. A su vez, el dinamismo de los sectores del vestido fue el soporte de las exportaciones (principalmente a las economías desarrolladas) de Bangladesh, que es el más populoso de los países menos adelantados (PMA), y de Sri Lanka, tras el fin del conflicto en ese país. En cambio, el crecimiento de las exportaciones de la India (en volumen) descendió del 8,5% en 2013 al 3,2% en 2014.

En general, el comercio mundial ha mostrado poco dinamismo. El moderado crecimiento del comercio refleja principalmente una mejoría del comercio Norte-Norte, pero tratándose de las exportaciones de los países en desarrollo hacia los desarrollados los efectos positivos han sido limitados.

## b) Servicios

Se mantuvo el crecimiento del comercio de servicios, que se elevó a 4,9 billones de dólares en 2014 (un incremento interanual del 5,1% a precios corrientes), y fue superior al crecimiento del comercio de mercancías. Los servicios de transporte aumentaron un 2,7%, mientras que los servicios de viajes y los servicios relacionados con mercancías aumentaron un 6% y un 2,8%, respectivamente. El transporte y el turismo representan el 55% de las exportaciones de servicios de los países en desarrollo y el 62% de los PMA, frente a únicamente el 39% en el caso de las economías desarrolladas<sup>3</sup>.

El *turismo internacional* sigue siendo el principal componente del comercio de servicios, ya que sus ganancias por exportación ascendieron a un total de 1,4 billones de dólares en 2014. Las llegadas de turistas siguen siendo importantes: aumentaron en un 4,3% en 2014 (porcentaje similar a los de 2012 y 2013) y se elevaron a 1.100 millones de visitantes. Los ingresos obtenidos por el turismo internacional aumentaron un 3,7% en términos reales (teniendo en cuenta las fluctuaciones de los tipos de cambio y la inflación). Los datos preliminares confirman esta tendencia para 2015: en los cuatro primeros meses de 2015, el número de llegadas de turistas aumentó un

4% interanual, mientras que las previsiones indican un aumento de las reservas de viajes aéreos internacionales de un 5% aproximadamente en el período comprendido entre mayo y agosto de 2015 (World Tourism Organization (UNWTO), 2015a y 2015b).

En el plano regional, la Unión Europea sigue siendo la región más visitada del mundo y además es muy dinámica, pues el crecimiento de las llegadas de turistas fue del 4,9%, frente al 3% y el 4% en 2012 y 2013, respectivamente. El crecimiento de las llegadas de turistas se duplicó con creces en América del Norte y fue del 9,2% en 2014. En cambio, las llegadas de turistas cayeron en las economías de transición debido al conflicto en Ucrania y la desaceleración de la economía rusa. Todas las demás regiones y subregiones registraron tasas de crecimiento positivas en 2014, aunque la demanda se debilitó en África tras años de un sólido crecimiento, principalmente en los países afectados por la epidemia de ébola.

En 2015, los datos preliminares por región registran cifras positivas en todas las regiones, excepto en África. En los primeros cuatro meses de 2015, en particular, han crecido rápidamente las actividades turísticas en América del Norte y del Sur, así como en el Caribe y Oceanía. También repuntaron en un 7% en las economías en transición tras la contracción que experimentaron el año pasado. En cambio, en África los contados datos de los que se dispone actualmente sobre el período enero-abril de 2015 indican un descenso del 6%, debido a los recientes y preocupantes acontecimientos relacionados con la seguridad o la salud en varios países (UNWTO, 2015a).

En cuanto a los *servicios de transporte internacional* —la segunda categoría más importante de los servicios comerciales— las estimaciones preliminares indican que el volumen de los cargamentos marítimos mundiales creció un 3,4% en 2014, la misma tasa que en 2013<sup>4</sup>. La carga seca transportada, que representó más de dos tercios del total de los cargamentos, aumentó en un 5%, debido principalmente a la expansión rápida y constante de los volúmenes mundiales correspondientes al mineral de hierro. Este incremento fue impulsado en parte por la demanda sostenida de importaciones de China. El comercio contenedorizado creció un 5,6%, mientras que el comercio en buques tanque se redujo en un 1,6%.

Los países en desarrollo siguen siendo el principal origen y destino del comercio marítimo internacional: en términos de carga constituyeron el

60% del tonelaje mundial en 2014, cifra que se ha mantenido bastante uniforme a lo largo del último decenio. Su contribución a la descarga siguió creciendo y ascendió a aproximadamente el 61% del total mundial en 2014.

La expansión de la producción de petróleo de esquisto en los Estados Unidos y la caída de los precios del petróleo desde junio de 2014 han afectado a la navegación y el comercio marítimo, especialmente el comercio en buques tanque. Como se señaló anteriormente, el primero ha alterado el destino de

petróleo de África, del que una parte creciente se está reorientando de los Estados Unidos a Asia. Además, el descenso de los precios del petróleo ha contribuido a la reducción de los costos del combustible y el transporte; por ejemplo, los precios del combustible de uso marítimo de 380 centistokes en Rotterdam disminuyeron un 46% (Clarkson Research Services, 2015). Es de esperar que la disminución de los costos de combustible para los armadores y la reducción de las tasas pagadas por el fletador estimulen a su vez la demanda de servicios de transporte marítimo y el aumento de la carga transportada por vía marítima.

---

## B. Evolución reciente de los mercados de productos básicos

---

Los mercados de los productos básicos vivieron tiempos especialmente turbulentos en 2014 y en el primer semestre de 2015. La mayoría de los precios de los productos básicos experimentaron una bajada considerable en 2014, continuándose así la tendencia bajista desde que alcanzaron sus máximos en el período 2011-2012. La caída más acusada fue la de los precios del crudo a partir de mediados de 2014 (gráfico 1.2), que ha tenido una influencia generalizada. Todos los grupos de productos básicos, a excepción de las bebidas tropicales<sup>5</sup>, experimentaron bajadas en sus precios medios en 2014 (véase el cuadro 1.3), a un ritmo acelerado con respecto a 2013 en el caso de los grupos de productos básicos cuya demanda está más estrechamente vinculada a la actividad económica mundial, como los minerales, las menas y los metales, las materias primas agrícolas y el petróleo. Sin embargo, en 2014 y hasta junio de 2015 los precios de los productos básicos, por término medio, han sido superiores a la media del período de 2003-2008, que fue el momento de su auge.

El motivo principal de la reciente caída de los precios de los productos básicos ha sido la abundancia de la oferta, pues la reacción inversora en el primer decenio del siglo, que estuvo suscitada por el auge de los precios, ha propiciado un incremento considerable de la producción en los últimos años. La

tendencia resultante hacia el exceso de oferta se ha visto reforzada por el debilitamiento de la demanda debido a la debilidad del crecimiento de la economía mundial, en general, y la reciente desaceleración en varias grandes economías en desarrollo, en particular. Aparte de los factores fundamentales de la oferta y la demanda, la financiarización de los mercados de productos básicos siguió influyendo en la evolución de los precios, ya que los inversores financieros han ido reduciendo sus posiciones sobre estos productos a medida que han bajado los precios y se han reducido los rendimientos de los derivados de productos básicos. Otro factor importante que ha contribuido a la bajada de precios de los productos básicos ha sido la fuerte apreciación del dólar en el último año.

### 1. Evolución de los precios de los principales productos básicos

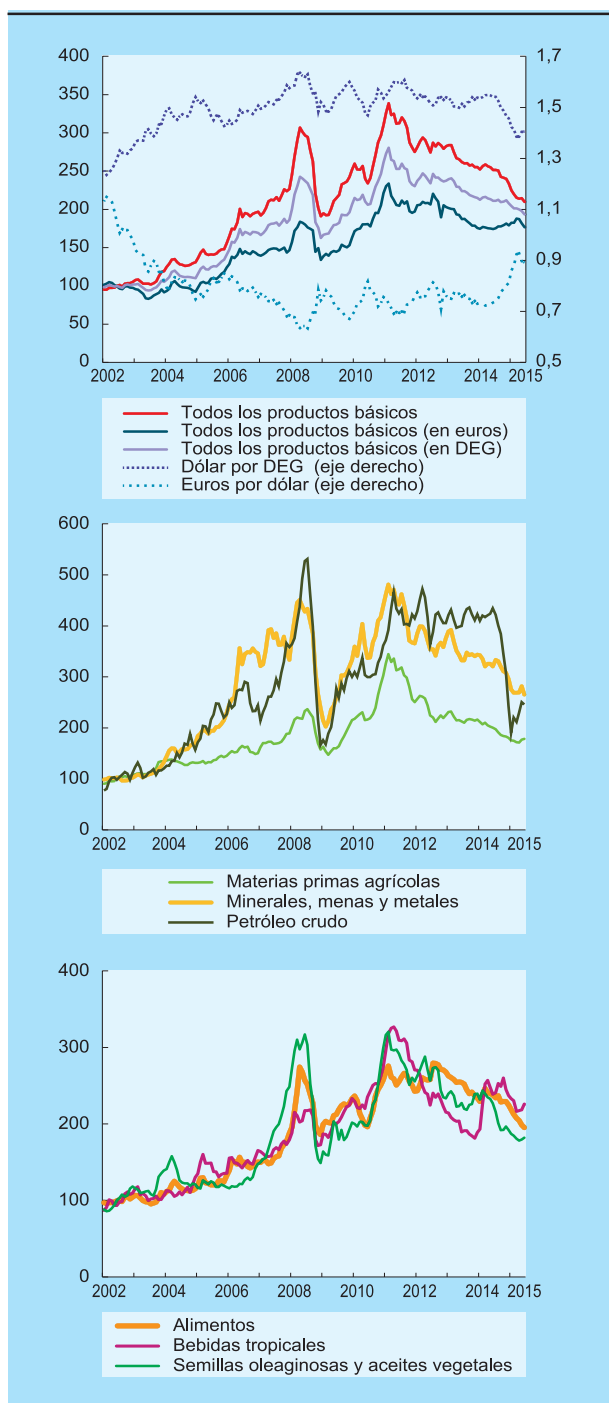
---

El mercado de petróleo crudo fue el principal responsable de la evolución de los precios de los productos básicos en 2014. Tras haberse mantenido relativamente estables desde abril de 2011, con variaciones dentro de la banda entre los 100 y los 120 dólares, los precios del crudo se desplomaron en el



Gráfico 1.2

**ÍNDICES DE PRECIOS MENSUALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS POR GRUPO DE PRODUCTOS BÁSICOS, ENERO DE 2002 A JUNIO DE 2015**  
(Números índice, 2002 = 100)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat.

**Nota:** Todos los productos básicos, a excepción del petróleo crudo. El precio del petróleo crudo es el promedio de los precios Brent, Dubai y el West Texas Intermediate, ponderados a partes iguales. Los números índices se basan en precios en dólares corrientes, a menos que se especifique otra cosa.

segundo semestre de 2014. Por ejemplo, el precio del crudo Brent bajó desde un promedio mensual de 112 dólares en junio de 2014 hasta un mínimo de 48 dólares en enero de 2015. Este descenso del 56,7% del precio del crudo situó el precio del petróleo crudo en su nivel más bajo desde 2009 (UNCTADstat).

La caída de los precios del petróleo fundamentalmente fue consecuencia de una mayor producción mundial, en particular de petróleo de esquisto en los Estados Unidos. En 2014, la producción mundial de petróleo aumentó en un 2,3%, mientras que en los Estados Unidos lo hizo en un 15,9%. De hecho, en el breve período transcurrido entre 2011 y 2014, la producción de petróleo de los Estados Unidos aumentó un 50,6% y alcanzó niveles no logrados desde comienzos del decenio de 1970 (BP, 2015). Esta circunstancia dio lugar a importantes aumentos de las existencias. El considerable incremento de la producción de petróleo en los Estados Unidos contribuyó a la relativa estabilidad de los precios del petróleo entre 2011 y mediados de 2014, al compensar las interrupciones de la producción en otros países productores (TDR 2014). Cuando estas interrupciones se volvieron menos problemáticas y quedó evidenciado el exceso de oferta, los precios empezaron a caer a mediados de 2014. Sin embargo, el descenso de los precios se aceleró después de la reunión de noviembre de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en la que se decidió no modificar las cuotas de producción, decisión que se mantuvo en la posterior reunión de la OPEP en junio de 2015. Muchos han interpretado esta medida como un intento de la OPEP de defender su cuota de mercado y vender a precios inferiores a los de productores que tienen unos costos más elevados, como los que explotan el petróleo de esquisto, las arenas bituminosas y el petróleo de aguas profundas, con el fin de expulsarlos del mercado.

Como consecuencia de la bajada de los precios, varias petroleras anunciaron recortes en sus inversiones, que deberían provocar un ajuste a la baja de la oferta (IMF, 2015). En julio de 2015, el número de plataformas petroleras en los Estados Unidos se había reducido en un 60% respecto a octubre de 2014, y alcanzará su mínimo en unos cinco años (EIA, 2015). Ante las expectativas de que la caída de las inversiones rápidamente provocaría una reducción de la oferta (véase *infra*), el precio del crudo Brent aumentó desde un precio inferior a 50 dólares en enero de 2015 y se estabilizó en alrededor de 65 dólares entre finales de

Cuadro 1.3

## PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS, 2009-2015

(Variación porcentual respecto al año anterior, salvo que se indique otra cosa)

Grupos de productos básicos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>a</sup>	2014-2015 respecto a 2003-2008 <sup>b</sup>
<b>Todos los productos básicos<sup>c</sup></b>	<b>-16,9</b>	<b>20,4</b>	<b>17,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>-13,1</b>	<b>36,9</b>
<b>Todos los productos básicos (en DEG)<sup>c</sup></b>	<b>-14,5</b>	<b>21,7</b>	<b>14,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>39,1</b>
<b>Todos los alimentos</b>	<b>-8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>17,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-12,2</b>	<b>51,1</b>
<b>Alimentos y bebidas tropicales</b>	<b>-5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>16,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-11,7</b>	<b>54,2</b>
<i>Bebidas tropicales</i>	1,9	17,5	26,8	-21,5	-18,3	23,5	-7,5	60,7
Café	-6,9	27,3	42,9	-25,7	-23,6	29,9	-14,8	66,7
Cacao	11,9	8,5	-4,9	-19,7	2,0	25,6	-2,3	66,3
Té	16,5	-1,0	11,4	0,8	-23,9	-10,4	28,5	17,3
<i>Alimentos</i>	-6,0	4,4	15,4	2,0	-5,7	-5,9	-12,1	53,6
Azúcar	41,8	17,3	22,2	-17,1	-17,9	-3,9	-19,6	54,3
Carne	-1,2	27,5	20,0	2,6	-2,3	22,1	-6,4	92,2
Maíz	-24,4	13,2	50,1	2,6	-12,1	-22,2	-14,2	40,1
Trigo	-31,4	3,3	35,1	-0,1	-1,9	-6,1	-18,7	32,6
Arroz	-15,8	-11,5	5,9	5,1	-10,6	-17,8	-7,6	20,6
Banano	0,7	3,7	10,8	0,9	-5,9	0,6	4,8	54,4
<b>Semillas oleaginosas y aceites vegetales</b>	<b>-28,4</b>	<b>22,7</b>	<b>27,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>-16,0</b>	<b>30,2</b>
Soja	-16,6	3,1	20,2	9,4	-7,9	-9,7	-18,2	37,2
<b>Materias primas agrícolas</b>	<b>-17,5</b>	<b>38,3</b>	<b>28,1</b>	<b>-23,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>-11,2</b>	<b>22,8</b>
Cueros y pieles	-30,0	60,5	14,0	1,4	13,9	16,5	-8,2	58,4
Algodón	-12,2	65,3	47,5	-41,8	1,5	-8,8	-14,5	26,9
Tabaco	18,0	1,8	3,8	-3,9	6,3	9,1	-0,4	65,7
Caucho	-27,0	90,3	32,0	-30,5	-16,7	-30,0	-10,0	6,1
Maderas tropicales	-20,6	1,8	13,4	-7,1	2,6	0,4	-16,0	21,4
<b>Minerales, menas y metales</b>	<b>-30,3</b>	<b>41,3</b>	<b>14,7</b>	<b>-14,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,5</b>	<b>-15,8</b>	<b>19,5</b>
Aluminio	-35,3	30,5	10,4	-15,8	-8,6	1,1	-4,3	-14,0
Fosfato mineral	-64,8	1,1	50,3	0,5	-20,3	-25,6	4,3	15,4
Mineral de hierro	-48,7	82,4	15,0	-23,4	5,3	-28,4	-37,4	5,4
Estaño	-26,7	50,4	28,0	-19,2	5,7	-1,8	-22,4	94,4
Cobre	-26,3	47,0	17,1	-9,9	-7,8	-6,4	-13,5	35,0
Níquel	-30,6	48,9	5,0	-23,4	-14,3	12,3	-18,9	-21,5
Plomo	-17,7	25,0	11,8	-14,2	3,9	-2,2	-10,4	45,6
Zinc	-11,7	30,5	1,5	-11,2	-1,9	13,2	-1,1	10,9
Oro	11,6	26,1	27,8	6,4	-15,4	-10,3	-4,8	120,5
<b>Petróleo crudo<sup>d</sup></b>	<b>-36,3</b>	<b>28,0</b>	<b>31,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-41,7</b>	<b>41,1</b>
<b>Recordatorio:</b>								
<b>Manufacturas<sup>e</sup></b>	<b>-5,6</b>	<b>1,9</b>	<b>10,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>..</b>	<b>..</b>

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat y del *Monthly Bulletin of Statistics*, División de Estadística de las Naciones Unidas, varios números.

**Nota:** En dólares corrientes, salvo que se indique otra cosa.

**a** Variación porcentual entre el promedio en el período comprendido entre enero y junio de 2015 y la media de 2014.

**b** Variación porcentual entre la media del período 2003-2008 y la media del período 2014-2015.

**c** A excepción del petróleo crudo. DEG = derechos especiales de giro.

**d** Promedio de los precios Brent, Dubai y West Texas Intermediate, ponderados a partes iguales.

**e** Valor unitario de las exportaciones de productos manufacturados de los países desarrollados.

abril y finales de junio<sup>6</sup>. Sin embargo, volvió a bajar a finales de junio y en julio. Esta caída es atribuible en parte a la resiliencia de los productores de petróleo de esquisto, que lograron mejorar su productividad y reducir los costos<sup>7</sup>. La Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, 2015) estima que en el primer semestre del año la producción de crudo en ese país se incrementó en 0,3 millones de barriles diarios respecto al promedio de la producción del cuarto trimestre de 2014. No obstante, esa Administración observa una disminución de la producción terrestre desde abril de 2015. La caída de los precios que tuvo lugar en julio también guardaba relación con las expectativas suscitadas por el acuerdo cerrado con la República Islámica del Irán sobre su programa nuclear el 14 de julio. El levantamiento de las sanciones acordado, si finalmente se lleva a cabo, supondrá la entrada en los mercados internacionales del petróleo de un nuevo suministrador, lo que podría ejercer una presión bajista en un mercado donde ya hay un exceso de oferta. Sin embargo, el momento del retorno del petróleo iraní dependerá del tiempo necesario para rehabilitar sus instalaciones de producción y transporte de petróleo. Entretanto, para junio de 2015, la Arabia Saudita había aumentado su producción de petróleo crudo a unos niveles sin precedentes<sup>8</sup>.

En general, los mercados internacionales de petróleo crudo presentan un nuevo panorama debido a la creciente importancia que ha adquirido la producción en los Estados Unidos y al abandono por la OPEP de su política de objetivos de precios. Mientras persista esta situación, los Estados Unidos podrían sustituir a la Arabia Saudita como principal productor compensador. Ello significaría que cuando caigan los precios a niveles muy bajos, la inversión y la producción en los Estados Unidos podrían reducirse, lo que haría subir los precios; una vez alcanzado un determinado nivel de precios, la producción de petróleo de los Estados Unidos podría aumentar, lo que ejercería una presión a la baja de los precios. De hecho, una característica significativa de la extracción de petróleo de esquisto es su flexibilidad. El resultado sería que el nivel máximo de los precios del petróleo dependería del precio mínimo de rentabilidad para los productores de petróleo de esquisto. Sin embargo, no parece haber acuerdo sobre cuál sería ese precio<sup>9</sup>. En resumen, no es probable que los precios se aproximen a los 100 dólares por barril en un futuro próximo. Como la producción de petróleo de esquisto tiene una vida útil corta, dependerá de cuánto tiempo dure

el auge de ese tipo de petróleo. No obstante, hay una gran incertidumbre sobre el momento en que la producción de petróleo de esquisto alcanzará su pico.

Por el lado de la demanda, las expectativas de menor crecimiento económico también desempeñaron un papel importante en el hundimiento de los precios del petróleo. De hecho, los organismos especializados realizaron constantes ajustes a la baja en sus proyecciones del crecimiento de la demanda. En 2014, la demanda mundial de petróleo creció tan solo un 0,8%, mientras que, comparativamente, en los tres años anteriores su crecimiento medio fue del 1,1%. Los países no miembros de la OCDE fueron los responsables de todo el crecimiento de la demanda de petróleo, que se elevó al 2,7% —en China creció un 3,3%; sin embargo, esas tasas fueron inferiores a las medias registradas en los tres años anteriores, que fueron del 3,3% y el 4,8%, respectivamente. En cambio, la demanda de petróleo en los países de la OCDE se redujo un 1,2% (BP, 2015).

La bajada de los precios del crudo influyó en la evolución de los precios de los demás productos básicos. Esa caída acarrea una reducción de los costos de producción, por ejemplo con la disminución de los costos del transporte o la bajada de los precios de los fertilizantes, en el caso de la producción agrícola. También hay una vinculación a través del canal de los biocombustibles, pues la caída de los precios del petróleo hace que este tipo de combustibles sea menos competitivo como fuente de energía y puede propiciar una reducción de la demanda de productos alimentarios. Sin embargo, otros factores también pueden influir en la producción de biocombustibles, especialmente los mandatos oficiales. Otro canal por el que los precios del petróleo influyen en los precios de otros productos básicos es la financiarización, por cuanto los precios del petróleo son un componente muy importante de los índices de precios de los productos básicos (véase *infra*). Con todo, la evolución de los precios en los mercados agrícolas ha estado condicionada principalmente por su propia oferta, que se vio afectada en particular por las condiciones meteorológicas. En el caso de los *productos alimentarios*, las excepcionales cosechas, gracias a unas condiciones meteorológicas propicias, y unos copiosos volúmenes de existencias fueron los principales factores propiciadores de la continua caída de los precios de los cereales y la soja en 2014 y principios de 2015. Sin embargo, esos precios experimentaron un ascenso en junio y julio de 2015 debido a las malas



condiciones meteorológicas en los Estados Unidos, que afectaron a las labores de siembra. Los precios del trigo también aumentaron en junio, debido a los efectos adversos de la pluviometría en los Estados Unidos en el momento de la cosecha, así como a la falta de lluvias en otras partes del mundo. También suscitaban incertidumbres los posibles efectos del fenómeno de El Niño<sup>10</sup>. El mercado del azúcar también se caracterizó por un exceso de oferta y precios a la baja, pues la producción superó el consumo en 2014 por quinta vez consecutiva (OECD-FAO, 2015).

La evolución de los precios en los mercados de *bebidas tropicales* en 2014 y a principios de 2015 fue más irregular. Los precios del café y el cacao subieron en el primer semestre de 2014 como consecuencia de las condiciones desfavorables para los cultivos de café en el Brasil y para el cacao en los países de África Occidental. Meses más tarde bajaron a raíz de la mejoría de esas condiciones. Los precios del cacao subieron en el segundo trimestre de 2015 debido a que la cosecha en Ghana fue menor de lo esperado.

En los mercados de *materias primas agrícolas*, la abundancia de la oferta fue un problema de primer orden. La producción mundial de algodón superó el consumo y el exceso de existencias precipitó la bajada de los precios. Los anuncios hechos por China de que iba a reducir los contingentes de importación y a poner fin a su política de inventarios también influyeron en los precios. Los precios del caucho natural experimentaron una importante bajada cifrada en un 30% en 2014 como consecuencia del exceso de oferta y un volumen elevado de existencias. La debilidad de la demanda en el caso del algodón y el caucho natural tiene que ver también con el desplome de los precios del petróleo. Esta circunstancia propició una bajada de los precios del caucho sintético y las fibras sintéticas, lo que a su vez ocasionó una bajada de los precios del caucho natural y el algodón.

En los mercados de *minerales, menas y metales* también se produjo una saturación de la oferta. El principal ejemplo es el del mineral de hierro, ya que el exceso de oferta provocó que su precio cayese un 28,4% en 2014 (cuadro 1.3). El aluminio, el níquel y el zinc tuvieron un comportamiento relativamente mejor, al registrarse un aumento de los precios en 2014. En el caso del níquel, este aumento guardaba relación con la prohibición de exportar minerales no transformados en Indonesia; en el del zinc y el aluminio la subida de los precios fue resultado de la reducción de la producción. Sin embargo, la

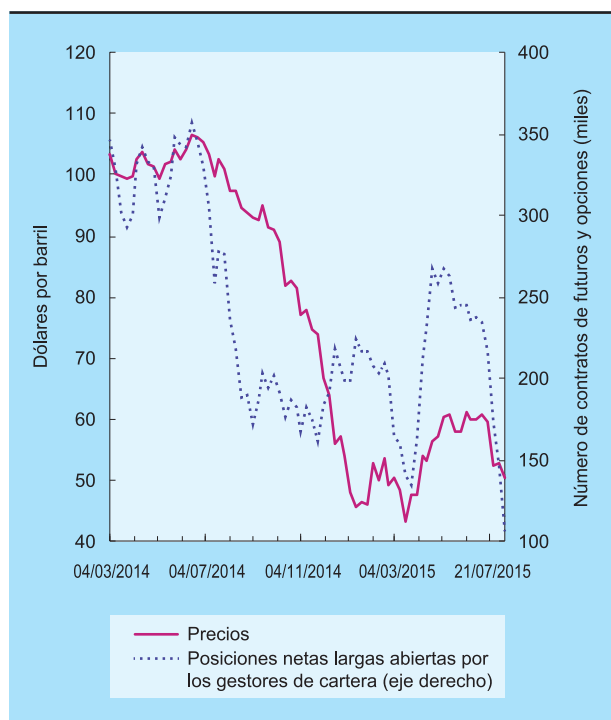
tendencia alcista de los precios retrocedió a partir de mediados de 2014<sup>11</sup>. La atonía de la demanda por el tímido crecimiento de la economía mundial ha sido uno de los factores desencadenantes de ese retroceso, pues los precios de los metales suelen estar muy vinculados a la evolución de la producción industrial mundial. En particular, las perspectivas de crecimiento de la demanda de metales en China dependerán, por una parte, del equilibrio entre las grandes inversiones en infraestructura y urbanización que seguirán siendo necesarias en los próximos años y, por otra, de su transición hacia una economía donde la proporción de la demanda de servicios sea cada vez mayor<sup>12</sup>. Sin embargo ello suele reflejarse, por lo general, en una reducción de las tasas de crecimiento del consumo pero no en una disminución de la demanda. Además, dado que los actuales niveles de consumo son mayores que en el pasado, la reducción de las tasas de crecimiento podría suponer la posibilidad de que la demanda de metales experimente aún importantes incrementos adicionales. También hay excepciones; por ejemplo, el consumo de cobre aumentó en un 15% aproximadamente en 2014. Dado que el mercado de este metal estaba en situación de equilibrio, o incluso de déficit, la brusca caída de los precios en 2014 “parece exagerada comparada con los factores fundamentales” (AIECE, 2015). Se puede atribuir probablemente a factores financieros (véase *infra*). La bajada de los precios del oro también está estrechamente relacionada con algunos factores financieros y la política monetaria: las expectativas de una subida de los tipos de interés en los Estados Unidos, así como la apreciación del dólar, suelen reducir la demanda de oro como activo refugio.

## 2. La constante influencia de los factores financieros

Los precios de los productos básicos siguen viéndose influidos por los estrechos vínculos existentes entre los mercados financieros y de productos básicos, como se explica en el anexo al presente capítulo. Esos vínculos pueden ejemplificarse por los recientes movimientos de los precios del petróleo. Su bajada en el segundo semestre de 2014, estuvo acompañada de una caída mucho más rápida de las posiciones netas largas de los gestores de inversiones, como los fondos de cobertura, que probablemente han acelerado su caída (gráfico 1.3). Del mismo

Gráfico 1.3

**POSICIONES DE LOS GESTORES DE CARTERA Y PRECIOS DEL CRUDO, MARZO DE 2014 A JULIO DE 2015**



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos obtenidos de la plataforma Datastream de Thomson Reuters.

**Nota:** Los datos mostrados se refieren a precios WTI y posiciones en la bolsa de mercaderías NYMEX.

modo, el repunte del precio del crudo West Texas Intermediate (WTI) desde un mínimo sexenal de 44 dólares por barril en marzo de 2015 a los 61 dólares a principios de mayo fue en parte consecuencia del aumento sustancial de las posiciones netas largas abiertas por los gestores de cartera, quienes, al apostar por que los bajos precios del petróleo reducirían rápidamente la oferta, duplicaron sus posiciones netas largas entre mediados de marzo y principios de mayo en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX); al mismo tiempo se produjeron movimientos similares en la Intercontinental Exchange (ICE). En julio, redujeron drásticamente sus posiciones, tras haberse dado cuenta de que tanto las reducciones de la oferta de petróleo como la recuperación de la economía mundial estaban resultando menos rápidas de lo previsto, lo que precipitó que los precios volvieran a desmoronarse considerablemente.

La utilización de los productos básicos como garantía es otro nexo entre los mercados financieros y los productos básicos. El diferencial positivo entre los tipos de interés nacionales y extranjeros es un incentivo para obtener préstamos en los mercados financieros internacionales utilizando cartas de crédito abiertas por bancos del país para importar productos básicos. El producto básico adquirido se coloca físicamente en un almacén, mientras que los fondos del préstamo se invierten en activos de alta rentabilidad del país, como inmuebles o productos financieros (Tang and Zhu, 2015).

El cobre ha sido probablemente el producto básico más frecuentemente utilizado en este tipo de operación de arbitraje, por lo que el consiguiente aumento de la demanda física de cobre ha ayudado a impulsar la subida del precio de ese metal. Tomando el ejemplo de China, que es el principal consumidor mundial de cobre, Zhang y Balding (2015) descubrieron que las existencias de cobre en Shanghai aumentaron desde el 4% de las existencias mundiales en 2009 al 38% en 2014, y que durante el mismo período el diferencial de los tipos de interés entre China y el resto del mundo fue en promedio de unos 358 puntos básicos. Sin embargo, más recientemente el descenso de los tipos de interés de China propició que se deshicieran muchas de esas operaciones de arbitraje con el cobre. Según informaciones de los medios de comunicación, la consiguiente caída de los precios del cobre se aceleró por el número considerable de posiciones netas cortas sobre el cobre que habían acumulado los fondos de cobertura mientras que paralelamente abrían posiciones netas largas sobre acciones. Todo ello se basaba en las expectativas de que la ralentización del crecimiento de la economía china provocaría una bajada de los precios del cobre, mientras que una ulterior relajación de la política monetaria empujaría al alza las valoraciones en el mercado de acciones<sup>13</sup>. Sin embargo, en julio de 2015, los fondos de cobertura tuvieron que recomprar sus apuestas bajistas para satisfacer las demandas de cobertura suplementaria en los mercados de acciones de China, que experimentaron una fuerte caída.

Además, la fuerte apreciación del dólar contribuye considerablemente a la bajada de los precios de esos productos. En general, dado que los precios de los productos básicos se establecen en dólares, suelen guardar una relación inversa con su tipo de cambio. Este factor influye en los precios tanto en los mercados físicos como en todo el canal de la

financiarización. Por un lado, a medida que se aprecia el dólar los productos básicos se encarecen en las zonas en que no es la unidad monetaria, sometiendo a la demanda a una presión bajista. Asimismo, con la apreciación del dólar los productores de las zonas donde no es la unidad monetaria y que normalmente ingresan en dólares, pero pagan la mayoría de sus gastos en moneda local, se ven incentivados para aumentar la oferta. Por ejemplo, los agricultores brasileños han aumentado su producción de café y azúcar como consecuencia de la depreciación de su moneda, el real, respecto al dólar<sup>14</sup>. Por otro lado, la apreciación de dólar puede crear más incentivos para aumentar la inversión financiera en dólares en el mercado de divisas en detrimento de la inversión en los mercados de productos básicos. Por ejemplo, en el caso de los productos básicos distintos del petróleo, las bajadas de precios no son tan pronunciadas cuando se trata de derechos especiales de giro (DEG), e incluso en el caso del euro han subido en paralelo a la apreciación del dólar (gráfico 1.2)<sup>15</sup>.

### 3. Efectos y perspectivas

El impacto de la bajada de los precios de los productos básicos en los distintos países varía en función de su producción y estructura comercial. Los países en desarrollo (y también algunos países desarrollados) que son muy dependientes de sus exportaciones de productos básicos suelen ser los más perjudicados. Entre ellos figuran la mayoría de los países de África, América Latina, la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y Asia Occidental. La disminución de los precios de los productos básicos suele reflejarse en una peor relación de intercambio, presiones sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente y las cuentas fiscales, y a la postre entraña la desaceleración del crecimiento económico. Algunos países que disponen de fondos de estabilización de productos básicos funcionalmente eficientes —como en el caso de Chile con el cobre, o que han acumulado unos niveles de reservas importantes de monedas extranjeras, como en el caso de los países exportadores de petróleo de Asia Occidental— podrían disponer de un mayor espacio de política que les permita amortiguar esos impactos mejor que otros.

Sea como fuere, la inversión de la tendencia alcista de los precios de los productos básicos es un

nuevo aviso de los desafíos que tienen planteados los países en desarrollo que dependen únicamente de unos pocos productos básicos, ya que se exponen a ciclos de expansión y contracción que dependen de las variaciones de los precios. Por ello, para lograr y mantener un crecimiento sostenido es fundamental que apliquen políticas que faciliten la diversificación económica y el cambio estructural. Por otra parte, dado que la bajada de los precios de los productos básicos es equiparable a una transferencia de ingresos de los países productores de productos básicos a los países importadores, los beneficiados son muchos de los países desarrollados y algunas economías de mercado emergentes, como China. En la medida en que la bajada de los precios de los productos básicos en los países consumidores puede favorecer la recuperación económica mundial, y, en particular, la de los países desarrollados, donde se ha debilitado el crecimiento en los últimos años, el efecto neto a nivel mundial podría ser positivo, aunque desigualmente distribuido. Sin embargo, la situación no es clara y su evolución dependerá en gran medida de cuánto tiempo dure la bajada de los precios.

Las perspectivas de los precios de los productos básicos son extremadamente inciertas. Muchos consideran que la inversión de la tendencia ascendente que tuvo lugar en 2011 marca el fin de la fase alcista del superciclo de los productos básicos. De ser así, entonces los precios de los productos básicos<sup>16</sup> podrían seguir bajando durante bastante tiempo. Sin embargo, hay otra posibilidad. Hasta 2014, la mayoría de las correcciones de los precios tuvieron lugar por el aumento de la oferta, mientras que entretanto la demanda de productos básicos crecía a un buen ritmo. No fue hasta 2014 y principios de 2015 cuando la demanda mostró algunos signos de relajación, si bien registró tasas de crecimiento positivas en el caso de la mayoría de los productos básicos. Esta desaceleración de la demanda guarda relación con el decepcionante crecimiento económico en muchas zonas consumidoras de productos básicos. Ahora bien, los actuales niveles de precios de los productos básicos están ya propiciando algunos ajustes a la baja de las capacidades productivas y de la inversión. Así ocurre con los minerales y los metales. A nivel mundial, por ejemplo, los presupuestos para la exploración de metales no ferrosos se redujeron en un 26% en 2014, tras la reducción aun mayor que había tenido lugar en 2013 (SNL Metals & Mining, 2015). El resultado debería ser una caída a medio plazo de la producción.

Si el crecimiento de la economía mundial —principalmente en los países desarrollados— permite volver a niveles razonables y la bajada de los precios estimula la demanda, sería posible mantener el crecimiento de la demanda, a pesar de un panorama de disminución de la oferta. Dependerá mucho de cómo evolucione la situación en China. Además, cabe la posibilidad de que otros países emergentes y en desarrollo intensifiquen su consumo de productos básicos cuando entren en fases más avanzadas de su desarrollo. En este caso, es bastante posible que, tras una corrección a corto plazo, puedan volver a subir

los precios al cabo de unos pocos años. Sin embargo, es improbable que suban con la rapidez con la que lo hicieron en el primer decenio del siglo. Ello implicaría que el nivel de precios de los productos básicos probablemente se situaría en una cota más elevada que la del principio del milenio. Además, mientras los mercados de productos básicos sigan estando financiarizados, la volatilidad de los precios podría ser mayor y las variaciones de precios más pronunciadas de lo que sería razonable si se consideran únicamente los indicadores fundamentales de la oferta y la demanda.

---

## C. Estancamiento: ¿secular o estacional?

---

La observación de que las trayectorias del crecimiento de muchos países desarrollados han seguido manteniéndose en niveles considerablemente más bajos que antes de la crisis, a pesar de varios años de política monetaria acomodaticia, una cierta mejoría de las condiciones financieras y una cierta relajación de la consolidación fiscal han creado la sensación de “nueva normalidad” que actualmente caracteriza la futura evolución de los ingresos en los países desarrollados.

Preocupa que la crisis que estalló en 2008 pueda haber tenido efectos duraderos en el potencial de crecimiento de esas economías (Oulton and Sebastián-Barriel, 2013). Ello podría obedecer a varios motivos. Uno de ellos es que una crisis financiera de esta magnitud necesariamente ha afectado los balances de muchos y distintos agentes económicos —como agentes públicos y privados o sectores financieros y no financieros— y ha generado capacidades productivas ociosas. A la postre, esos impactos negativos, se suelen superar aunque pueda tomar varios años, especialmente si no se aplican las políticas anticíclicas apropiadas. Sin embargo, en esta ocasión lo que preocupa es que este período excepcionalmente prolongado de inversión baja y desempleo elevado se vuelva crónico al provocar una reducción de la capacidad productiva y un empeoramiento de la productividad. El desempleo de larga duración entraña un deterioro de las competencias técnicas y de las

especializaciones en algunos segmentos de la fuerza de trabajo, y, cuando la inversión es insuficiente, también podría afectar a la difusión de las nuevas tecnologías incorporadas sobre todo en la planta y el equipo.

Otra repercusión de la crisis podría ser más sutil: en la medida en que puso fin repentinamente a un extraordinario período de expansión del crédito que había sustentado las burbujas de activos y había potenciado artificialmente el consumo y el crecimiento, es posible que también haya liberado varios factores subyacentes que suelen obstaculizar el crecimiento a largo plazo. Son esos factores previamente existentes y que actúan en el largo plazo y no la crisis financiera *per se* los que serían los verdaderos causantes de un crecimiento lento durante un prolongado período de tiempo. Los países en desarrollo, más que en una fase de recesión cíclica, podrían estar entrando en un período de “estancamiento secular”.

Esta posibilidad ha vuelto a abrir un debate sobre los factores que impulsan el crecimiento económico que se remonta a la época de los economistas clásicos, como Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill y Karl Marx, y que volvió a cobrar fuerza con la “tesis del estancamiento secular” que a fines de los años treinta del siglo XX formuló Alvin Hansen. La tesis que sostiene es que las “recuperaciones insanas mueren en sus primeros años y las depresiones



se alimentan a sí mismas y dejan tras de sí un núcleo duro y aparentemente inamovible de desempleo”. En su análisis original, Hansen destacó los problemas que planteaba “la insuficiencia de salidas para la inversión privada” (Hansen, 1939:4)<sup>17</sup> en un contexto de crecimiento demográfico decreciente, de relativa ineficacia de la política monetaria y de un cambio tecnológico incapaz de estimular un desembolso sustancial de capital. Todos estos factores posteriormente cambiaron radicalmente en el período de posguerra debido a la masiva intervención pública —incluido el gasto generador de déficit— que fue la medida que propuso Hansen como posible solución. Sin embargo, la debilidad de la recuperación de la crisis de 2008, en la que es posible reconocer vestigios de esos mismos elementos, ha dado lugar a la reaparición en el debate público de análisis “estancamentistas”.

La “hipótesis del estancamiento secular”, en su versión contemporánea, sostiene que, desde la crisis, el instrumental macroeconómico tradicional y, en particular, la política monetaria, ha perdido gran parte de su eficacia. A pesar de los procesos de despalancamiento iniciados después de la crisis y de unos tipos de interés nominales cercanos a cero, la expansión monetaria no se ha reflejado en un aumento del crédito para financiar los gastos del sector privado, sino que se ha canalizado hacia la inversión en activos financieros. Se ha constatado que son los elevados niveles de endeudamiento, que tienen una repercusión negativa en la demanda de inversión, lo que explica la atonía de las tasas del crecimiento en los países desarrollados, que a su vez podría afectar también su desempeño en el futuro. Koo (2014) incide en que el deterioro de los balances del sector privado tras el estallido de una burbuja financiada con deuda ha limitado las posibilidades de fomentar la inversión productiva. Lo y Rogoff (2015) sostienen que el causante de que el crecimiento tenga un comportamiento tan débil es la política fiscal contractiva adoptada por gobiernos muy endeudados, que pretendieron mantener un superávit presupuestario primario a fin de reducir el endeudamiento público, aun cuando hubiese sido posible aplicar otro tipo de políticas. Summers (2014a y 2014b) formula otra explicación del estancamiento secular, según la cual las posibilidades para llevar una nueva relajación monetaria —dado que ya se ha llegado a una situación donde el tipo de interés nominal ha alcanzado al límite inferior cero— son limitadas, puesto que, en particular, su principal canal de transmisión a la actividad real (que afecta a los precios de los activos

y los rendimientos de los productos financieros) ha tenido únicamente efectos indirectos en la propensión a la inversión de los agentes económicos.

En el debate académico sobre la hipótesis del estancamiento secular aún hay que ponerse de acuerdo sobre si de hecho existe o no el estancamiento secular y, en caso afirmativo, cuáles son sus condicionantes a largo plazo o estructurales. Algunos sostienen que la desaceleración del crecimiento se ha debido a una conjunción de diversos factores en el lado de la oferta. En su opinión, el tamaño de la fuerza de trabajo se ha reducido debido a la contracción y el envejecimiento de las poblaciones de los países desarrollados, y el hipotético ritmo reducido de la innovación tecnológica está frenando el crecimiento de la productividad. Gordon (2012), destaca, en particular, los distintos tipos de innovaciones tecnológicas aparecidas en los últimos cuatro decenios cuya asimilación ha sido más rápida que la de anteriores hitos tecnológicos (por ejemplo, el motor de vapor, el motor de combustión o la electricidad) y hace hincapié en los bienes de capital de corta duración. Desde una perspectiva más orientada a las políticas, Dabla Norris y otros autores (2015) han enumerado las distorsiones en el plano de las políticas que en los países desarrollados han sido un factor de freno del crecimiento de la productividad en los últimos decenios, en particular en la agricultura y el sector de los servicios. Los autores sostienen que son necesarias medidas de reforma estructural para reducir las rigideces del mercado de productos. Asimismo, en la mayoría de los países europeos más gravemente afectados por la crisis, algunos gobiernos han adoptado medidas para aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo y reducir las prestaciones sociales con el objetivo de hacer frente a las “limitaciones por el lado de la oferta” y con ello potenciar la competitividad, mientras que han mantenido al mismo una política fiscal contractiva durante largos períodos de tiempo.

Otros observadores afirman que el estancamiento secular refleja una tendencia decenal de crecimiento insuficiente de la demanda agregada. A su juicio, la causa principal del estancamiento secular es atribuible a la falta de crecimiento de las rentas del trabajo. Sea como fuere, la reducción de la participación de los salarios en los países desarrollados en unos diez puntos porcentuales desde 1980 ha constreñido considerablemente la demanda del consumidor que depende de sus ingresos, lo que repercute negativamente en la inversión privada

(TDR 2012). Estos efectos negativos en la demanda como consecuencia del empeoramiento de la distribución funcional de los ingresos se han visto reforzados con el agrandamiento de las diferencias en la distribución de los ingresos de las personas, ya que la parte del ingreso total correspondiente a los hogares más ricos se incrementó considerablemente y este tipo de familias suelen dedicar una menor parte de sus ingresos al gasto y ahorrar más que las demás. Estas tendencias se han visto fortalecidas por las políticas que pretenden solucionar el problema del déficit de demanda fundamentalmente mediante una expansión monetaria. Sin embargo, en lugar de alentar a las empresas a invertir en actividades productivas, ese tipo de política ha propiciado que las empresas inviertan en activos financieros, lo que estimula las burbujas de precios de los activos y empeora la distribución de la riqueza sin abordar el problema del estancamiento de los ingresos de la mayoría de la población.

El consiguiente debate sobre políticas se ha centrado principalmente en la cuestión de si la mejor manera de estimular la inversión privada y el crecimiento de la demanda agregada es la adopción de reformas estructurales orientadas a la oferta o de políticas fiscales y de ingresos orientadas a la demanda. El primer enfoque se basa en la convicción de que los mercados de trabajo y de productos que no son lo suficientemente flexibles no incentivan a las empresas a incrementar su inversión fija<sup>18</sup>. Sin embargo, en la medida en que el estancamiento secular es principalmente consecuencia de la debilidad de la demanda, esa manera de plantear las políticas está abocada a empeorar el problema en vez de resolverlo. Un planteamiento alternativo consiste en dar un mayor protagonismo a la política de ingresos (por ejemplo, una legislación sobre el salario mínimo, el fortalecimiento de las instituciones de negociación colectiva y las transferencias sociales) y al gasto público para hacer frente a la debilidad tanto de la demanda como de la oferta<sup>19</sup>. Obviamente esto es válido en el caso de la inversión pública en infraestructura.

Koo (2014) destaca que una política fiscal expansionista en un contexto de elevado endeudamiento privado no tiene por qué ser necesariamente perjudicial; por el contrario, como se examinó en el *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2011*, los positivos efectos multiplicadores del gasto público en una economía en situación de estancamiento o de recesión provocarían un aumento de la producción y

los ingresos tributarios, y, por consiguiente, estabilizarían la ratio de la deuda pública respecto al PIB. Este tipo de inversión pública es complementaria de la inversión privada y suele ejercer un efecto de atracción sobre esta última.

Además, una política de ingresos progresiva estimula la demanda, puesto que fortalece el poder adquisitivo de los segmentos sociales que tienen una elevada propensión a consumir. Esto, a su vez, crea salidas para la inversión privada con múltiples beneficios: el aumento de los ingresos salariales y las mejoras en el empleo formal reducen la presión financiera sobre los sistemas de pensiones y permiten a los hogares aumentar su gasto en consumo sin aumentar su deuda (Palley, 2015). Además, se sabe que unos mayores niveles de actividad y de empleo también fomentan la productividad, creando un círculo virtuoso de expansión de la demanda y de la oferta (McCombie *et al.*, 2002). Así pues, la expansión fiscal y el crecimiento de los ingresos harán aumentar la producción efectiva y al mismo tiempo acelerarán el crecimiento potencial de la producción, alimentando así una interacción positiva que sentaría las bases de un crecimiento sostenido y no inflacionista en el futuro. La coordinación internacional permitiría multiplicar los efectos vigorizadores, preservando al mismo tiempo la sostenibilidad de la balanza de pagos (Onaran and Galanis, 2012; TDR 2013).

Las implicaciones de este debate para los países en desarrollo son significativas (Mayer, 2015). Un estancamiento prolongado en los países desarrollados debilitaría la demanda de exportaciones de los países en desarrollo y afectaría tanto al crecimiento de la producción como a la productividad y acabaría creando problemas en la balanza de pagos de estos últimos países. Además, la opción de la expansión monetaria como instrumento principal para potenciar la demanda, junto con la no regulación de los movimientos de capitales, genera unos flujos financieros volátiles con destino a las economías emergentes muy superiores en magnitud a la capacidad de absorción de esas economías. A menos que los países en desarrollo estén en condiciones de aplicar políticas macroeconómicas y prudenciales para contener esas crisis financieras, entrarán en una sucesión de burbujas de precios de los activos y de episodios de consumo compulsivo a costa de deuda. El ulterior colapso financiero y la austeridad económica podrían acabar provocando un estancamiento secular en todo el mundo. ■



---

## Notas

---

- 1 Datos de *UNCTADstat* de julio de 2015.
- 2 *Financial Times*, “Victim of shale revolution, Nigeria stops exporting oil to US”, 2 de octubre de 2014.
- 3 Véase asimismo *UNCTAD News*, “In 2014, world merchandise exports grew by 0,6%, while trade in services recorded a 4,2% global increase”, 14 de abril de 2015.
- 4 A menos que se indique otra cosa, los datos sobre el comercio marítimo figuran en UNCTAD, 2015.
- 5 Los precios de las bebidas tropicales experimentaron un pronunciado incremento a principios de 2014, luego se estabilizaron hasta octubre de 2014 y bajaron en los primeros meses de 2015. Así, desde 2011 se observa una tendencia general a la baja de los precios de este grupo.
- 6 De hecho, los precios del petróleo fueron bastante volátiles en el primer trimestre de 2015. Muy probablemente ello obedeció a la incertidumbre sobre cuánto podían caer.
- 7 Bloomberg, “U.S. oil drillers add rigs for second straight week”, 10 de julio de 2015.
- 8 Véase *Financial Times*, “Iran’s return to oil market to weigh on crude prices”, 14 julio de 2015, y *Financial Times*, “Saudi Arabia’s crude oil output hits 10.6m b/d record in June”, 13 de julio de 2015.
- 9 Véase, por ejemplo, *Forbes*, “U.S. oil production forecasts continue to increase”, 7 de mayo de 2015.
- 10 Véase, por ejemplo, *Financial Times*, “Grain prices rise as tighter supply looms”, 30 de junio de 2015; *Financial Times*, “El Niño hits Asian and African cereal production”, 9 de julio de 2015.
- 11 Esta bajada del precio se debió al aumento de la producción de aluminio y zinc en China y una mayor oferta de níquel de Filipinas, así como a los elevados niveles de inventarios de níquel, (AIECE 2015).
- 12 China representa más de la mitad de la demanda mundial de metales (World Bank, 2015).
- 13 *Financial Times*, “Chinese fund doubles down on copper short”, 12 de mayo de 2015; *Financial Times*, “Copper benefits from equity margin calls”, 29 de junio de 2015; *Financial Times*, “China’s low rates sound death knell for copper carry trade”, 3 de julio de 2015; *Financial Times*, “Copper hit by China equity swings”, 6 de julio de 2015. También cabe señalar que abrir posiciones cortas en el cobre y largas en las acciones chinas fue una de las seis principales ideas comerciales de Goldman Sachs para 2014 (véase: <http://www.businessinsider.com/goldman-sachs-top-trades-for-2014-2013-12?op=1>).
- 14 Véase, por ejemplo, *Financial Times*, “Weak Brazilian real drags down coffee and sugar”, 30 de marzo de 2015.
- 15 La replicación de este ejercicio en el caso de distintos productos básicos representativos, como el petróleo, el cobre, el café o el trigo, también confirma que las bajadas de precios no son tan pronunciadas en DEG o euros cuando se aprecia el dólar.
- 16 Este debate no se refiere al petróleo, pues sus perspectivas en el actual entorno de la producción ya se han examinado anteriormente.
- 17 Véase Backhouse y Boianovsky (2015), donde se estudian el origen y el desarrollo de la tesis del estancamiento secular.
- 18 Por el contrario, se ha comprobado que las medidas encaminadas a incrementar la flexibilidad del mercado laboral en realidad reducen la productividad del factor trabajo (Vergeer and Kleinknecht 2010; Pessoa and van Reenen, 2013).
- 19 Véase Mukhisa Kituyi (2015). Declaración del Secretario General de la UNCTAD en la 31ª reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional. 18 de abril. Se puede consultar en <https://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/index.asp>.

---

## Bibliografía

---

- AIECE (2015). World trade and commodity prices in 2015-2016. Report submitted to the AIECE Spring General Meeting in London, 20–21 May. Association d'instituts européens de conjoncture économique-Working group on commodity prices and foreign trade. Available at: <http://sites.uclouvain.be/aiece/password/WTC-5-2015.pdf>.
- Backhouse RE and Boianovsky M (2015). Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy. Blanqui Lecture, 19th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, Rome, 14–16 May.
- BP (2015). *Statistical Review of World Energy 2015*. British Petroleum, London.
- Clarkson Research Services (2015). Shipping Review and Outlook. Spring. Clarkson Research Services Limited, London.
- Dabla-Norris E, Guo S, Haksar V, Kim M, Kochhar K, Wiseman K and Zdzienicka, A (2015). The new normal: A sector-level perspective on productivity trends in advanced economies. Staff Discussion Note No. 15/03, IMF, Washington, DC.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile.
- EIA (2015). *Short-Term Energy Outlook*. Washington, DC, United States Energy Information Administration. July.
- Gordon RJ (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper No. 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hansen AH (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29 (1): 1–15.
- IMF (2015). Commodity market developments and forecasts, with a focus on investment in an era of low oil prices. Special feature in *World Economic Outlook*, April, Washington, DC.
- Koo RC (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Lo S and Rogoff K (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. Working Paper No. 482, Bank for International Settlements, Basel.
- Mayer J (2015). How could the South respond to secular stagnation in the North? Presented at the workshop on Economic Stagnation and Deflation: Challenges for Japan in Comparative Perspective, School of Oriental and African Studies (SOAS), London, 3–4 July.
- McCombie JSL, Pugno M and Soro B (2002). *Productivity Growth and Economic Performance: Essays on Verdoorn's Law*. London, Palgrave Macmillan.
- OECD-FAO (2015). *Agricultural Outlook 2015-2024*. Paris and Rome.
- Onaran Ö and Galanis G (2012). Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects. Conditions of Work and Employment Series No. 40, International Labour Organization, Geneva.
- Oulton N and Sebastián-Barriol M (2013). Long and short-term effects of the financial crisis on labour productivity, capital and output. Working Paper No. 470, Bank of England, London.
- Palley TI (2015). Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter. Working Paper No. 151, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, Düsseldorf.
- Pessoa JP and van Reenen J (2013). The UK productivity and jobs puzzle: Does the answer lie in labour market flexibility? Special Paper No. 31, Center for Economic Performance, London.
- SNL Metals & Mining (2015). World Exploration Trends 2015. A Special Report from SNL Metals & Mining for the PDAC International Convention. Available at: <http://go.snl.com/rs/snlfinanciallc/images/World-Exploration-Trends-WET-Report-2015-English-USletter.pdf>.
- Summers L (2014a). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Keynote address at the National Association for Business Economics Policy Conference, Arlington, VA.
- Summers L (2014b). Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'. In: Baldwin R and Teulings C,

- eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Tang K and Zhu H (2015). Commodities as collateral. Available at: [http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu\\_Commodities\\_as\\_Collateral.pdf](http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu_Commodities_as_Collateral.pdf).
- UNCTAD (2015). *Review of Maritime Transport 2015*. United Nations publication, Geneva (forthcoming).
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2012). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- UNWTO (2015a). *UNWTO World Tourism Barometer*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- UNWTO (2015b). *UNWTO World Tourism Barometer – Statistical Annex*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- Vergeer R and Kleinknecht A (2010). The impact of labor market deregulation on productivity: A panel data analysis of 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (2): 371–408.
- World Bank (2015). *Commodity Markets Outlook*. July. Available at: [http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c\\_commodity\\_Jul2015.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c_commodity_Jul2015.pdf).
- Zhang M and Balding C (2015). Carry trade dynamics under capital controls: The case of China. Available at <http://ssrn.com/abstract=2623794>.



**Anexo al capítulo I****¿SE HAN DESFINANCIARIZADO LOS MERCADOS DE PRODUCTOS BÁSICOS?**

La expresión financiarización de los mercados de productos básicos se refiere a la observación de que esos productos se han convertido para los inversores de cartera en una clase de activos que se gestionan igual que si fuesen acciones y obligaciones. Aunque sigue vivo el debate sobre la financiarización, ya se ha constituido un importante corpus de análisis que indica que la dinámica de los precios de los productos básicos ha cambiado sustancialmente desde principios del primer decenio del siglo XXI y que esos cambios han conllevado un aumento considerable de las posiciones de los inversores financieros en los mercados de productos básicos, así como cambios en la composición de esas posiciones (*TDR 2009 y 2011*; UNCTAD, 2011).

Con respecto a las posiciones financieras en los mercados de productos básicos, los datos correspondientes al período iniciado en 2006 evidencian que el total de activos administrados en productos básicos había aumentado espectacularmente antes de la crisis financiera mundial, así como en el período 2009-2011. Alcanzaron su máximo —casi 450.000 millones de dólares— en el primer semestre de 2011 y se redujeron, desde un nivel que aún superaba los 420.000 millones de dólares en enero de 2013, a unos 270.000 millones de dólares en mayo de 2015. Si bien se trata de una disminución considerable, el nivel de activos administrados sigue siendo cercano al máximo que alcanzó antes de la crisis a mediados de 2008 (gráfico 1.A.1).

La caída de las posiciones de los activos administrados entre principios de 2013 y mediados de 2015 obedece a la conjunción de dos elementos. El primero es una caída drástica de las posiciones

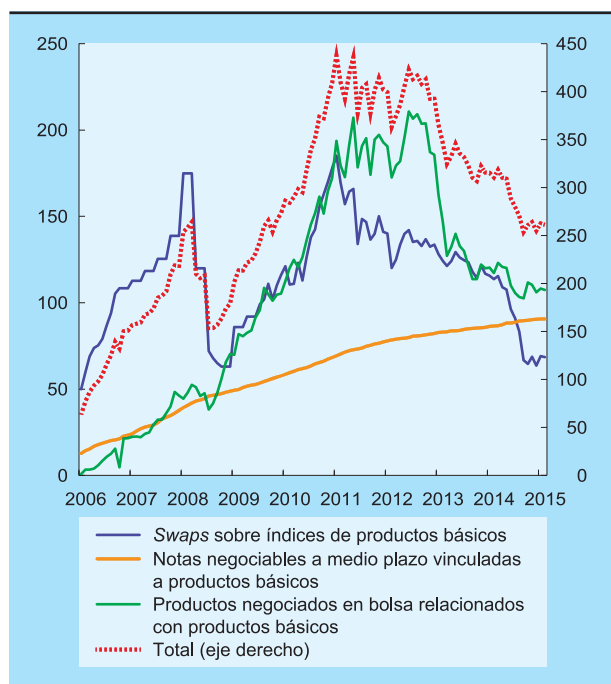
sobre productos básicos negociadas en bolsa, como los contratos de futuros y opciones en manos de fondos de cobertura, que cayeron en casi un 40% entre enero y junio de 2013. Es en este período también cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos inició la tercera ronda de la expansión cuantitativa, aprobada en septiembre de 2012, y cuando anunció, en junio de 2013, que podría proceder a una reducción gradual de la política de expansión más adelante en ese año. El último trimestre de 2012 también es el momento en que el índice S&P 500 del mercado de acciones empezó a recuperarse, incluso superando sus máximos históricos, posiblemente propiciado por una recomposición de las carteras financieras como consecuencia del interés por los títulos de renta variable en detrimento de los productos básicos. En segundo lugar, se produjo una fuerte caída de las posiciones sobre instrumentos de inversión en índices con una gestión pasiva en el segundo semestre de 2014, posiciones que posteriormente en el primer semestre de 2015 tocaron fondo para situarse a un nivel de 70.000 millones de dólares aproximadamente. Dado que los productos relacionados con la energía tienen un peso importante en la mayoría de los índices de los productos básicos, este movimiento se relacionó con el del precio del petróleo y probablemente fue reflejo del crecimiento constante de los suministros de petróleo en el contexto de un tibio crecimiento de la demanda mundial y de la decisión de la OPEP de no reducir la producción para contener la caída de los precios<sup>1</sup>.

También cabe señalar que desde mediados de 2011 las posiciones sobre productos básicos negociadas en bolsa han superado casi siempre las posiciones sobre *swaps* sobre índices de productos

Gráfico 1.A.1

**ACTIVOS ADMINISTRADOS VINCULADOS  
A PRODUCTOS BÁSICOS  
ABRIL DE 2006 A MAYO DE 2015**

(En miles de millones de dólares)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de Barclays Research.

básicos, a menudo por un margen significativo. Es posible que este dato sea indicativo de que ahora se considera a los productos básicos como una inversión a corto plazo oportunista y no como inversiones a largo plazo, como probablemente ocurría antes del comienzo de la crisis financiera en 2008, cuando las inversiones en instrumentos sobre índices constituían la mayor parte de los activos administrados. De hecho, la rentabilidad de las inversiones en índices descansa fundamentalmente en la ausencia de una estrecha correlación con las rentabilidades de otros activos financieros. Sin embargo, también depende de que se refuerce la tendencia de los precios al contado de los productos básicos, gracias, por ejemplo, a un rápido crecimiento en los países donde es considerable el consumo de productos básicos o en una situación de mercado invertido (*backwardation*), es decir, cuando la curva de los futuros presenta una pendiente descendente donde los inversores en índices obtienen rendimientos de reinversión (*roll yields*) positivos y realizan un beneficio sobre

sus posiciones, aun cuando no suban los precios al contado (*TDR 2009* y *TDR 2011*)<sup>2</sup>. Un rápido aumento de los precios al contado de los productos básicos vino acompañado de un fuerte aumento de las posiciones en inversiones en índices entre 2006 y el comienzo de la crisis a mediados de 2008. Los precios al contado de los productos básicos también experimentaron un fuerte incremento entre mediados de 2009 y mediados de 2011, mientras que en los grandes países en desarrollo, especialmente China, la economía no daba muestra alguna de abatimiento. Sin embargo, desde entonces se ha debilitado el crecimiento de los países en desarrollo, los productos básicos han resultado tener una fuerte correlación con otras clases de activos (véase *infra*) y han bajado los precios de estos productos básicos. Este cambio de situación favorable ha causado que los inversores en índices tengan unos rendimientos de reinversión negativos y es probable que explique en gran medida la disminución de la inversión en índices de productos básicos desde 2011, y especialmente que esa reducción se acelerase en el segundo semestre de 2014<sup>3</sup>.

Otro factor que probablemente haya sido causante de la disminución de los activos administrados, especialmente de las inversiones en índices, es el mayor grado de correlación entre los productos básicos y otros activos financieros. Estas correlaciones presentaron una tendencia alcista entre principios del siglo y 2008, y fueron muy pronunciadas en el período de 2008 a 2013. Si bien la correlación entre los rendimientos de los productos básicos y otros activos financieros fue menor entre mediados de 2013 y mediados de 2014, la correlación con los mercados de acciones se ha estabilizado en niveles aproximadamente similares a los niveles previos a la crisis y la correlación con el dólar ha vuelto a aumentar desde principios de 2015 (véase el gráfico 1.A.2). Esta última circunstancia es posible que sea reflejo sobre todo de la estabilización del tipo de cambio del dólar en medio del desvanecimiento de las expectativas de una inminente subida de los tipos de interés por la Reserva Federal de los Estados Unidos, que había impulsado su apreciación entre mediados de 2014 y principios de 2015.

El mayor grado de correlación entre los productos básicos y otros activos financieros, que se inició a principios de siglo y se acentuó en el período 2008-2013, puede atribuirse al cambio de la dinámica de los precios de los futuros sobre productos básicos.

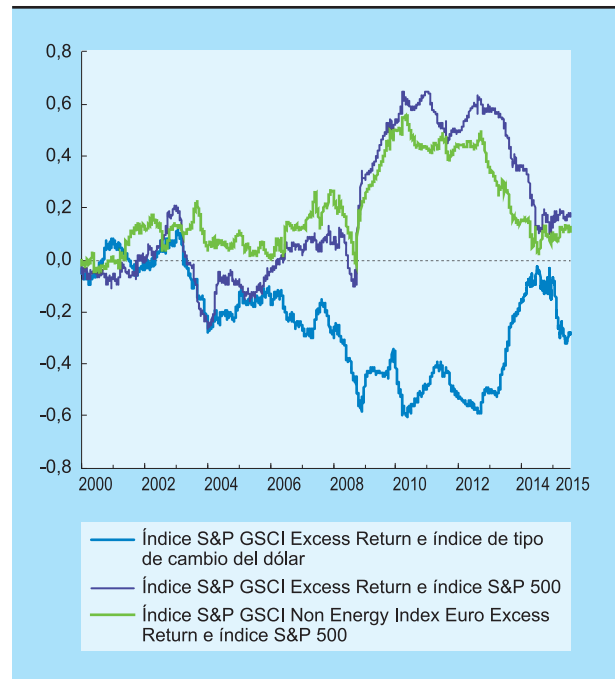


Como se explicó pormenorizadamente en el *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2009 y 2011*, son principalmente dos los mecanismos económicos que sustentan la financiarización de los mercados de productos básicos<sup>4</sup>. En primer lugar, según la teoría de la distribución del riesgo, los inversores financieros que toman posiciones largas en los mercados de productos proporcionan liquidez, se acomodan a las necesidades de cobertura y mejoran la distribución del riesgo. Sin embargo, basan sus estrategias de negociación en sus propias necesidades, que se determinan en los mercados financieros. Esto significa que pueden abrir o cerrar posiciones en los mercados de productos básicos con arreglo a la evolución de los precios de los mercados o las variaciones en el riesgo percibido en otros mercados de activos. Cuando lo hacen, como cuando, por ejemplo, necesitan efectivo para satisfacer una demanda de cobertura complementaria en los mercados de acciones, consumen liquidez y perjudican la distribución de los riesgos en los mercados de productos básicos<sup>5</sup>.

En segundo lugar, los inversores financieros suelen negociar como reacción a las señales informativas emitidas por los mercados financieros, lo que permite que se cuele “ruido” en la negociación de productos básicos (es decir, una negociación desligada de los fundamentales). Ese tipo de ruido en la negociación se intensifica cuando los inversores no tienen las mismas expectativas, lo que propicia que negocien con una estrategia especulativa contra ellos mismos. También se intensifica cuando las actividades más rentables surgen del comportamiento gregario (es decir, cuando los participantes en el mercado siguen la tendencia de los precios durante algún tiempo y desinvierten justo antes de que el resto del grupo lo haga) y cuando al actuar contra la mayoría, aun cuando esté justificado por disponerse información exacta sobre los indicadores fundamentales, se pueda incurrir en grandes pérdidas. Y lo que es aún más importante: los participantes en el mercado interesados en productos básicos físicos a menudo actúan a partir de información incompleta<sup>6</sup> sobre las perturbaciones de la oferta y la demanda mundial, así como sobre las variaciones en los inventarios, que a menudo no son transparentes. Por ello, no pueden diferenciar entre precios cuya movilidad se debe a la negociación de los inversores financieros o a las variaciones de los fundamentales. Esta situación hace que el “rebaño” adquiera poder de mercado y haga variar los precios en la dirección deseada, lo que suele llevar a que se disparen.

Gráfico 1.A.2

### CORRELACIONES ENTRE ÍNDICES DE PRODUCTOS BÁSICOS, ÍNDICES DE RENTA VARIABLE Y TIPOS DE CAMBIO DEL DÓLAR, 2000-2015



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

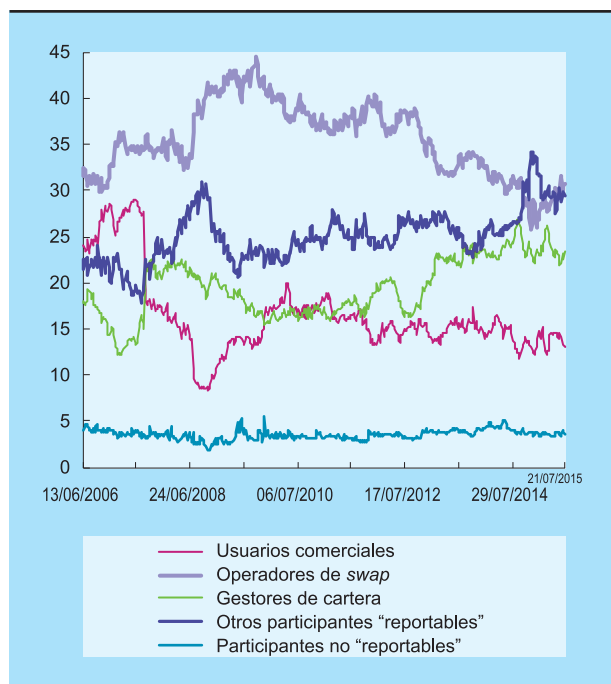
**Nota:** Los datos reflejan las correlaciones recursivas interanuales de rendimientos en relación con los respectivos índices con carácter diario.

La creciente correlación entre los mercados de productos básicos y otros mercados financieros ha restado validez a la idea de que la inversión en productos básicos es una estrategia adecuada de diversificación de cartera. Esta idea se fundamentaba en los datos correspondientes al período 1959-2004, que ponían de relieve que los rendimientos que ofrecían las inversiones en productos básicos eran similares a los de otras clases de activos, pero presentaban una correlación baja o incluso negativa con los rendimientos que se obtenían en los mercados de renta variable y renta fija (Gorton and Rouwenhorst, 2004). Este descubrimiento tuvo una importante resonancia mediática y se suele considerar que es el sostén intelectual del auge de la inversión en derivados de productos básicos y, en particular, de las posiciones sobre índices a los efectos de diversificación. Tras una actualización de este análisis, hace poco ha empezado a sostenerse que las inversiones en productos

Gráfico 1.A.3

**LA COMPOSICIÓN DEL INTERÉS ABIERTO TOTAL EN EL CASO DEL CRUDO WTI EN EL NYMEX, POR CATEGORÍA DE PARTICIPANTE EN EL MERCADO, 2006-2015**

(En porcentaje)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías (CFTC) de los Estados Unidos, *Commitment of Traders Reports*.

**Nota:** La CFTC proporciona datos desglosados sobre posiciones largas y cortas de los usuarios comerciales, operadores de *swaps*, gestores de carteras y otros participantes "reportables", así como las posiciones diferenciales (*spreads*) de estos últimos tres tipos de categorías. El interés abierto total es la suma de todas estas posiciones y las posiciones de los participantes "no reportables". Según Bhardwaj y otros (2015), los datos recogidos presentan la posición bruta total de cada una de las categorías (largos más cortos más el doble de la posición diferencial) como proporción del doble del interés abierto.

básicos siguen teniendo virtudes diversificadoras y que la hipótesis de la financiarización nunca fue válida principalmente por dos motivos (Bhardwaj *et al.*, 2015). En primer lugar, los autores sostienen que la composición del interés abierto en mercados de productos básicos ha permanecido relativamente estable, a pesar de haberse duplicado entre 2004 y 2014. Esta observación se basa en la suma de las posiciones sobre 27 productos básicos. Sin embargo,

en esta suma podría haberse introducido un sesgo. Los datos correspondientes al petróleo, que es el producto básico más negociado y cuyos movimientos de precios —como muchos reconocen— tienen efectos considerables en los precios de los productos básicos agrícolas (gráfico 1.A.3), indican que la proporción correspondiente a los operadores de *swaps* (que suele ser considerada un indicador representativo de los inversores en índices) aumentó considerablemente entre mediados de 2008 y comienzos de 2010, momento en que empezó a reducirse hasta finales de 2014, y que la proporción correspondiente a los gestores de carteras (como los fondos de cobertura) ha aumentado desde mediados de 2012. El gráfico también muestra que la proporción correspondiente a posiciones abiertas por los participantes de la categoría "otros reportables" tocó techo cuando los precios del petróleo registraron movimientos bruscos (es decir, en 2008 y entre el tercer trimestre de 2014 y en el primer trimestre de 2015) y que la proporción correspondiente a los usuarios comerciales (entre ellos, los productores, los intermediarios comerciales de productos básicos y los consumidores) se redujo considerablemente en 2007 y 2008 y, tras un repunte, desde 2010 su tendencia es bajista. De ahí que haya pocas pruebas que indiquen que las distintas categorías de usuarios de los mercados tienen cuotas de mercado estables. Aún más, es difícil atribuir claramente a los participantes en el mercado una de esas categorías, puesto que es posible que los operadores no siempre adopten la misma estrategia de negociación. En particular, la distinción entre los usuarios comerciales e inversores financieros cada vez está más difuminada, en parte debido a que las comercializadoras han comenzado gradualmente a desarrollar actividades financieras (para un análisis más detallado, véase United Nations, 2013: recuadro II.2). Este problema plantea una serie de cuestiones de carácter más general sobre la importancia real de las pruebas a las que hace referencia Bhardwaj (Bhardwaj *et al.*, 2015), aun cuando no estuviesen sesgadas<sup>7</sup>.

Un segundo argumento contra la hipótesis de la financiarización sostiene que el aumento de las correlaciones de los rendimientos entre productos básicos y otras clases de activos era simplemente un fenómeno temporal relacionado con la crisis financiera (Bhardwaj *et al.*, 2015). Sin embargo, como se indicó más arriba, y también como se sostiene en el *Informe sobre el comercio y el desarrollo de 2011*, el fuerte incremento —temporalmente relacionado

con la crisis— de las correlaciones puede atribuirse en gran medida a las sucesivas rondas de expansión monetaria llevadas a cabo por la Reserva Federal de los Estados Unidos, que acentuaron las correlaciones entre todos los mercados y propiciaron un segundo desplazamiento, que fue posterior al que ya se había producido en los primeros años del siglo. Así pues, como señaló la UNCTAD (*TDR 2011: 132-133*), “un endurecimiento de las condiciones monetarias [en los Estados Unidos] simplemente habría eliminado la causa del segundo desplazamiento en la correlación entre mercados, pero es poco probable que hubiera eliminado por completo la financiarización de los mercados de productos básicos para volver a situar las correlaciones entre

mercados en el nivel que tenían a finales de los años noventa”.

En su conjunto, no hay motivos para suponer que hayan desaparecido los mecanismos económicos que han impulsado a la financiarización de los mercados de productos básicos y que han hecho que esos mercados se amolden más a la lógica de los mercados financieros que a la normal de los mercados de bienes. Ni la evidencia empírica relacionada con la inversión financiera en los mercados de productos básicos ni la evolución de las correlaciones de rendimientos entre los distintos mercados de activos indican que los mercados de productos básicos se hayan desfinanciarizado. ■

## Notas

- 1 Los datos también evidencian un aumento constante de las notas negociables a medio plazo vinculadas a productos básicos (es decir, instrumentos de deuda de financiación empresarial garantizados por productos básicos). Esto puede reflejar, al menos en parte, el aumento de la exposición de la deuda en el sector de la energía, donde la carga de la deuda aumentó de 1 billón de dólares en 2006 a 2,5 billones de dólares en 2014 (Domanski *et al.*, 2015). Los suscriptores de esas notas negociables, por lo general, realizan una operación de cobertura contra la posibilidad de incumplimiento de sus obligaciones abriendo posiciones largas en los mercados de futuros. El descubrimiento de que los precios de las materias primas subyacentes aumentan cuando se suscriben esas notas negociables y disminuyen en la fecha de su vencimiento (Henderson *et al.*, de próxima aparición) indica que esas notas son un factor determinante de la volatilidad del precio del producto básico sin relación alguna con los cambios en los fundamentales del mercado.
- 2 En la teoría de la presión de cobertura se considera que esta situación de mercado invertido es “normal”, porque los productores de productos básicos tienen que ofrecer una prima a los especuladores para que asuman el riesgo del precio en las operaciones de cobertura. Esta situación también es una de las características fundamentales de la tradicional segmentación parcial de los mercados de futuros de productos básicos en los mercados financieros de mayor envergadura, debido a que los consumidores de productos básicos suelen ser reacios a entrar en operaciones de cobertura directa con productores individuales. El motivo es que los consumidores tienen que hacer frente a riesgos en múltiples productos básicos y no están dispuestos a asumir los costos fijos que supone la cobertura en múltiples mercados de productos básicos. Sin embargo, los datos empíricos muestran claramente que los mercados de productos básicos no siempre están en una situación de mercado invertido y de ahí que aprovechar este tipo de situación sea crucial para que las inversiones en índices de productos básicos sean rentables (Basu and Miffre, 2013).
- 3 Por ejemplo, el valor del índice de rendimientos totales en productos básicos de S&P de abril de 2013 era solo el 90% de su valor en 2011, antes de disminuir hasta apenas un 50% a principios de 2015; posteriormente repuntó ligeramente en el primer semestre de 2015. El rendimiento total de un contrato de futuros sobre productos básicos es la suma de las variaciones en el precio al contado, el rendimiento por reinversión y el rendimiento de la garantía. Dado que el nivel de este último depende de los tipos de interés, no es sorprendente que los períodos de expansión cuantitativa se caractericen por la baja rentabilidad de los activos vinculados a índices de rendimientos totales. Los índices de rendimiento superior al de referencia empleados en el gráfico 1.A.2 engloban únicamente los dos primeros

- tipos de rendimiento, pero no el rendimiento de la garantía.
- 4 Un tercer mecanismo pone de relieve la teoría del almacenamiento. Sostiene que deben aumentar los inventarios cuando los inversores financieros hacen subir los precios de los futuros, puesto que esos incrementos de precios dan lugar a que los productos básicos físicos generen un rendimiento de conveniencia, lo que propicia la constitución de más existencias de este tipo y esto, a su vez, la contracción de la oferta disponible para el consumo inmediato y la subida de los precios al contado. El rendimiento de conveniencia depende de los costos de almacenamiento y financiación y, por tanto, se ve muy afectado por el nivel de los tipos de interés nominales. Como se señaló en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2009*, en este planteamiento se asume que los mercados de activos físicos son perfectamente transparentes y que la información sobre las existencias de inventarios son plenamente disponibles a nivel mundial, lo cual no suele ser cierto por lo general.
  - 5 La repercusión directa de la inversión financiera en los precios de los productos básicos en relación con la teoría de la distribución del riesgo a menudo se ha examinado tomando como base las pruebas de causalidad de Granger sobre largos períodos de tiempo. Con estas pruebas normalmente se descubren escasas evidencias de una repercusión directa de la inversión financiera en los precios de los productos básicos (Sanders and Irwin, 2011). Ahora bien, en esta estrategia de detección se parte de la base de que las señales del mercado financiero propician que los inversores financieros tengan un comportamiento opuesto al que deberían adoptar teniendo en cuenta las señales del mercado de productos básicos y consuman liquidez todo el tiempo. No es el caso, especialmente en los períodos en que los perfiles de riesgo-rendimiento de los inversores financieros en otros mercados de activos hacen que su comportamiento cuando negocian en los mercados de productos básicos añada liquidez y mejore la distribución de los riesgos. Así pues, las pruebas de causalidad de Granger en subperíodos específicos suelen encontrar más evidencias de ese tipo de repercusión directa de los inversores financieros en los precios (Mayer, 2012).
  - 6 De hecho, la propia función de las bolsas centralizadas de productos básicos consiste en agregar información dispersa y facilitar el descubrimiento de los precios.
  - 7 En cuanto al argumento de los autores, según el cual la inversión en índices sigue siendo una estrategia válida de diversificación de cartera, cabe observar que Bhardwaj es un “analista de SummerHaven, una gestora de 1.400 millones de dólares en fondos de productos básicos, uno de cuyos socios es el Profesor Rouwenhorst” (véase *Financial Times*, “Investment: revaluating commodities”, 4 de junio de 2015).
- Basu D and Miffre J (2013). Capturing the risk premium of commodity futures: The role of hedging pressure. *Journal of Banking and Finance*, 37(7): 2652–2664.
- Bhardwaj G, Gorton G and Rouwenhorst KG (2015). Facts and fantasies about commodity futures ten years

---

## Bibliografía

---

- later. Working Paper No. 21243, National Bureau of Economic Research, (NBER), Cambridge, MA.
- Domanski D, Kearns J, Lombardi M and Shin HS (2015). Oil and debt. *BIS Quarterly Review*, March, Basel: 55–65.
- Gorton G and Rouwenhorst KG (2004). Facts and fantasies about commodity futures. Working Paper No. 0595, NBER, Cambridge, MA.
- Henderson BJ, Pearson ND and Wang L (forthcoming). New evidence on the financialization of commodity markets. *Review of Financial Studies*. Available at: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2014/12/25/rfs.hhu091.short?rss=1>.
- Mayer J (2012). The growing financialisation of commodity markets: Divergences between index investors and money managers. *Journal of Development Studies*, 48(6): 751–767.
- Sanders D and Irwin S (2011). The impact of index funds in commodity futures markets: A systems approach. *Journal of Alternative Investments*, 14(1): 40–49.
- UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2013). *World Economic Situation and Prospects 2013*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.C.2, New York.



## LA FINANCIARIZACIÓN Y EL MALESTAR EN LA MACROECONOMÍA

### A. Introducción

La influencia de los mercados y las instituciones financieras, fenómeno conocido como “financiarización” afecta a la manera en que la riqueza se produce y se distribuye (UNCTAD, 2011). En consecuencia, la integración cada vez mayor de las economías en desarrollo y en transición en el sistema financiero mundial, y la aceleración de los flujos de capital en esos países desde el comienzo del milenio, han fomentado el debate sobre la relación entre la apertura, la profundización del sector financiero y el desarrollo económico. El incremento de la integración financiera puede mejorar el acceso a la financiación externa para el desarrollo. Sin embargo, en este capítulo se sostiene que solo ha habido un vínculo débil entre la integración de la mayoría de las economías en desarrollo y en transición en los mercados financieros mundiales y el desarrollo de estas economías a largo plazo. Este vínculo ha experimentado nuevas tensiones en los últimos años debido a la sobreabundancia de la liquidez generada por los bancos centrales de los países desarrollados. Aunque varias economías en desarrollo y en transición han registrado excedentes (o menores déficits) por cuenta corriente en la última década, acumulando en conjunto un considerable volumen de reservas externas, su mayor apertura a unos flujos de capitales internacionales cada vez más cuantiosos e inestables, y en particular al capital especulativo a corto plazo,

las ha expuesto a los riesgos de los ciclos de auge y caída financieros<sup>1</sup>. En este capítulo se detallan las consecuencias de tales riesgos desde una perspectiva macroeconómica.

Los flujos financieros dirigidos a las economías en desarrollo y en transición en el período posterior a la crisis de 2008-2009 reflejan una pauta previamente establecida de influencias macroeconómicas que comenzaron a aparecer en numerosos países a partir de la década de 1980: un deterioro a largo plazo de la participación de los salarios en la renta mundial y una reducción del gasto del sector público en las economías desarrolladas, lo que ha contribuido a la disminución de la demanda mundial. El crecimiento mundial se ha basado principalmente en la expansión de la liquidez financiera y la generación de auges de crédito y de activos. Después de la crisis, las políticas de expansión cuantitativa llevadas a cabo por los países desarrollados, sumadas, tras un breve interludio expansivo, a la austeridad fiscal, han perpetuado en gran medida esta pauta<sup>2</sup>. La promesa de una mayor rentabilidad de las inversiones en las economías en desarrollo y en transición y la percepción de que presentaban menos riesgos que antes, las convirtieron en una alternativa atractiva para los inversores internacionales. No obstante, una proporción cada vez mayor de los flujos financieros dirigidos a estos

países ha solido ser de corto plazo o de un carácter más especulativo, y ya muestra un tipo de inestabilidad que recuerda a las condiciones que precedieron a las crisis financieras en varias economías en desarrollo y en transición en las décadas de 1980 y 1990.

En este capítulo se analiza la financiarización en las economías en desarrollo y en transición a nivel global y se destaca la relación entre los flujos de capital y los pagos en concepto de ingresos de los factores, así como las presiones resultantes sobre las balanzas comerciales. El hecho de que las economías en desarrollo y en transición paguen globalmente por sus obligaciones rendimientos mayores que los obtenidos de sus activos no está suficientemente reconocido y constituye un aspecto posiblemente problemático de esa relación. Las pautas existentes señalan tendencias no sostenibles de la cuenta corriente que, por tanto, dan lugar a una mayor fragilidad financiera. Además, en el actual contexto de lenta recuperación de la crisis, que exige fuertes contribuciones a la demanda mundial, especialmente por parte de los países excedentarios, las presiones para mitigar el efecto de las pérdidas de la renta neta de los factores sobre la cuenta corriente es contraproducente para el bienestar mundial.

En este capítulo se examinan después las consecuencias de la financiarización sobre las políticas macroeconómicas nacionales. Se sostiene que un exceso de flujos financieros altera los precios e influye en las políticas económicas, poniendo en peligro el potencial de crecimiento y desarrollo sostenible. Con cuentas de capital completamente abiertas, las autoridades monetarias quedan más expuestas a las presiones y expectativas de las finanzas externas. En particular, las abundantes entradas de capital generan presiones de apreciación del tipo de cambio, lo que se ve exacerbado por el compromiso generalizado de mantener tasas de inflación extremadamente bajas, como si fueran un fin en sí mismas. El alcance de las políticas fiscales se ve también limitado por una voluntad de mantener una política pública favorable al mundo de las finanzas, lo que desalienta la intervención de las políticas, tanto en el gasto como en los ingresos. El resultado es una tendencia a un entorno macroeconómico deflacionario, sumado a fragilidades estructurales en los sistemas de inversión financiera y productiva. Todo esto desalienta el crecimiento de una demanda global sólida y también la ampliación de la capacidad productiva.

Posteriormente, se examinan las repercusiones previstas de estas fragilidades sobre la demanda interna agregada, mediante el análisis de la historia de varias crisis financieras, relacionando el gran aumento de las finanzas especulativas con el excesivo riesgo del sector privado y las consiguientes pérdidas del sector público. Estas pérdidas se producen cuando los gobiernos asumen en última instancia y de manera universal los riesgos y los costos generados por la especulación privada y los fallos de la producción. Después, mediante un marco más amplio y elaborado, se yuxtaponen las fuerzas internas y externas del crecimiento económico, haciendo hincapié en las semejanzas entre las condiciones del pasado y las que prevalecen en la actualidad.

El capítulo concluye con un examen de varias respuestas de política que los países en desarrollo podrían considerar teniendo en cuenta estas fragilidades. Esas respuestas estarían encaminadas a lograr una mejor gestión de la financiarización y sus efectos macroeconómicos, y a fortalecer el vínculo entre las políticas monetarias y fiscales y los objetivos de desarrollo. Es menester que una sólida regulación financiera interna vertebré los esfuerzos encaminados a aprovechar los beneficios de las finanzas internacionales. En lugar de basarse en metas de inflación concebidas de manera restrictiva y en altos tipos de interés para gestionar las entradas de capital y la balanza de pagos, la combinación prudente de controles de capital y gestión del tipo de cambio, incluso incidiendo en la cuantía y la composición de las entradas de capital, ayudaría a mantener el acceso a la financiación externa productiva, alentando también la inversión interna. Son también imprescindibles políticas fiscales e industriales que generen las estructuras y las circunstancias propicias para el incremento de la producción nacional y la expansión de la demanda agregada. No obstante, habida cuenta del alcance de la financiarización y del enorme volumen de los flujos de capitales mundiales, la gestión macroeconómica a nivel nacional debe complementarse con medidas globales que pongan freno a la proliferación de flujos financieros especulativos. Se puede proporcionar un apoyo adicional en el plano regional por medio de más mecanismos sustanciales de apoyo al crédito y fondos de reserva comunes. La coordinación de las políticas también se debería llevar a la gestión macroeconómica nacional. Además, tales medidas tienen mayores posibilidades de éxito si se aplican a nivel regional y, en última instancia, a nivel mundial.



---

## B. Los retos de la expansión de la liquidez mundial

---

### 1. Las expansiones de la liquidez antes y después de la crisis

---

Un problema fundamental derivado de la Gran Recesión y que aún no se ha resuelto es la insuficiencia de la demanda mundial. En parte, esto refleja la incapacidad de restablecer el vínculo entre la financiación y la generación de ingresos sostenibles y el gasto. En el período previo a la crisis financiera de 2008-2009, la demanda efectiva en las principales economías no contó con el apoyo de un crecimiento sostenido de los ingresos salariales, que es el principal factor que impulsa la demanda de los hogares, ni, en la mayoría de los casos, fue apoyada por el aumento de los gastos del sector público. Desde la década de 1990, las políticas fiscales tuvieron un carácter moderado o estuvieron sujetas a ajustes a la baja en la mayoría de las principales economías. La excepción estuvo constituida por los Estados Unidos entre 2001 y 2004, en que la extraordinaria inyección fiscal ayudó a la recuperación de la economía después de la crisis “punto com”. Al faltar estos dos motores principales, el crecimiento del PIB se basó en la creación de liquidez, en un principio por las autoridades monetarias y después por instituciones financieras privadas (véase el capítulo III). En algunas de las principales economías, esto logró impulsar la demanda por medio de apreciaciones de los activos y de endeudamiento, lo que llevó a auges del consumo y a burbujas de la inversión privada. En otras economías, el motor correspondiente fue la demanda neta de exportaciones. Esta configuración peligrosa de las finanzas y la demanda distaba mucho del proceso de creación de crédito que sustenta la producción y la generación de empleo.

Del mismo modo, en la recuperación de la crisis de 2008-2009, el hecho de no revertir el deterioro a

largo plazo de la participación de los salarios en la renta, iniciado en muchos países en el decenio de 1980, se vio agravado por la austeridad fiscal, por la que optó la mayoría de las economías desarrolladas tras el breve episodio expansivo de 2009-2010. Esto hizo que la recuperación dependiese casi exclusivamente de una nueva expansión de la liquidez. Sin embargo, hay algunas diferencias importantes entre los períodos anterior y posterior a la crisis que ayudan a explicar la configuración reciente del crecimiento y la situación financiera en toda la economía mundial.

La primera y más obvia diferencia es el aumento de los déficits del sector público después de la crisis en las economías desarrolladas, correlato inevitable de los ajustes sin precedentes de los balances de los bancos, las empresas y los hogares. La segunda diferencia es que esta vez la creación de liquidez ha sido diseñada por los bancos centrales, a diferencia del período anterior a la crisis, en que el principal factor desencadenante de la creación de liquidez fue el excesivo apalancamiento del sector bancario privado (y paralelo)<sup>3</sup>. Una tercera diferencia, consecuencia de las dos primeras, es que la expansión de la liquidez se ha canalizado por medio de sectores financieros como los activos de cartera, incluso en los países en desarrollo y, por lo tanto, está bastante desvinculada de la economía real<sup>4</sup>.

Esto último se hizo evidente con el aumento de las correlaciones entre activos como los de mercados mundiales de valores, productos básicos y divisas a principios del decenio de 2000 (*TDR 2011*, UNCTAD 2012a). Las asignaciones de cartera entre los mercados de valores y de divisas reflejaron sobre todo percepciones sobre la existencia o ausencia de riesgo, mientras que los beneficios que se esperaban de la diversificación impulsaron la inversión en productos

básicos y redujeron el vínculo entre los precios de los activos y el rendimiento de los activos reales subyacentes, especialmente entre mediados de 2008 y mediados de 2013. Esto propició un notable aumento de la inestabilidad en todos los mercados. A partir de 2013, los fundamentales han sido más importantes para explicar los movimientos de los precios de la mayoría de los productos primarios (véase el capítulo I). En este contexto, la importancia variable de los impulsores de la formación de los precios en los mercados reales, financieros y de divisas ha socavado considerablemente la capacidad de las políticas para influir en el rendimiento económico real o mitigar los impactos externos.

En cuanto a las economías en desarrollo y en transición, su desempeño, tanto en los períodos anteriores como inmediatamente posteriores a la crisis, se ha caracterizado generalmente por una combinación de una demanda interna favorable y por el dinamismo de las exportaciones. Como grupo, también se han visto beneficiadas por una mayor estabilidad financiera interna que los países desarrollados, pese al avance de la liberalización de los flujos financieros y la apertura que ha hecho posible una mayor presencia de los bancos e inversores extranjeros en sus mercados nacionales. Sin embargo, la financiarización mundial, en ausencia de una regulación suficiente de los mercados financieros internos, ha dejado a las economías en desarrollo y en transición más expuestas a las consecuencias de los ciclos de auge y caída de las corrientes de capital, como se señaló en anteriores *Informes sobre el Comercio y el Desarrollo* y en otros estudios (Akyüz, 2008 y 2011). La exposición a cualquier impacto derivado de ciclos financieros externos podría erosionar rápidamente la fortaleza de la demanda interna en varias economías en desarrollo y en transición, con posibles repercusiones para la estabilidad de la economía mundial.

En China, donde la esterilización monetaria y la acumulación de reservas han moderado en gran medida los efectos de las entradas de capitales, el sobreendeudamiento de sectores vinculados al auge de la construcción se está convirtiendo en una creciente preocupación para los encargados de la formulación de políticas (Chandrasekhar and Ghosh, 2015; Magnus, 2014)<sup>5</sup>. Aunque aún cabe esperar una desaceleración de la inversión, si esta coincide con un fuerte descenso en la construcción de viviendas y de infraestructura, podría contribuir a una reversión de las grandes entradas de capitales a corto plazo y

destinados a la compra de acciones (como se detalla más abajo). En otras economías en desarrollo y en transición, la aplicación de políticas socialmente más incluyentes ha resultado relativamente eficaz como apoyo a la demanda interna gracias a la adopción de medidas fiscales anticíclicas, la implementación de planes estratégicos para la diversificación de las exportaciones, anteriormente centradas en los productos básicos (con un éxito limitado), la socialización de las ganancias derivadas de la extracción de productos básicos y la moderación de los efectos de las entradas excesivas de capitales por medio de la acumulación de reservas o diferentes formas de control los capitales. No obstante, sigue habiendo una fuerte posibilidad de que el alcance y los efectos de estas medidas de políticas no basten para contrarrestar el enorme tamaño y la consiguiente influencia de los mercados financieros mundiales. De hecho, el “pánico” surgido en 2013 tras la limitación de la expansión cuantitativa, el cual generó impactos sustanciales en el rendimiento y reacciones de políticas deflacionarias en varios países en desarrollo, podría resultar un (leve) presagio de posibles inversiones de las corrientes de capitales en el futuro (Neely, 2014; UNCTAD, 2014). El panorama podría ser más difícil para las economías en desarrollo y en transición que no han aplicado ninguna política compensatoria para gestionar la financiarización.

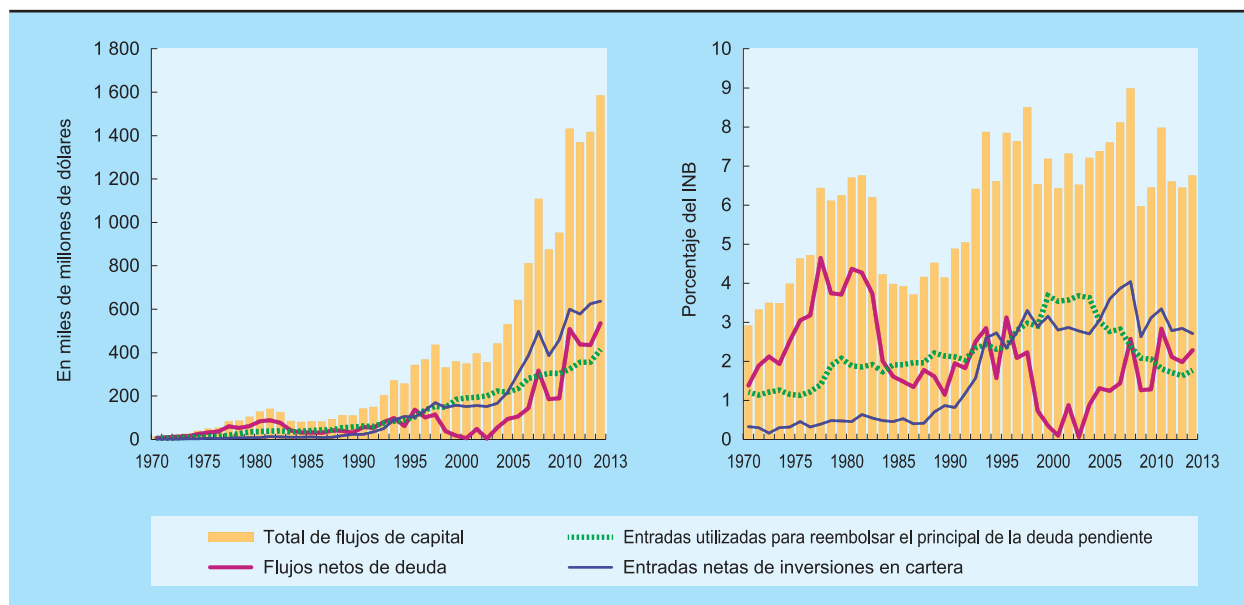
## **2. El aumento de las entradas de capital a las economías en desarrollo y en transición y sus riesgos agregados**

Los registros completos de las corrientes externas y los saldos en un gran número de economías en desarrollo y en transición confirman que su exposición a fuentes externas de financiación ha seguido aumentando (Chandrasekhar, 2007; Gallagher, 2015)<sup>6</sup>. Los flujos brutos anuales de deuda (flujos netos más reembolso de la deuda) a las economías en desarrollo y en transición alcanzaron cerca de 1 billón de dólares en 2013. Esto representa aproximadamente cinco veces más que en 2002, el último punto mínimo importante tras la secuencia de crisis financieras ocurridas a fines del decenio de 1990 y la caída de las “punto-com” de 2001, cuando los flujos de deuda bruta hacia las economías en desarrollo y en transición ascendieron a 204.000 millones de dólares. Cabe señalar que una proporción creciente de los flujos brutos anuales de

Gráfico 2.1

### ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, POR COMPONENTES, 1970-2013

(En miles de millones de dólares y porcentaje del INB)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de *International Debt Statistics (IDS)* del Banco Mundial.

deuda corresponde a reembolsos de la deuda, que crecieron proporcionalmente al volumen de las obligaciones acumuladas a lo largo del tiempo. Sin embargo, también hubo un enorme aumento de los flujos netos de deuda (esto es, las entradas brutas menos los reembolsos), de 3.500 millones de dólares en 2002 a 535.000 millones en 2013. Las entradas netas para inversión en las economías en desarrollo y en transición, que, según *International Debt Statistics 2015* del Banco Mundial, comprenden inversiones accionariales de cartera y también inversiones directas, aumentó más de cuatro veces durante ese período, de 152.000 millones de dólares a 637.000 millones (gráfico 2.1).

Estos incrementos de los flujos externos a las economías en desarrollo y en transición no resultan tan sorprendentes si se tiene en cuenta que esas economías experimentaron un período de rápido crecimiento económico casi ininterrumpido a partir de 2003, a pesar de estar afectadas en diversos grados por la crisis financiera mundial. Las comparaciones de las mismas variables de los flujos mencionadas más arriba como porcentaje del ingreso nacional bruto (INB) agregado se indican en el gráfico 2.1. Según

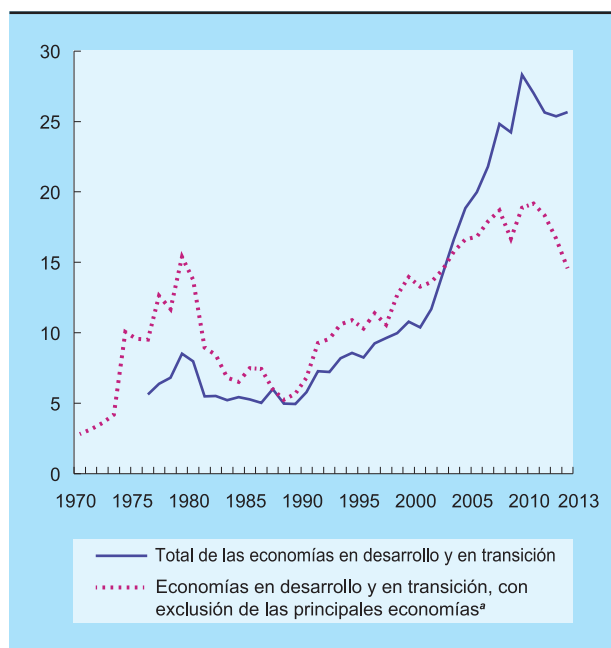
esta medición, hubo un considerable aumento de los flujos brutos y netos de la deuda entre 2002 y 2007, que se repitió nuevamente en 2010. Especialmente en el caso de los flujos brutos, la pauta es similar al ciclo de auge del decenio de 1990, aunque no tan extraordinaria como la registrada en el decenio de 1970, que llevó a las crisis de la deuda de comienzos del decenio de 1980. Las entradas netas de inversiones en cartera como porcentaje del INB también experimentaron fluctuaciones, pero a partir de un nivel sistemáticamente más alto desde mediados del decenio de 1990 en adelante. Como proporción del INB, ambas fuentes de entradas externas a las economías en desarrollo y en transición (deuda y capital en acciones), consideradas conjuntamente, aumentaron del 2,8% en 2002 al 5% en 2013, tras haber alcanzado dos niveles históricos máximos, del 6,6% en 2007 y del 6,2% en 2010.

Estas pautas agregadas no son exclusivas de las economías en desarrollo y en transición más grandes, que tienen mercados financieros y de capitales relativamente más desarrollados. Las economías en desarrollo y en transición de menores ingresos<sup>7</sup> pueden

Gráfico 2.2

### RESERVAS DE DIVISAS EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN, 1970-2013

(En porcentaje del INB)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *IDS* del Banco Mundial.

**a** Las principales economías excluidas son: Argentina, Brasil, China, India, México, Sudáfrica y Turquía. También están excluidas: Argelia, Egipto, Libia, Marruecos y Túnez. La Federación de Rusia no figura en la muestra de *IDS*.

haber absorbido un volumen considerablemente menor de los flujos de capital, pero sus pautas son similares a las del grupo en su conjunto y muestran un claro aumento entre 2002 y 2013, con niveles máximos en 2007 y 2010. Como proporción del INB, ambas fuentes de corrientes externas dirigidas a este subgrupo de economías en desarrollo y en transición en su conjunto (deuda y capital en acciones) aumentaron desde el 2,5% en 2002 hasta el 5,1% en 2013, tras haber alcanzado un nivel histórico máximo del 7,7% en 2007.

En relación con los períodos anteriores, a partir de 2003, la mayoría de las economías en desarrollo y en transición experimentaron un fuerte crecimiento y excedentes o menores déficits por cuenta corriente, lo que sugiere que las necesidades de financiación para el desarrollo quizá no han sido el principal motor de esta enorme afluencia de capital<sup>8</sup>. Las principales

razones pueden haber sido, más bien, los “factores de empuje”, como las condiciones monetarias y la percepción del riesgo de los inversores de los países desarrollados, junto a la apreciación registrada en los mercados de valores de las economías en desarrollo y en transición (véase *TDR 2013*, cap. III para un análisis econométrico detallado). No es ajeno a esto el hecho de que las economías en desarrollo y en transición en su conjunto, en particular las más grandes de este grupo, han acumulado un considerable volumen de reservas externas durante este período (gráfico 2.2)<sup>9</sup>. En estas circunstancias, la acumulación de reservas refleja principalmente un exceso de entradas con respecto a los importes que normalmente serían compatibles con las pautas del gasto interno y la inversión. En 2013, más del 40% de las reservas en poder de las economías en desarrollo y en transición eran “prestadas”, en el sentido de que no provenían de un superávit por cuenta corriente, sino que se habían obtenido de las entradas de capitales (Akyüz, 2014: 11). Aunque los responsables de la formulación de políticas a menudo consideran la acumulación de reservas como una medida de precaución, esta estrategia tiene límites. Teniendo en cuenta los niveles de las entradas y la acumulación de reservas, es importante saber si estas pautas son compatibles con la estabilidad financiera y con una demanda global sostenida.

Cuando se examina la balanza de pagos, la atención se centra a menudo en los déficits y los excedentes comerciales, basándose en el supuesto de que las rentas netas de los factores<sup>10</sup> simplemente reflejarán una pauta neutra de corrientes de capitales. Sin embargo, la determinación de la balanza de rentas de los factores y sus repercusiones presenta algunas complejidades. En primer lugar, las rentas de los factores dependen del volumen de los activos y los pasivos, y también de sus rendimientos. A su vez, los activos y los pasivos provienen de los flujos de salida y de entrada, respectivamente. En segundo lugar, el superávit por cuenta corriente equivale, por definición, a una salida *neto* de fondos de la “cuenta de capital y cuenta financiera” (denominadas en adelante “cuenta de capital”)<sup>11</sup>. A la inversa, un déficit por cuenta corriente equivaldrá a entradas *netas* de capital. Sin embargo, esto no significa que una economía recibirá exactamente una cantidad de entradas brutas que coincida con el déficit por cuenta corriente o tendrá salidas brutas que equivalgan exactamente al superávit por cuenta corriente. Más bien, las entradas



y las salidas son en parte el resultado autónomo de las percepciones de los inversores, que pueden dar lugar a desajustes entre las finanzas y la economía real. Como se señaló anteriormente, las entradas de capital que exceden de las que se necesitan para financiar un déficit por cuenta corriente van a parar a los capitales privados exportados por los residentes o a las reservas acumuladas por los bancos centrales. Del mismo modo, los países que tienen superávit y que, además de sus divisas obtenidas por el comercio, reciben grandes cantidades de flujos privados, terminan acumulando reservas “prestadas”.

Teniendo en cuenta que los rendimientos pagados a los inversores extranjeros son por lo general mayores que los obtenidos por los residentes privados o los bancos centrales de los países en desarrollo, el resultado final es que la balanza de rentas de los factores a menudo tiende a empeorar la cuenta corriente<sup>12</sup>. Por ejemplo, es posible que un aumento de las posiciones de inversión netas (positivas) de las economías en desarrollo y en transición con superávit coexistan con una disminución de las rentas netas de los factores. Estas desventajas son mayores para las economías en desarrollo y en transición con prolongados déficits por cuenta corriente, en que las reservas acumuladas son en su mayoría “prestadas”. Por lo tanto, con el empeoramiento de los desequilibrios de las rentas netas de los factores y los déficits comerciales, estas economías en desarrollo y en transición harán frente cada vez más a situaciones de obligaciones en cifras netas. Si no logran mejorar sus resultados comerciales, las economías en desarrollo y en transición deficitarias dependerán de las entradas de capital para cumplir sus obligaciones externas. De esto se deduce que se trata de esquemas de tipo “Ponzi”, sumamente frágiles, en los que las obligaciones exigibles solo se pueden satisfacer por medio de un mayor endeudamiento, y cualquier pequeño cambio en las circunstancias o las opiniones, internas o externas, puede desestabilizar tanto el sistema financiero como las condiciones macroeconómicas (Minsky, 2008).

Por lo general, las economías en desarrollo y en transición tratan de mejorar sus resultados comerciales por diversas razones relacionadas con el crecimiento y el progreso técnico, entre otras. Sin embargo, las perspectivas de salidas netas aún mayores correspondientes a los factores, debido a la acumulación de obligaciones heredadas del pasado

y a rendimientos desiguales, pueden intensificar la búsqueda de estrategias económicas para aumentar las exportaciones netas, incluso mediante la reducción de las importaciones<sup>13</sup>.

En resumen, los datos empíricos demuestran que la financiarización está asociada con un continuo aumento de las corrientes de capitales mundiales dirigidas a las economías en desarrollo y en transición<sup>14</sup>. Estas economías hacen frente además a la irregularidad de rendimientos de sus activos en relación con sus pasivos. Desde una perspectiva global, esta combinación de pautas puede ser problemática en formas que no se han reconocido de manera suficiente. En primer lugar, las economías pueden encontrarse en una situación en la que el deterioro de su cuenta de rentas de los factores conduzca a un aumento del pasivo en condiciones financieras de tipo “Ponzi”. En segundo lugar, en las circunstancias actuales de lenta recuperación de la crisis, cuando es menester realizar esfuerzos para impulsar la demanda global, especialmente por los países excedentarios, el objetivo de lograr excedentes comerciales para mitigar las pérdidas de rentas netas de los factores introduce un sesgo contractivo.

### **3. Una mayor integración financiera y flujos de capital cada vez más inestables**

Las opiniones convencionales sobre la integración financiera subrayan que esta sería beneficiosa tanto para los inversores como para los países receptores, siempre que se lleve a cabo en un entorno macroeconómico sólido. Las políticas recomendadas para las economías en desarrollo y en transición incluyen la reducción de la intervención gubernamental (adjudicando un mayor papel a las instituciones financieras, tales como los bancos privados y los fondos de pensiones), así como el aumento de la competencia y las reformas estructurales en los mercados de productos y de mano de obra (Caruana, 2011; Milken Institute, 2014a; OECD, 2011).

Por el contrario, en el presente análisis se adopta un enfoque más amplio y más crítico con respecto a la financiarización, haciendo hincapié en la forma en que los factores de empuje y arrastre han hecho

resurgir riesgos para las economías en desarrollo y en transición tras la crisis financiera. Estos mayores riesgos se derivan de las condiciones externas y también de las internas. Las condiciones externas incluyen un exceso de liquidez global, impulsada muy recientemente por la flexibilización cuantitativa en los países desarrollados, que no fue acompañada de una expansión suficiente de la demanda debido a la austeridad fiscal<sup>15</sup>. En las economías en desarrollo y en transición, los riesgos han solido provenir de las políticas macrofinancieras que no tienen en cuenta la importancia de la regulación financiera interna y subestiman los posibles efectos nocivos de las burbujas especulativas. Por ello, en esta sección se destaca la composición de las inversiones de cartera como orientación para la evaluación de los posibles riesgos<sup>16</sup>.

Durante los últimos diez años, la importancia de los flujos especulativos a corto plazo, privados y no garantizados, ha aumentado considerablemente en las carteras externas de muchas de las economías en desarrollo y en transición más grandes (gráfico 2.3), así como de todas esas economías en conjunto, con exclusión de los países señalados individualmente<sup>17</sup>. En el gráfico 2.3 se indican las pautas de los flujos de capitales más especulativos en relación con el total de entradas, como proporción del INB; la diferencia incluye sobre todo los préstamos a largo plazo o con garantía pública a instituciones del sector público, así como la inversión extranjera directa (IED). Es evidente que dentro de este grupo tan variado de países hay importantes diferencias en cuanto a las condiciones iniciales, el comportamiento y otros factores. Chandrasekhar (2015), por ejemplo, hace hincapié en la influencia de las crisis financieras anteriores y recientes en la orientación de las respuestas de políticas de los países. Un ejemplo de ello es Indonesia, donde la adopción de nuevas medidas de regulación y controles de capitales tras la crisis financiera asiática de 1997-1998 ayuda a explicar por qué los flujos de capital no se recuperaron hasta bien entrada la mitad del decenio de 2000. Otro caso es el de la Argentina, donde la cuantía de los flujos netos de capital se mantuvo moderada después de la crisis de 2001-2002<sup>18</sup>. Otros autores, como Gallagher (2015), proponen una descripción de las regulaciones financieras transfronterizas a raíz de la crisis financiera de 2008-2009, y destacan los casos del Brasil, el Perú, la República de Corea y Tailandia, que aplicaron

medidas de segunda y tercera generación, controles basados en los precios y regulaciones cambiarias, respectivamente.

Sin perjuicio de las observaciones sobre su diversidad, el conjunto de los países que figuran en el gráfico 2.3 muestra en total una proporción muy grande de flujos habitualmente inestables o poco fiables, que ocasionan fluctuaciones importantes, en algunos casos, dramáticas. En períodos de uno o dos años, en la casi totalidad de estas economías la magnitud de los flujos netos ha variado en más del 5% del INB, al alza o a la baja, al parecer debido a variaciones en la combinación dentro de esos flujos de deuda privada sin garantía pública, deuda a corto plazo e inversiones accionarias (es decir, de carácter inestable). En algunos países, como Sudáfrica y Turquía (y también Ucrania hasta la crisis de 2013), estos flujos inestables representan casi la totalidad de las entradas, que, en conjunto, pueden alcanzar proporciones bastante importantes, de más del 6% del INB. Estos flujos son aún más grandes en el caso de otros países, como la India, Malasia y Tailandia. En la muestra seleccionada, solo China, Indonesia y México tienen situaciones en las que la mayoría de las entradas pueden no tener un carácter inestable o de corto plazo. Esto puede explicarse, al menos en parte, por el mayor papel que desempeña la regulación en los dos primeros países.

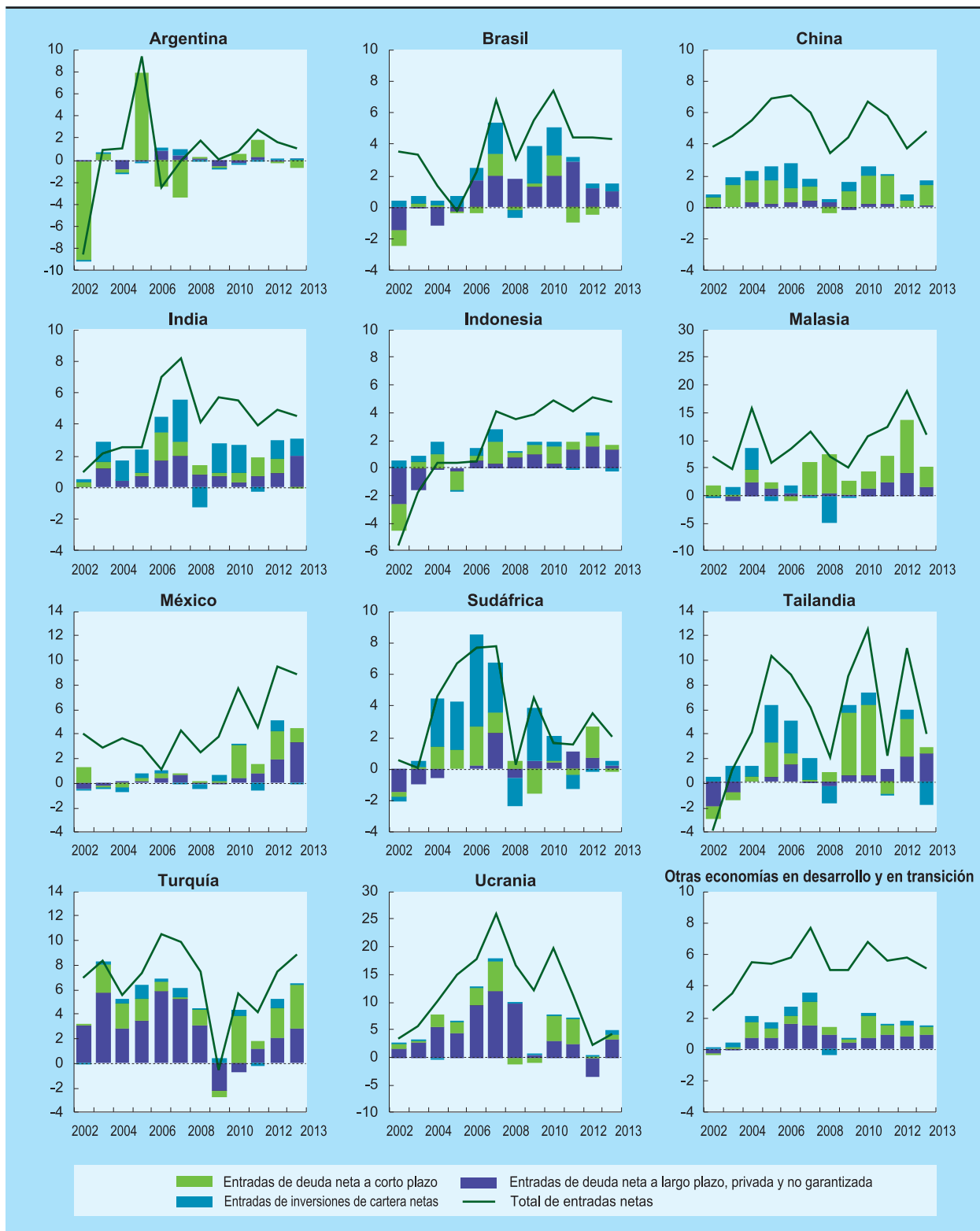
Estas pautas reflejan el aumento de la vulnerabilidad de las economías en desarrollo y en transición, no solo debido a su tamaño en relación con el INB, sino en particular por el hecho de que algunos mercados, como los mercados de valores, los de divisas y, en algunos casos, incluso los mercados de bienes raíces, operan en esferas que están relativamente fuera del alcance de las políticas públicas. Estos mercados son habitualmente inestables y muy correlacionados entre sí, lo que agrava las posibilidades de movimientos desestabilizadores. Además, aunque puede ser difícil medir el tamaño de los mercados de divisas desde la perspectiva de una única economía, las medidas de capitalización interna de los mercados de valores son reveladoras: en esta muestra de economías en desarrollo y en transición que figura en el gráfico 2.3, la capitalización interna es por lo general considerable, y en algunos casos superior al 100% del PIB (Akyüz, 2014; Milken Institute, 2014b).



Gráfico 2.3

**COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL, EN ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN SELECCIONADAS, 2002-2013**

(En porcentaje del INB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos IDS del Banco Mundial.

En muchos países y en el subgrupo de economías en desarrollo y en transición, la diferencia entre el total de flujos y el conjunto de flujos inestables incluye la IED y las entradas de inversiones no accionariales (gráfico 2.3). La IED en actividades productivas, especialmente en los sectores industriales que apuntalan el desarrollo, puede contribuir positivamente al desarrollo<sup>19</sup>. Esto sucede particularmente cuando la IED consistente en inversiones en nuevas instalaciones se absorbe adecuadamente a nivel nacional. Sin embargo, los datos agregados sobre la IED deben interpretarse con precaución. Por ejemplo, la clasificación de la IED se refiere habitualmente a la magnitud de la participación en la propiedad (el 10% o más, según el FMI) y no a la liquidez de la inversión. En realidad, la innovación financiera y la profundización de los mercados financieros pueden hacer más visibles las grandes participaciones sin que se produzcan cambios significativos en la liquidez de las inversiones. Otro ejemplo es el hecho de que la construcción de inmuebles, un sector sumamente líquido y volátil, haya atraído la mayor parte de la IED en inversiones en nuevas instalaciones en 2014, y que, de los 20 principales receptores, todos menos 4 fueron países en desarrollo<sup>20</sup>.

Además, se debe tener en cuenta la posible magnitud de los pagos de factores en relación con la IED. En 2014, el valor de la IED mundial fue superior al de todas las entradas de IED<sup>21</sup>. Las economías que son las principales receptoras de IED pueden experimentar el tipo de inestabilidad de la balanza de pagos mencionado anteriormente, ya que el mantenimiento de una senda de crecimiento sostenible requiere generar divisas suficientes para cubrir los pagos externos, particularmente en el contexto de grandes salidas de beneficios (*TDR 1999*). Si las entradas de IED disminuyeran, el problema de cubrir incluso una moderada repatriación de beneficios

podría agravarse rápidamente, especialmente cuando una gran proporción de entradas de IED consiste en ingresos reinvertidos y puede comportarse de manera más parecida a las corrientes de cartera que a las corrientes a largo plazo (Kregel, 2014b)<sup>22</sup>.

Este panorama de flujos de capital inestables reproduce la experiencia de muchos países en desarrollo a fines del decenio de 1980 y en la de 1990 (como se examina más adelante). Aunque la proporción combinada de flujos de capitales privados, de corto plazo y de acciones como porcentaje del INB es ahora mayor de lo que fue en esas dos décadas, en aquel momento, muchos países en desarrollo comenzaron a depender de tales formas de financiación, ya que los mercados de deuda se mantuvieron prácticamente vacíos después de la crisis de la deuda que estalló en 1982. Singh y Weisse (1998), en un análisis crítico de las interacciones entre los flujos de capital especulativos y los mercados de valores en los países en desarrollo, llegaron a la conclusión de que la inestabilidad resultante, la probabilidad de crisis macrofinancieras, la mala asignación de los recursos y los graves trastornos causados a los objetivos de desarrollo a largo plazo dejaban en entredicho el argumento de que los países en desarrollo debían recurrir a los mercados de valores con el fin de movilizar recursos para el desarrollo sostenible.

Combinando estos puntos de vista sobre la volatilidad derivada de la estructura de los flujos de capitales mundiales más las fragilidades derivadas de las balanzas de pagos de los países, en esta sección se sostiene que la expansión de los flujos inestables, de corto plazo y especulativos dificulta la utilización de esa financiación externa de forma que pueda favorecer el desarrollo. En la siguiente sección se retoma la cuestión de los retos y oportunidades para la gestión macroeconómica interna.

---

## C. Los costos macroeconómicos de la financiarización

---

### 1. Efectos de la integración financiera sin restricciones sobre los precios y las políticas

---

Además de los riesgos macrofinancieros señalados anteriormente, las corrientes financieras inestables dirigidas a las economías en desarrollo y en transición tienen efectos sobre los precios clave, como los tipos de cambio, y al mismo tiempo restringen las políticas monetarias y fiscales. Los denominados modelos de crecimiento “restringidos por la balanza de pagos” proporcionan una base para comprender las innumerables conexiones y líneas de causalidad existentes entre los flujos externos y el crecimiento económico. Se basan en la idea de que para lograr un crecimiento sostenido es necesario equilibrar de manera sostenible las importaciones y los pagos netos de factores con las exportaciones<sup>23</sup>. Por ejemplo, el tamaño del déficit por cuenta corriente o la deuda externa en relación con los ingresos nacionales puede limitar las vías para alcanzar un crecimiento estable. Los encargados de la formulación de políticas pueden cambiar de rumbo reduciendo el gasto interno y, por tanto, las importaciones, o bien apoyando inversiones que activan un crecimiento más rápido de la producción, por ejemplo mediante el incremento de las exportaciones (Moreno-Brid, 1998). Según este enfoque, otra posibilidad es que las condiciones de los mercados financieros internacionales determinen la amplitud de la financiación extranjera disponible, lo que a su vez afecta a las importaciones y las inversiones fijas y en última instancia determina la balanza comercial y la trayectoria de crecimiento (Barbosa-Filho, 2001).

Estas relaciones quizá son más inmediatamente evidentes en la manera en que las corrientes financieras, en combinación con las reacciones de las políticas monetarias, afectan a los precios. Influir en

el tipo de cambio real para mantener la competitividad y alentar la producción de bienes comerciables representa un reto para los encargados de la formulación de políticas en las economías en desarrollo y en transición. La excesiva depreciación del tipo de cambio nominal tenderá a agravar la inflación de los precios internos debido al mayor costo del capital y los bienes de consumo importados. Inversamente, la excesiva apreciación del tipo de cambio nominal, cuando no está suficientemente compensada por una menor inflación interna, puede crear una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real, que tiene un efecto prolongado sobre la cuenta corriente. Las políticas de los bancos centrales de los países en desarrollo deben sortear esas limitaciones.

Las intervenciones en el mercado cambiario para evitar una apreciación de la moneda nacional conducen a la expansión monetaria, que los bancos centrales habitualmente tratan de esterilizar mediante la venta de títulos públicos en los mercados monetarios. Sin embargo, estas operaciones no siempre dan lugar a tipos de interés estables y compatibles con la demanda real; generalmente, el tipo de interés suele aumentar exageradamente, y a esto sigue una caída drástica. Un tipo de interés más alto ejerce más presión al alza sobre el tipo de cambio, al emprender los inversores extranjeros operaciones de arbitraje de tipos de interés. Aun suponiendo que la gestión del tipo de cambio y la acumulación de reservas pueda ser útil en el contexto de las corrientes de capital, a menudo esta política no es simétrica. Las autoridades suelen tener mayores dificultades para hacer frente a las inversiones de las corrientes de capitales. La utilización de una gran cuantía de reservas para satisfacer la demanda de divisas corre el riesgo de terminar vaciando las arcas<sup>24</sup>. Por lo general, se activan las operaciones de mercado monetario destinadas a elevar el tipo de interés.

Aunque el banco central gestione explícitamente el tipo de cambio, si su conducta responde al propósito de tener una baja tasa de inflación, habrá una tendencia hacia la apreciación nominal (véase una explicación más detallada en Barbosa-Filho, 2012). La fijación de objetivos de inflación suele ajustarse habitualmente a estrechos planteamientos monetaristas acerca de la existencia de un suministro exógeno de dinero y sus efectos sobre la inflación. Así, tras aumentos repentinos de los flujos de capitales, las autoridades monetarias pueden considerar fundamental el evitar una espiral inflacionaria resultante del aumento de suministro de dinero. Sin embargo, los flujos de capital que llevan a depreciaciones del tipo de cambio también pueden desencadenar presiones inflacionarias por medio de los efectos sobre los precios de las importaciones. En el contexto de la fijación de objetivos de inflación, con independencia de la fuente de las presiones inflacionarias, el instrumento fundamental para contener la tasa de inflación es el tipo de interés, que a menudo trae consigo una apreciación nominal. Si este efecto es más fuerte que el presunto efecto de reducir la tasa de inflación, el resultado es una apreciación del tipo de cambio real, con la posibilidad de una crisis monetaria si la cuenta corriente se deteriora de manera importante. De hecho, los altos tipos de interés tienen efectos perversos sobre la formación de precios, ya que los productores suelen trasladar el costo más elevado de los préstamos mediante el aumento de los precios (Lavoie, 2001). El efecto desestabilizador de los movimientos de capital especulativos sobre los tipos de cambio nominales, combinado con regímenes de fijación de objetivos de inflación que persiguen altos tipos de interés, no solo pueden crear problemas en la balanza de pagos a corto plazo, derivados de un alza excesiva y correcciones sucesivas de los tipos de interés, sino que pueden, a largo plazo, dar lugar a un crecimiento más lento porque los tipos de cambio reales suelen mantenerse apreciados a fin de evitar las crisis financieras, perjudicando efectivamente la cuenta corriente (Frenkel and Rapetti, 2009).

En el gráfico 2.4 aparecen algunas de las interacciones mencionadas entre los flujos de capital, los tipos de cambio y los tipos de interés oficiales en los mismos países que figuran en el gráfico 2.3. En algunos casos, las influencias sugeridas del capital externo sobre el entorno macroeconómico parecen inequívocas. Los aumentos de las entradas de capital superiores a lo que se necesita para financiar la demanda real tienden a ejercer una presión al

alza sobre el tipo de cambio. Esta influencia puede incrementarse durante los auges de los precios de los productos básicos para los exportadores netos de estos productos. El Brasil, Malasia y Ucrania y, en cierta medida, la India, parecen ser representativos de estas pautas, mientras que China es una excepción, ya que las autoridades han logrado administrar una apreciación estable del tipo de cambio. Para todo el grupo de las economías en desarrollo y en transición, la relación se mantiene bastante bien, a pesar del alto nivel de agregación. En otros casos (por ejemplo, Sudáfrica y Turquía), la correlación solo existe en determinados años, mientras que en Tailandia las variaciones del tipo de cambio parecen estar influidas por el ritmo de las entradas de capital a medio plazo, con la intervención del banco central que actúa en el corto plazo. La Argentina muestra una depreciación constante de la moneda en términos nominales, que no es el resultado de movimientos de capital (que se mantuvieron moderados), sino que refleja su tasa de inflación y la gestión proactiva del tipo de cambio. En estos casos más ambiguos, parece que otros factores, incluso algún grado de gestión proactiva de las políticas, pueden ser la causa de las fluctuaciones de los tipos de cambio. Indonesia, como se señaló anteriormente, ha mantenido a lo largo de varios años diversos regímenes de gestión del tipo de cambio, mientras que la reanudación de los flujos de capitales parece haber respondido al auge de los productos básicos que comenzó en 2003-2004.

Por lo general, las correlaciones entre los flujos de capital y los ciclos de los tipos de cambio son más pronunciadas en el corto plazo. De hecho, a mediados de 2013 ocurrieron reversiones drásticas de los flujos de capitales en la mayoría de las economías que examinamos, tras el anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos de que reduciría el ritmo de la expansión cuantitativa. Ello fue seguido de fuertes depreciaciones y en algunas economías fueron necesarias políticas monetarias específicas con el objeto de evitar un vuelco de la situación. Habida cuenta de estas experiencias, se justifican los temores de que surjan inestabilidades de este tipo, y quizá de mayor magnitud, tras un endurecimiento de la política monetaria de los Estados Unidos. Algunas respuestas de política monetaria a corto plazo con respecto a los cambios en los flujos de capitales se pueden observar en los flujos anuales indicados en el gráfico 2.4, donde las desaceleraciones del ritmo de los flujos de capital son seguidas por aumentos de los tipos de interés, una pauta que a menudo se invierte rápidamente. En esos casos, las fluctuaciones de los tipos de interés pueden ser muy marcadas entre un año y el siguiente. Esta

Gráfico 2.4

**ENTRADA NETA DE CAPITALES, TIPOS DE CAMBIOS NOMINALES Y TIPOS DE INTERÉS NOMINALES EN ECONOMÍAS EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN SELECCIONADAS, 2002-2013**



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *IDS* del Banco Mundial; FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2015; y FMI, base de datos *International Financial Statistics*.



volatilidad puede tener efectos perjudiciales para la estabilidad financiera y para el entorno de inversiones productivas a largo plazo. Más aún, debido a que los altos tipos de interés a menudo no son suficientemente eficaces, una tendencia resultante hacia la apreciación del tipo de cambio real tendría efectos duraderos sobre la cuenta corriente.

En resumen, parece que, en su mayor parte, las economías indicadas en el gráfico 2.4, así como muchas otras, se han visto afectadas negativamente por la globalización de las finanzas como resultado de los efectos perversos de los tipos de cambio y los tipos de interés volátiles y a menudo elevados. En algunos países, un cierto grado de control de capitales puede haber ayudado a mitigar estos efectos (Gallagher, 2015; Ostry *et al.*, 2010).

Los tipos de cambio, la balanza de pagos y la política monetaria son los aspectos más debatidos de las consecuencias macroeconómicas de los flujos financieros. Sin embargo, la financiarización también puede ejercer presiones deflacionarias sobre las economías nacionales, en parte como resultado de las restricciones que la apertura de las cuentas de capital impone a la política fiscal (Patnaik and Rawal, 2005; Patnaik, 2006)<sup>25</sup>. Como se señaló anteriormente, en un entorno caracterizado por flujos financieros libres y habitualmente inestables, los responsables de la formulación de políticas ceden el control del tipo de interés nacional, con el resultado de que el tipo que prevalece es generalmente superior al que sería adecuado para apoyar la formación de capital nacional, lo que frena la actividad económica y reduce el PIB. Además, la financiarización y la apertura de las cuentas de capital ejercen presiones macroeconómicas que suelen restringir la política fiscal. Las políticas intervencionistas y las políticas fiscales expansivas, sin importar cuán importantes son para el desarrollo, pueden constituir una preocupación para las finanzas internacionales. Ya sea por temor a una acumulación insostenible de la deuda o a la inflación, o bien por el deseo de ampliar el campo de acción de los inversores privados limitando la actividad del sector público, o simplemente por la resistencia a que el sector público desempeñe un papel más proactivo, el resultado suele ser el mismo: los encargados de la formulación de políticas temen que el gasto público aleje la financiación (Krugman, 2000; Patnaik, 2006). Los recientes debates sobre la austeridad fiscal y el crecimiento reflejan esta preocupación y también la prevalencia de la idea de que los déficits públicos y la deuda son inequívocamente negativos para el crecimiento, aun

cuando los datos empíricos demuestran lo contrario (Herndon *et al.*, 2013)<sup>26</sup>. Desde el punto de vista de los ingresos, la recaudación fiscal puede disminuir por dos razones relacionadas entre sí: en primer lugar, debido a la reducción de la actividad económica derivada del debilitamiento de las políticas públicas; y en segundo lugar, debido a las presiones ejercidas para que se ofrezcan a los inversores internacionales tasas impositivas favorables a fin de que no se trasladen a otro lugar. De ello resulta una menor actividad estatal, que reduce directamente el ingreso nacional al limitar el gasto público y además disminuye indirectamente la capacidad productiva al restringir las inversiones públicas en capital físico y humano que sostienen la inversión privada y el crecimiento de la productividad.

Por otra parte, la apertura de la cuenta de capital, al alterar considerablemente los precios relativos y las pautas de la demanda, puede también tener efectos a más largo plazo, incluso creando presiones de desindustrialización en las economías en desarrollo y en transición. Teniendo en cuenta este riesgo, es importante examinar la interacción entre la liberalización de la cuenta de capital y la cuenta corriente, así como su secuencia. Esta ha sido, en particular, la experiencia en algunas partes de América Latina y el África Subsahariana (en algunos países desde fines del decenio de 1970), en los que la liberalización de la cuenta de capital, que inicialmente dio lugar a entradas masivas de capitales y apreciaciones de la moneda, tuvo lugar al mismo tiempo que una mayor apertura al comercio. El abaratamiento y el aumento de la variedad de las importaciones industriales constituyeron un beneficio para los consumidores y una fuente de insumos importados para la producción, pero también deprimieron los precios relativos de los bienes y servicios comerciables (tanto importados como exportados), redujeron los márgenes de beneficio y los salarios y disminuyeron la inversión interna y el empleo.

Algunos datos empíricos recientes muestran como, en las economías que tienen industrias manufactureras menos desarrolladas, estas condiciones pueden hacer desaparecer la capacidad local (*TDR 2003*; Rodrik, 2015)<sup>27</sup>. Esto ha significado la pérdida de oportunidades de crecimiento económico y de expansión de un empleo de más calidad, ya que el crecimiento industrial es esencial para ambos. De hecho, en estos casos ha habido un aumento de puestos de

trabajo en el sector de servicios de baja productividad y a menudo en el sector no estructurado.

Por lo tanto, la financiarización y la apertura de las cuentas de capital, y los tipos de interés más altos que a menudo se requieren para mantener la estabilidad, ponen en peligro la inversión interna y la capacidad de las autoridades para apoyarla, con independencia de que hayan tenido lugar o no entradas o salidas (Patnaik and Rawal, 2005; Kregel, 2014c). Cuando se producen entradas o salidas de capital, pueden tener efectos muy perjudiciales sobre la industrialización y el desarrollo, de diversas maneras. Como se explicó anteriormente, las entradas de capitales ejercen presiones para la apreciación del tipo de cambio real y hacen primar la rentabilidad a corto plazo en los mercados especulativos frente a los proyectos a largo plazo que aumentan la capacidad productiva (Patnaik, 2003). Esto hace más difícil llevar a cabo el tipo de inversiones estructuralmente transformadoras que se necesitan para el desarrollo. Por otra parte, las interrupciones repentinas o las reversiones de flujos de capital pueden convertir las tendencias deflacionarias en crisis contractivas, generando importantes costos humanos y para la economía real y subordinando la política fiscal al servicio de la deuda en lugar de usarla para apoyar el desarrollo. En la siguiente sección se utiliza la historia reciente de las crisis financieras en las economías en desarrollo y en transición como guía para determinar las consecuencias de esa exposición excesiva a las finanzas especulativas.

## **2. Aprender del pasado: las finanzas del sector público y el desarrollo económico después de las crisis financieras**

Como se ha expuesto, la liberalización y desregulación financieras abren la puerta a una oleada de flujos de capital y de préstamos internos, lo que aumenta la probabilidad de que aparezcan burbujas en los mercados de valores y los mercados inmobiliarios. Estas grandes afluencias de capital a menudo se ven muy incrementadas por la forma en que las políticas fiscales y monetarias se adaptan a las expectativas de los inversores. El consiguiente incremento de la fragilidad financiera, impulsado

por una considerable especulación privada y una excesiva asunción de riesgos, a menudo culmina rápidamente en una crisis, que provoca importantes efectos reales negativos y un marcado incremento de la deuda pública. En el cuadro 2.1 se enumeran los países y las fechas correspondientes a sus crisis monetarias, de deuda soberana y bancarias, agrupadas con arreglo a las cuatro oleadas de crisis financieras identificadas: varias crisis de deuda en el decenio de 1980, la crisis mexicana de 1994-1995 y el denominado “efecto tequila” consiguiente, la crisis financiera asiática de 1997-1998 y sus efectos secundarios en países situados fuera de la región asiática<sup>28</sup>. No es una lista completa de todas las crisis financieras que se produjeron durante esos períodos, sino más bien una muestra representativa basada en los datos disponibles y los temas principales.

Casi todos los episodios de crisis enumerados (31 de 33) fueron precedidos por una “bonanza de flujos de capital”, definida por una caída inusualmente grande de la balanza por cuenta corriente<sup>29</sup>. De modo análogo, los auges del crédito interno precedieron a las crisis casi el 75% de las veces (24 de los 33 episodios enumerados). En el cuadro, el crecimiento del PIB *per capita* real hace referencia a la tasa de crecimiento mínimo en cuatro años a partir del inicio de la crisis (incluido el año de la crisis, que es el primer año en que comenzó alguno de los tres tipos de crisis, y que se indica como tiempo  $T$ ). El propósito consiste en hacer inferencias, aunque sean aproximadas, acerca de las pérdidas de producción resultantes de estas crisis. En las últimas dos columnas se indican los costos de las crisis financieras en lo tocante al aumento de la deuda pública, tanto interna como externa. Al comparar la deuda pública como proporción del PIB el año anterior al comienzo de las crisis financieras ( $T-1$ ) con la registrada dos años después ( $T+2$ ) en el conjunto de las crisis examinadas, la mediana (promedio) del aumento del total de la deuda bruta del gobierno central es 85,9 (124,3)%, mientras que la mediana (promedio) del aumento de la deuda pública externa es 42 (60,5)%. Es interesante observar que, aunque la mala gestión fiscal figura a menudo entre las explicaciones más comunes de las crisis financieras, lo que hace que la deuda pública se dispare es por lo general la estatización del descalabro privado y los costos que conlleva (por ejemplo, la nacionalización de la deuda privada, la recapitalización de los bancos y la repercusión de la devaluación de la moneda en el valor de las obligaciones en divisas).

Cuadro 2.1

## PERÍODOS DE CRISIS FINANCIERAS, FLUJOS DE CAPITAL Y DEUDA PÚBLICA

País	Crisis monetaria (año)	Crisis de deuda soberana (año de la suspensión de pagos)	Crisis bancaria (año inicial)	Bonanza de flujos de capital	Auge del crédito interno	Crecimiento mínimo anual del PIB real per capita	Variación del total de la deuda pública	Variación de la deuda pública bruta
							bruta como proporción del PIB	externa como proporción del PIB
							(Porcentaje)	
<b>Crisis de la deuda en el decenio de 1980</b>								
Argentina	1981	1982	1980	x		-7,1	417,7	53,4
Chile	1982	1983	1981	x	x	-11,7	161,7	106,9
México	1982	1982	1981	x	x	-6,1	95,7	117,9
Uruguay	1983	1983	1981	x	x	-10,9	378,5	302,9
Colombia	1985		1982	x	x	-1,3	71,1	35,2
Ecuador	1982	1982	1982	x		-2,9	60,5	16,0
Paraguay	1984	1982		x		-5,9	78,7	35,5
Turquía			1982	x	x	1,2	83,1	32,7
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	1984	1982		x		-6,3	95,2	62,1
Brasil		1983		x	x	-5,6	12,7	39,7
Perú	1981		1983	x	x	-12,5	127,6	73,4
Filipinas	1983	1983	1983	x	x	-9,8	n.d.,	34,2
Argentina	1987		1989	x		-8,8	111,4	87,7
Perú	1988			x	x	-14,2	146,8	68,7
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	1989			x	x	-10,9	43,9	8,8
Brasil			1990		x	-5,9	191,1	32,1
<i>Mediana del grupo</i>						-6,7	95,7	46,6
<b>Crisis del tequila</b>								
México	1995		1994	x	x	-7,6	26,4	47,0
Argentina			1995	x	x	-4,1	14,5	41,3
<i>Mediana del grupo</i>						-5,9	20,5	44,2
<b>Crisis financiera asiática</b>								
Indonesia	1998	1999	1997	x	x	-14,4	246,0	100,9
República de Corea		1998	1997	x	x	-6,4	278,8	65,3
Malasia	1998		1997	x	x	-9,6	7,1	38,1
Filipinas	1998		1997	x	x	-2,7	10,4	42,5
Tailandia	1998		1997	x	x	-11,5	597,7	28,0
<i>Mediana del grupo</i>						-9,6	246,0	42,5
<b>Efectos secundarios de la crisis financiera asiática</b>								
Colombia			1998	x	x	-5,8	117,5	20,8
Ecuador	1999	1999	1998	x	x	-6,6	49,9	28,9
Federación de Rusia	1998	1998	1998	x		-5,1	39,5	96,4
Ucrania	1998	1998	1998	x			70,0	n.d.,
Brasil	1999			x		-1,2	-15,2	46,1
Turquía	2001		2000	x	x	-7,1	144,4	35,1
Argentina	2002	2001	2001	x	x	-11,7	208,1	149,9
Paraguay	2002					-2,0	-3,3	18,5
Uruguay	2002	2002	2002	x	x	-7,8	88,6	60,7
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	2002			x	x	-10,5	22,5	10,1
<i>Mediana del grupo</i>						-6,2	60,0	35,1

**Nota:** Enumeración de países y crisis: los países se enumeran según el orden del primer año de cualquiera de los tres tipos de crisis enumeradas, haciendo referencia al tiempo  $T$ , y después alfabéticamente; la fuente de los datos de las crisis monetaria, de la deuda y bancaria es Laeven y Valencia, 2008. *Bonanza de flujos de capital:* una "x" indica que la bonanza de flujos de capital se produjo en alguno de los tres años que precedieron a la primera fecha de crisis; *fuentes:* Reinhart y Reinhart, 2008.

*Auge del crédito interno:* una "x" indica que se identificó un auge del crédito interno antes del tiempo  $T$  en una de estas tres fuentes: Areen y otros, 2015; Elekdog y Wu, 2011, o Takáts y Uper, 2013.

*Crecimiento mínimo anual del PIB real per capita:* esto hace referencia a la mínima tasa anual de crecimiento en los cuatro años desde el inicio de la crisis (esto es, va de  $T$  a  $(T+3)$ ); *fuentes:* Banco Mundial, *Base datos de los indicadores de desarrollo mundial*.

*Deuda pública:* el total de la deuda bruta del Estado central incluye tanto la deuda interna como la externa. El total de la deuda bruta externa del Estado incluye toda la deuda externa debida tanto al sector público como al privado. Los cambios porcentuales se basan en cálculos de la secretaría de la UNCTAD; *fuentes:* Reinhart y Rogoff, 2010a, excepto los datos de Ucrania, que proceden de Bolle y otros, 2006, y las variaciones porcentuales se basan en cálculos de la secretaría de la UNCTAD sobre la variación ( $T-1$ ) y ( $T+2$ ).

### a) *Las lecciones del decenio de 1980*

Las crisis de la deuda latinoamericana del decenio de 1980 tomaron por sorpresa a muchos inversores y analistas<sup>30</sup>. El mundo no había sufrido una crisis financiera importante desde el decenio de 1930, los precios de los productos básicos eran altos y los tipos de interés reales eran bajos. Con sobreabundancia de petrodólares, muchos bancos de países desarrollados proporcionaron financiación a prestatarios (en su mayoría privados) de los países en desarrollo, como alternativa a la atonía de las oportunidades de inversión en aquellos países. Se suponía que el hecho de que los préstamos fueran supervisados por los bancos (y no basados en bonos) aumentaría la información y el control, lo que acrecentó la sensación general de confianza y optimismo que prevalecía (Reinhart and Rogoff, 2009). Muchos países en desarrollo utilizaron esos fondos para hacer frente a la crisis de los precios del petróleo, manteniendo el crecimiento pese al incremento de las limitaciones de las balanzas de pagos; los propios exportadores de petróleo solicitaron grandes préstamos, atraídos por los prestamistas internacionales deseosos de otorgar préstamos (Palma, 2003). A nivel de las políticas, algunos países de América Latina introdujeron la desregulación financiera y la liberalización del comercio en el decenio de 1970, especialmente en el Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay).

A partir de 1979, hubo una serie de crisis económicas mundiales que entrañaron subidas de los tipos de interés reales. Esto fue una consecuencia de los esfuerzos realizados por los Estados Unidos para controlar la inflación, del agravamiento de la recesión en los países desarrollados y de una caída de los precios de los productos básicos distintos del petróleo. Como resultado, el optimismo dio paso rápidamente al pánico. La interrupción del crédito, las crisis de la balanza de pagos y las devaluaciones que siguieron dieron lugar a una sucesión de suspensiones de pagos (véase una lista parcial en el cuadro 2.1). Alarmados ante el temor de que se produjeran quiebras generalizadas, los gobiernos latinoamericanos nacionalizaron lo que hasta entonces había sido sobre todo deuda privada, y la renegociación y el servicio estuvieron organizados por instituciones financieras internacionales con la condición de que se aplicaran programas de estabilización y ajuste estructural (Díaz-Alejandro, 1985; Younger, 1993; Damill *et al.*, 2013).

Si se examina este período, se observa que había varias razones para criticar la elección de determinadas políticas internas, tales como la liberalización de los mercados financieros nacionales sin una adecuada supervisión, o la subestimación de los efectos nocivos de la apreciación del tipo de cambio real en el contexto de la liberalización del comercio. Sin embargo, las políticas nacionales y las estructuras económicas de las economías en desarrollo y en transición tuvieron muchas más variaciones de las que destacan habitualmente los críticos. Así, algunos Estados tenían modelos de gobernanza económica relativamente intervencionistas (por ejemplo, el Brasil), mientras que otros realizaban más reformas de libre mercado, incluida la liberalización financiera (por ejemplo, la Argentina, Chile y el Uruguay). Los de un tercer grupo de países tenían cuentas de capital abiertas, pero imponían límites al acceso del sector privado a la financiación externa (por ejemplo, México y la República Bolivariana de Venezuela) (Díaz-Alejandro, 1984). Lo que estos países sí compartieron fueron las mismas condiciones económicas externas que generaron una bonanza de flujos de capital en los años anteriores a la crisis, el consiguiente aumento de la fragilidad financiera y la inevitable crisis que siguió tras los impactos económicos comunes (Stiglitz, 2003)<sup>31</sup>. Las garantías públicas, explícitas e implícitas, de la deuda privada, transformaron después las crisis en problemas de deuda soberana.

Como era de esperar, dado el paradigma económico dominante de la época, los primeros modelos económicos que nacieron de las experiencias de las crisis de la deuda de 1980 se centraron principalmente en los problemas de “sostenibilidad fiscal” y en la forma en que los déficits fiscales y las políticas expansivas, por ejemplo, hacían a las economías vulnerables ante los ataques especulativos en el contexto de sistemas de tipos de cambio efectivamente fijos (por ejemplo, Krugman, 1979; Obstfeld, 1994). En consecuencia, los errores del gobierno podían generar una pérdida de confianza de los inversores, a través de una profecía autocumplida, ya que los propios temores de los inversores inducirían la depreciación de la moneda que habían temido en primer lugar (Krugman, 2014). La opinión general que surgió de esto hizo hincapié en conseguir que los países mantuviesen el orden presupuestario, dejando que los mercados se ocuparan del resto (Calvo, 2005). Esta perspectiva también se reflejó en las prescripciones de políticas relativas al ajuste estructural, que daban



prioridad al servicio de la deuda y exigían la liberalización y la privatización.

#### b) *El regreso de los flujos de capital hacia América Latina*

En 1989, México firmó el Plan Brady del Gobierno de los Estados Unidos, elaborado para fomentar aún más las reformas en favor del libre mercado y aliviar la carga de la deuda mediante la conversión de la deuda pública en bonos garantizados mediante letras del Tesoro de los Estados Unidos. Algunos otros países azotados por la crisis de la deuda en el decenio de 1980 pronto siguieron el ejemplo de México. Esto marca el comienzo, particularmente en América Latina, de la época en la que el Consenso de Washington sobre la política económica dominó gran parte de las ideas acerca de la forma de gestionar la integración mundial y las economías nacionales, que incluían fuertes compromisos en materia de liberalización financiera y privatización (Damill *et al.*, 2013). Estas reformas y reestructuraciones de la deuda aliviaron la preocupación con respecto a la deuda pública, de la que se dijo que era el principal error de las políticas en el decenio de 1980, y volvieron a abrir el acceso al capital internacional para los países deudores.

Atraídos por las tasas de rendimiento relativamente altas y tranquilizados por las reformas de las políticas internas y la perspectiva de una conclusión satisfactoria de las negociaciones sobre el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), los inversores en cartera acudieron masivamente a México, impulsando auges en el crédito interno (con la ayuda de la privatización de bancos comerciales) y en los precios de las acciones, pero esto hizo poco para fomentar el crecimiento del PIB real (Gabel, 1996). En 1994, un aumento de los tipos de interés en los Estados Unidos, así como una serie de acontecimientos políticos desestabilizadores, pusieron fin a la bonanza de flujos de capital y necesitaron la reducción de las reservas a fin de financiar el considerable déficit por cuenta corriente (Moreno-Brid and Ros, 2004). Los inversores internacionales comenzaron a temer que el tipo de cambio de México, que estaba anclado al dólar de los Estados Unidos, se devaluara. Como sucede generalmente con estas previsiones que se autocumplen, las consiguientes salidas de capitales indujeron la crisis monetaria que

los inversores habían temido. En el período previo a la crisis, la creciente dependencia de México respecto de los instrumentos de deuda expresados en dólares y denominados “tesobonos” añadieron riesgos adicionales, agudizando el temor de los inversores con respecto a la cesación de pagos y la crisis (Lustig, 1995). La administración Clinton ayudó a asegurar un rápido rescate que dio prioridad al reembolso de los bonos y promovió más reformas neoliberales (FitzGerald, 1996; Gabel, 1996).

La crisis mexicana generó presiones devaluatorias en otros mercados emergentes, ya que los inversores preocupados reevaluaron el riesgo en el contexto de los tipos de cambio fijos (el denominado “efecto tequila”). Los efectos más fuertes se sintieron en la Argentina. A principios de 1991, la Argentina había establecido un régimen de convertibilidad, que mantuvo una paridad fija de su moneda con el dólar de los Estados Unidos y determinó que la base monetaria estaría totalmente cubierta por las reservas internacionales (una disposición que continuó hasta 2001, cuando finalmente estalló la crisis que este plan había ayudado a crear). Si bien el régimen fue eficaz para reducir la elevada inflación, la liberalización del comercio y las finanzas condujo a una apreciación del tipo de cambio real, aumentando los déficits por cuenta corriente y la deuda externa (Damill *et al.*, 2013). Cuando se produjo la crisis mexicana, la Argentina también tuvo que hacer frente a repentinas salidas de capitales, principalmente de los depósitos de residentes en los bancos nacionales. La presión sobre los bancos de la Argentina resultó demasiado fuerte y obligó al Gobierno a negociar un acuerdo de rescate con el FMI en 1995. El apoyo del FMI, que estuvo condicionado a que el Gobierno hiciera más estricta su política fiscal mediante el aumento de los impuestos, allanó el camino para una importante financiación externa de la deuda pública (Calcagno, 1997; Boughton, 2012). El Brasil evitó un destino similar, en gran medida por medio del aumento de los tipos de interés a corto plazo, lo que generó otras fragilidades (es decir, la persistencia de tipos de interés elevados, incluso sobre la deuda pública), que expusieron al país a la crisis que se produjo más tarde en la misma década (Palma, 2011).

Aunque de alcance limitado y relativamente de corta duración, estas crisis cuestionaron la opinión general sobre el papel determinante de las variables fundamentales y la liberalización, así como la



reputación de algunos de los “alumnos modélicos” que habían seguido este asesoramiento en materia de políticas (Boughton, 2012: 487 y 488). Hubo algunos intentos de explicar que la falta de ahorro interno era una vulnerabilidad no reconocida suficientemente, pero el hecho de que enormes ahorradores se vieran atrapados en la crisis financiera asiática dos años más tarde anuló rápidamente esta línea de razonamiento (Calvo, 2005). Otra explicación más duradera de lo que se convertiría en un concepto común neoliberal de “excepcionalismo”, echó la culpa de la crisis directamente al Gobierno mexicano por su mala gestión económica, su extralimitación política y la corrupción (Grabel, 2006). Este razonamiento volvería a aparecer para tratar de explicar la crisis financiera asiática.

### c) *La crisis financiera asiática y otros acontecimientos*

Si la crisis mexicana tomó a muchos por sorpresa, la crisis financiera asiática fue una auténtica conmoción. La mayor parte de los parámetros macroeconómicos fundamentales de la región parecían indiscutiblemente sólidos: las tasas de crecimiento y de ahorro eran altas y, como la política fiscal era generalmente conservadora, la mayor parte del endeudamiento era privado. En 1996, el año anterior a la crisis, los déficits por cuenta corriente en Malasia y Tailandia eran altos y el crecimiento global de la región había disminuido ligeramente<sup>32</sup>, pero nada de esto justificaba realmente la extremada alarma y el consiguiente desajuste que seguirían rápidamente (Krugman, 1999).

Al igual que en otras crisis, el camino hacia la crisis financiera asiática comenzó con la liberalización financiera, tanto de la cuenta de capital como de los mercados financieros internos (Montes, 1998). Estas reformas respondían en parte a las presiones de empresas y bancos nacionales, que deseaban acceder a préstamos con intereses más bajos en los mercados mundiales de capital para realizar inversiones en el país; los grandes inversores institucionales de los países en desarrollo estaban bien dispuestos a satisfacer esta demanda (Wade, 1998). Los gobiernos del Asia Sudoriental cedieron a la presión y, en algunos casos, promovieron sus propios intereses al permitir el crecimiento de burbujas inmobiliarias (Wade, 2004)<sup>33</sup>. El resultado práctico fue la expansión generalizada de los préstamos privados, gran parte de los cuales

estaban vinculados a instrumentos de deuda a corto plazo en monedas fuertes (Grabel, 1999). Al mismo tiempo, las entradas de capital iban asociadas a un aumento de las tasas de inflación y a la apreciación del tipo de cambio real, lo que dio lugar a una pérdida de competitividad internacional y al empeoramiento de las cuentas corrientes (Chandrasekhar and Ghosh, 2013). Estos cambios atrajeron a más inversores a las burbujas inmobiliarias y del mercado de valores, especialmente en el Asia Sudoriental. Al aumentar las señales de debilidad en los mercados de activos de Tailandia en 1995, y cuando el capital mundial comenzó a apartarse de los mercados emergentes debido a que la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó los tipos de interés en 1997, los inversores comenzaron a temer cada vez más que el tipo de cambio fijo de Tailandia no se mantuviera (Wade, 1998). El Banco Central de Tailandia, tras haber utilizado infructuosamente sus reservas para defender el baht frente a los ataques especulativos, finalmente dejó que la moneda flotase, en julio de 1997. La consiguiente depreciación del baht asustó a los inversores y provocó el contagio, en primer lugar de las economías vecinas del Asia Sudoriental (Indonesia, Malasia y Filipinas), y después de Hong Kong (China), la República de Corea y la Provincia china de Taiwán<sup>34</sup>. El FMI actuó rápidamente para ayudar a contener la crisis, impulsando un programa que más tarde fue criticado por haber agravado posiblemente el contagio y profundizado la crisis (Radelet and Sachs, 2000), y también por haberse extralimitado en su imposición de reformas estructurales orientadas al mercado (Crotty and Lee, 2004; Stiglitz 2002).

Fuera de Asia, la Federación de Rusia fue el siguiente país en verse arrastrado a la crisis. Poco después de liberalizar las finanzas y autorizar más participación extranjera en sus mercados de acciones y de bonos públicos, la Federación de Rusia hizo frente a la creciente y amplia reversión de las corrientes de capital que habían entrado en los mercados emergentes, iniciada con la salida de los inversores en el Brasil y la República de Corea en respuesta a la crisis financiera asiática (Pinto and Ulatov, 2010). La disminución de los precios de los productos básicos disminuyó la capacidad de la Federación de Rusia para defender su tipo de cambio fijo, lo que ocasionó la devaluación y la suspensión de pagos de 1998. Las grandes pérdidas del sector privado (tanto a nivel nacional como entre los inversores

internacionales) generadas por la crisis rusa indujeron una súbita interrupción de las corrientes de capital hacia América Latina, que se manifestó en una serie de crisis financieras y de bajo crecimiento que llegó a ser conocida como la “media década perdida”, de 1998 a 2002 (*TDR 1999*; Calvo and Talvi, 2005).

Las experiencias de la Argentina y el Brasil ilustran esta dinámica y los vínculos con las vulnerabilidades observadas en las crisis anteriores. El sistema de financiación pública del Brasil se vio gravemente debilitado por sus esfuerzos para sortear la crisis del tequila, cuando, además del aumento de los tipos de interés, una reestructuración del sector bancario lastró al Estado con gran cantidad de deuda adicional. La desaceleración económica y los pagos de intereses muy altos hicieron que la deuda pública interna del Brasil aumentara considerablemente entre 1994 y 1998, cuando los intereses de la deuda pública interna, que ascendían al 3,4% del PIB en 1994, aumentaron hasta el 7,3% del PIB en 1998 (*TDR 1999*; Sainz and Calcagno, 1999)<sup>35</sup>. Ante la súbita interrupción de los flujos de capital y la insuficiencia de las reservas, la defensa del tipo de cambio fijo se hizo rápidamente insostenible y a comienzos de 1999 hubo una devaluación y crisis monetaria. En la Argentina, con tipos de cambio insostenibles, todo crecimiento económico aumentaba su déficit comercial, pero la falta de crecimiento daba lugar a un déficit fiscal: ninguno de estos déficits era compatible con el régimen de convertibilidad. Esta contradicción podía eludirse, siempre y cuando la financiación externa siguiera fluyendo. Sin embargo, cuando esta se interrumpió, ni la dura austeridad fiscal ni la asistencia del FMI pudieron impedir una implosión económica, una retirada masiva de depósitos y una suspensión de pagos parcial de la deuda pública (Calcagno, 2003; Calvo and Talvi, 2005; Damill *et al.*, 2013; Grabel, 2006). El promedio anual del crecimiento real del PIB *per capita* en la Argentina cayó hasta el -4,2% durante la media década perdida, mientras que el promedio de América Latina en su conjunto fue del 0,2%<sup>36</sup>.

d) *Las finanzas del sector público en el contexto de la liberalización financiera y los riesgos sistémicos*

Este breve examen sugiere claramente que la probabilidad de las crisis financieras aumentaba a

medida que las economías en desarrollo y en transición liberalizaban sus cuentas de capital y sus mercados financieros internos, lo que daba lugar inicialmente a aumentos repentinos de las entradas de capital y después a súbitas interrupciones o retrocesos, algo que casi siempre sucedía<sup>37</sup>. Además, aunque las bonanzas de flujos de capital aumentaron conjuntamente con las políticas de libre mercado en los países en desarrollo, siguieron estando impulsadas significativamente por circunstancias externas a las economías que las experimentaban, como los cambios en los precios mundiales de los productos básicos o en los tipos de interés de los Estados Unidos, o bien por el contagio psicológico y económico de crisis ocurridas en otros lugares. Estas fuerzas externas interactúan con la macropolítica y la estructura internas de manera que aumentan la fragilidad global y el riesgo. Sin embargo, los factores internos solo son significativos cuando existen en el marco de un sistema financiero mundial caracterizado por un exceso de liquidez y por la insuficiencia de regulación macroprudencial, lo que provoca una situación de optimismo, excesivo riesgo privado y sobreendeudamiento, que preceden a la inevitable crisis; esta dinámica es endémica en el propio sistema financiero (Minsky, 1992).

La asunción de riesgos en gran medida privados derivada de la liberalización financiera se convierte entonces en un problema de deuda pública. Las razones más inmediatas de ello son las garantías explícitas e implícitas que los Estados otorgan sobre los pasivos privados y la nacionalización de deudas privadas incobrables. Sin embargo, una crisis financiera también reduce sistemáticamente la riqueza y los ingresos públicos debido a los efectos de la depreciación del tipo de cambio sobre los activos y los pasivos públicos, los aumentos de los tipos de interés real, las reducciones de la producción real y el endeudamiento adicional necesario para hacer frente a los costos de la crisis (de Bolle *et al.*, 2006). Aunque las suspensiones de pagos soberanas son una característica común de las crisis financieras en las economías en desarrollo y en transición, contrariamente a las ideas de la macroeconomía del desarrollo comúnmente aceptadas, en los casos analizados las grandes deudas públicas son a menudo una consecuencia, y no una causa de la crisis.

Incluso en el caso de países como la Argentina, México y la Federación de Rusia, en los que la deuda

pública ha sido señalada como una importante fuente de fragilidad financiera, que llevó a sus economías a la crisis en el decenio de 1990, caben muchas maticaciones. En el cuadro 2.2 se ofrece una mirada más de cerca a la deuda pública de estos tres países, en los años anteriores y posteriores a sus respectivas crisis. El nivel de referencia se basa en la deuda pública como proporción del PIB en los tres años anteriores a la crisis ( $T-3$ ), y el crecimiento anterior a la crisis hace referencia al aumento porcentual en ese nivel durante los tres años anteriores a la crisis. A título de comparación, el crecimiento de la deuda pública después de la crisis que se presenta en el cuadro 2.1 se repite en este caso. El total de la deuda pública externa como proporción del PIB de México estaba realmente reduciéndose antes de la crisis, mientras que los niveles de la deuda anteriores a la crisis en la Federación de Rusia y la Argentina ciertamente no hacían presagiar las crisis que siguieron. Sin embargo, estas cifras no reflejan cómo la estructura de la deuda hace a los gobiernos de las economías en desarrollo y en transición más vulnerables de lo que sugieren sus niveles de deuda (por ejemplo, la medida de los pasivos vinculados a las divisas y los vencimientos a corto plazo). Aun así, existen argumentos acerca de los papeles respectivos del despilfarro fiscal frente a la necesidad de plegarse a las reglas de los mercados financieros mundiales.

### 3. Pérdidas inminentes: política fiscal, política macroeconómica y demanda agregada

En este capítulo se muestra que la exposición a grandes flujos financieros no regulados altera la evolución macroeconómica en formas que pueden conducir a una desaceleración del crecimiento del PIB y también a una dinámica interna inestable caracterizada por cambios repentinos de los ingresos y la riqueza entre los principales sectores (privado, público y externo). Una forma práctica de describir estos cambios y su relación con el crecimiento económico es mediante la utilización del marco de “posiciones de la demanda” (véanse Godley and Cripps, 1983; Godley and McCarthy, 1998; y Taylor, 2001 y 2006). Este marco reafirma el principio keynesiano de que el crecimiento sostenido requiere continuamente crecientes inyecciones de capital (lo que, en términos macroeconómicos simples, incluyen la inversión privada, el gasto público y las exportaciones) en el flujo de los ingresos. Estas inyecciones, a su vez, requieren un crecimiento constante de “fugas” (medidas por la propensión al ahorro, las tasas de impuestos y la propensión a las importaciones), que, a lo largo del tiempo, aseguran la estabilidad financiera, a medida que el crédito aumenta a lo largo del flujo circular de

**Cuadro 2.2**

#### LA CRISIS FINANCIERA Y LA DEUDA PÚBLICA EN MÉXICO, LA FEDERACIÓN DE RUSIA Y LA ARGENTINA

(En porcentaje)

País (fecha de la crisis)	Deuda pública bruta como proporción del PIB			Deuda pública externa bruta como proporción del PIB		
	Nivel de referencia	Crecimiento anterior a la crisis	Crecimiento posterior a la crisis	Nivel de referencia	Crecimiento anterior a la crisis	Crecimiento posterior a la crisis
México (1994)	42,6	-29,2	26,4	37,3	-10,7	47,0
Federación de Rusia (1998)	30,2	34,1	39,5	31,0	4,0	96,4
Argentina (2001)	37,6	19,8	208,1	47,9	6,2	149,9

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, sobre la base de datos de Reinhart y Rogoff, 2010a.

**Nota:** Tiempo  $T$  hace referencia al año de la crisis entre paréntesis. Las columnas se refieren a lo siguiente:

El nivel de referencia es la deuda como proporción del PIB en ( $T-3$ );

El crecimiento anterior a la crisis se refiere al cambio porcentual entre ( $T-3$ ) y ( $T-1$ );

El crecimiento posterior a la crisis se refiere al cambio porcentual entre ( $T-1$ ) y ( $T+3$ ).

los ingresos. Por consiguiente, el crecimiento del PIB puede describirse como el crecimiento, con arreglo a normas estables, de las inyecciones de capital en relación con las “fugas”; estas finalmente determinan las transferencias financieras entre los principales sectores. Estas relaciones entre las inyecciones y las fugas se denominan “posiciones” y proporcionan una medida, tanto de los motores de la demanda como de los balances financieros<sup>38</sup>.

Por consiguiente, una forma útil de evaluar los cambios en el comportamiento consiste en determinar las pautas de las tres posiciones (fiscal, privada y externa) a lo largo del crecimiento. Puede observarse cada una de las tres posiciones en relación con el PIB a fin de determinar qué componentes de la demanda agregada son contractivos y cuáles estimulan la economía. El debilitamiento de las posiciones fiscales (reducciones en el gasto público en relación con la tasa de impuestos), las posiciones privadas (disminución de la inversión en relación con la propensión al ahorro) de las posiciones externas (disminución de las exportaciones en relación con la propensión a las importaciones) afecta negativamente al crecimiento y puede generar desequilibrios financieros que aumentan la inestabilidad financiera.

La aplicación de este marco a las crisis examinadas en la sección anterior y que figuran en el cuadro 2.1, permite constatar que, en dos tercios de estos casos, la principal fuente de la demanda se apartó de las posiciones nacionales (privada y gubernamental) antes de la crisis, y se dirigió hacia la posición externa después de la crisis<sup>39</sup>. Esto refleja una tendencia, después de la crisis, a que las cuentas externas tengan superávit, y a que las fuentes internas de la demanda disminuyan. Las tendencias estructurales y los efectos cíclicos intervienen de manera conjunta. La liberalización de la cuenta corriente antes de la crisis, junto con entradas de capital y un tipo de cambio fuerte, permiten una expansión de la demanda interna con importantes fugas vía importaciones. Después de una crisis, la compresión de los salarios y la disminución de los beneficios, junto con la contracción fiscal y aumentos de los tipos de interés para atraer entradas de capital, debilitan las posiciones del sector privado y reducen las importaciones. Las posiciones externas más sólidas derivan principalmente de una disminución de la demanda interna y la consiguiente y rápida reducción de las importaciones. En cuanto a los sectores internos, los factores desencadenantes

son un cambio hacia el desapalancamiento de los hogares (mayores propensiones al ahorro) y una contracción del gasto público cuando se aplican políticas de austeridad (particularmente después de que las pérdidas del sector privado se transfieran al sector público, con el consiguiente aumento de los desequilibrios fiscales). Además, la depreciación del tipo de cambio a menudo hace que el sector externo sea la fuente principal de la demanda efectiva, sin ningún aumento sustancial de la capacidad de exportación real.

Otras dos consideraciones sirven para poner de relieve la utilidad del marco descrito anteriormente para determinar los factores impulsores en algunas economías en desarrollo y en transición después de la crisis: i) la función de amortiguación desempeñada por los ingresos de exportación de productos básicos, y ii) el cambio de los puntos de vista sobre la política fiscal anticíclica entre las economías en desarrollo y en transición. El aumento de los precios de los productos básicos (una tendencia ahora en retroceso) ha sostenido —a veces por escaso margen— la rentabilidad del sector privado, preservando el optimismo ante la inestabilidad financiera existente. Además, cuando el crecimiento en todo el Sur se desaceleró en 2009 debido a una contracción de las exportaciones hacia el Norte y la interrupción repentina de las entradas de capital, la adopción de medidas políticas anticíclicas hizo posible una recuperación en 2010 (Grabel and Gallagher, 2015). A pesar de estos efímeros reveses en las políticas anticíclicas, las instituciones poderosas del mercado financiero mantienen su perspectiva sesgada y de corto plazo, que se aferra a la importancia de las calificaciones financieras (véase también el capítulo IV). Un rechazo político a proporcionar un fuerte estímulo fiscal ha sido la regla. La ortodoxia fiscal y una dependencia excesiva de la política monetaria han generado fragilidad financiera e inestabilidad cambiaria en las principales economías en desarrollo (Akyüz, 2013). La vulnerabilidad a las presiones financieras se agudiza cuando los sectores públicos incurren directamente en deuda o bien, lo que sucede con mayor frecuencia y de manera más indirecta, cuando el aumento de la liquidez genera una deuda del sector privado que acaba siendo asumida por el sector público. Los pagos de intereses sobre la deuda, ya sea pública o privada, amortiguan aún más las posiciones nacionales.



En resumen, los elementos más importantes que estaban presentes en las crisis anteriores y que persisten actualmente son los siguientes: cuentas de capital abiertas; ciclos de dinero especulativo agravados por la expansión monetaria en los países desarrollados y el consiguiente aumento de la deuda externa e interna (en particular, la deuda a corto plazo); un abandono de la profundización del desarrollo industrial; y restricciones del uso de la política fiscal como instrumento para lograr la transformación estructural y la expansión

industrial, mientras que la política monetaria sigue promoviendo las tendencias deflacionarias favorecidas por los inversores financieros mundiales. Dicho en términos muy generales, estas características se aplican actualmente a muchos países en diversos grados, en función de sus flujos financieros, volúmenes de la deuda y movimientos de los tipos de cambio y los tipos de interés. Resulta claro que las economías más vulnerables son aquellas en las que las actividades internas están muy concentradas en unos pocos sectores.

---

## D. Conclusión del análisis sobre políticas

---

El análisis realizado en este capítulo se ha centrado en la remodelación de los mercados financieros mundiales que llevaron a la Gran Recesión y sus consecuencias actuales. El extraordinario crecimiento de mercados financieros mundiales no regulados, conjuntamente con el debilitamiento de la regulación interna en la mayoría de las economías en desarrollo y en transición, han agravado las vulnerabilidades de estos países, en lugar de proporcionar una mayor financiación para las necesidades del desarrollo (lo que se examina en el capítulo VI del presente *Informe*). En el capítulo se ha destacado que la entrada excesiva de capitales privados, particularmente los de carácter inestable o especulativo, afectan a la configuración de los pagos netos de los factores, los tipos de cambio, los tipos de interés y otros precios, e influyen en las posiciones monetarias y de política fiscal de manera perversa. Si las economías en desarrollo y en transición afrontan la amenaza de súbitas interrupciones o reversiones de los flujos de capital cuando las condiciones de los mercados mundiales se modifican, los resultados pueden ser aún peores. Resulta claro del análisis que, en estas circunstancias, a los encargados de la formulación de políticas cada vez les resulta más difícil hallar alternativas para asegurar resultados más estables.

No cabe imaginar un ambiente macroeconómico considerablemente más estable para el desarrollo si no se hacen esfuerzos colectivos para reformar la estructura monetaria y financiera internacional, que es el tema abordado en el capítulo III. Sin embargo, hay una serie de opciones que aún corresponden al ámbito de la política nacional. Hay que aclarar que ninguna de las recomendaciones propuestas requiere la ruptura de los vínculos comerciales o financieros con la economía mundial, sino más bien una mejor gestión de esos vínculos para promover el desarrollo.

Un conjunto de opciones de políticas fundamentales se basan en la capacidad de influir en el tipo de cambio. Evitando las “soluciones extremas”, como los tipos de cambio fijos o los tipos de cambio totalmente liberalizados, sigue siendo una opción atractiva algún tipo de flotación controlada (Ghosh, 2007; Damill *et al.*, 2013). La gestión del tipo de cambio (según describen estos y otros autores) con el fin de orientar su evolución como instrumento para el desarrollo conlleva combinar medidas de política monetaria, operaciones de los bancos centrales y políticas de ingresos. La manera de conseguir esto en la práctica depende de las circunstancias particulares de cada país, con inclusión de su diversidad institucional y sus balances<sup>40</sup>.



Como se examinó anteriormente, orientar la evolución del tipo de cambio real en un entorno de grandes finanzas mundiales desreguladas y un sistema de cambio mundial dominado por unas pocas monedas de reserva, será sumamente difícil sin un cierto grado de gestión de la cuenta de capital. El posible uso de controles de capital como un instrumento para el desarrollo y la estabilidad financiera ha recibido mayor aceptación entre muchos gobiernos y organizaciones internacionales en los últimos años. De hecho, la UNCTAD ha abogado desde hace mucho tiempo por una política de este tipo: a principios del decenio de 1990, sugirió que las economías en desarrollo y en transición debían tener en cuenta medidas que desalienten los flujos de capital que no estén relacionados con la inversión real o con las transacciones comerciales, sino motivados por ganancias a corto plazo (UNCTAD, 2012b: 50). Estas y otras recomendaciones complementarias destinadas a restablecer la estabilidad y evitar crisis sistémicas son aún más pertinentes en el contexto actual, como también lo demuestran los países desarrollados gravemente afectados por la Gran Recesión y sus secuelas. Una vez más, las circunstancias y las posibilidades de adoptar medidas difieren de un país a otro, al igual que el grado de coordinación regional necesario para asegurar el éxito.

Con el propósito de evitar los riesgos derivados de los tipos de cambio y de interés tradicionalmente vinculados con la deuda externa, las economías en desarrollo y en transición también han aumentado su endeudamiento en moneda nacional frente a la deuda emitida en moneda extranjera<sup>41</sup>. Sin embargo, no todos los países en desarrollo pueden atraer inversores internacionales a los mercados de valores nacionales, e incluso cuando lo consiguen, existe el riesgo adicional de que crezca la proporción de la deuda, en cualquier moneda, en poder de un mayor número de inversores internacionales móviles. Los datos recientes confirman esta advertencia: una mayor participación extranjera en los mercados de deuda soberana en moneda nacional ha ido unida a un incremento de la inestabilidad, como resultado de una mayor exposición a las conmociones financieras mundiales (Ebeke and Kyobe, 2015).

Un resultado mixto similar se observa en el aumento de las reservas internacionales entre las economías en desarrollo y en transición. En principio, la acumulación de reservas es principalmente

una medida de precaución, en el sentido de que se espera que sirva para protegerse de un conjunto de males introducidos por grandes entradas de capitales internacionales especulativos y las consecuencias económicas y sociales negativas de su partida, a veces repentina o sustancial. Los amortiguadores constituidos por estas reservas precautorias también sirven para protegerse contra la pérdida de autonomía normativa que a menudo acompaña a los rescates de tipo FMI o contra las presiones encaminadas a establecer las condiciones macroeconómicas preferidas por los inversores financieros internacionales (Grabel, 2006). Sin embargo, incluso si la acumulación de reservas ofrece alguna protección, dando cierto espacio de políticas a los países cuyas monedas son objeto de un ataque, hay un costo de oportunidad en retener los recursos de desarrollo de esta manera. Además, cuando los encargados de la formulación de políticas tratan de contrarrestar las reversiones de flujos de capital mediante la utilización de las reservas, a menudo terminan recurriendo a medidas complementarias, como el aumento de los tipos de interés, a medida que las reservas disminuyen. Estas respuestas de políticas en última instancia debilitan la economía y erosionan aún más la confianza. Como se señaló anteriormente, tales compensaciones plantean un desafío para las políticas de los bancos centrales.

Al examinar las opciones de políticas, los bancos centrales de las economías en desarrollo y en transición deberían evaluar cuidadosamente las repercusiones de la aplicación estricta de regímenes basados en la fijación de objetivos de inflación. Si se presiona demasiado para conseguir tasas de inflación consideradas deseables, a menudo en el contexto de los países desarrollados, esto podría conducir fácilmente a altos tipos de interés y apreciación del tipo de cambio real, circunstancias ambas que desalientan la inversión productiva y, por tanto, el desarrollo. No obstante, la adopción generalizada (formal e informal) de metas de inflación por los bancos centrales de algunos países en desarrollo refleja un temor real ante cualquier indicio de inflación, dados sus historiales de alta inflación. Sin embargo, probablemente es más importante la creencia generalizada de que los regímenes de fijación de objetivos de inflación dan más credibilidad a los bancos centrales que los aplican, al reducir las expectativas de inflación y permitir mayores tasas de empleo para un determinado nivel de inflación. No obstante, los datos empíricos no apoyan el argumento de la credibilidad (Epstein, 2007). De

hecho, los procesos de formación de precios estables y los aumentos sostenidos de empleo de alta calidad en un contexto de país en desarrollo son objetivos complejos que requieren que se preste atención a la estabilidad general del crédito y los flujos financieros.

Sin embargo, los bancos centrales pueden hacer algo más que limitarse a mantener la estabilidad de los precios o tipos de cambio competitivos para apoyar el desarrollo, como lo demuestran los antecedentes históricos. Después de la Segunda Guerra Mundial, los bancos centrales de Europa y del Japón utilizaron topes para los tipos de interés, subsidiaron créditos y adoptaron políticas de asignación de créditos para guiar la reconstrucción y facilitar la modernización industrial (Epstein, 2015). Los países recientemente industrializados adoptaron políticas similares en la segunda mitad del siglo XX, de acuerdo con las cuales los bancos centrales proporcionaron un apoyo fundamental a los bancos de desarrollo y las políticas fiscales de sus gobiernos (Amsden, 2001; *TDR 2013*). Los objetivos de estabilidad de los precios todavía pueden ayudar a orientar este tipo de decisiones de políticas, como cuando el crédito dirigido o subsidiado alienta el aumento de la productividad y del empleo, y no actividades que generan presiones inflacionarias (Epstein and Yeldan, 2009), o cuando las políticas de ingresos aseguran que el incremento de los salarios siga al crecimiento de la productividad.

No obstante, como lo demuestran los fracasos de las economías desarrolladas para salir plenamente de la crisis reciente, las políticas monetarias por sí solas no son suficientes. Las políticas fiscales e industriales proactivas son imprescindibles para generar estructuras y condiciones propicias para el incremento de la productividad nacional y la expansión de la demanda agregada. El mantenimiento de posiciones fiscales sólidas y estables puede ayudar a aumentar la producción y los ingresos, generar empleo de alta calidad y alentar una distribución más igualitaria de los ingresos (lo que ejerce un efecto positivo adicional en la demanda agregada). Las políticas que

aseguran que los ingresos salariales aumenten al mismo tiempo que el crecimiento de la productividad mejoran estos mecanismos. Por extensión, la política comercial también tiene que estar en consonancia con los objetivos y las políticas internas en materia de productividad y aumentos salariales, incluso en las negociaciones comerciales mundiales, regionales y bilaterales (véase *TDR 2014*).

Estas circunstancias ponen de relieve la necesidad de infundir mayor eficacia a la coordinación internacional de las políticas. Habida cuenta del enorme volumen de los flujos de capitales mundiales, las medidas de gestión de cada país, tales como los controles de capitales, la gestión del tipo de cambio, la compatibilidad de las políticas de los bancos centrales con las necesidades estratégicas de desarrollo y una regulación más estricta de los sistemas financieros nacionales, pueden no ser suficientes. Las opciones de políticas internas deben complementarse con medidas mundiales y regionales que desalienten la proliferación de flujos financieros especulativos. Además, se podrían establecer mecanismos más sustanciales para apoyar el crédito y compartir los fondos de reserva a nivel regional. Al mismo tiempo, la aplicación de políticas macroeconómicas anticíclicas, la mejora de la distribución de los ingresos y la ampliación del espacio fiscal con propósitos de desarrollo tienen muchas más posibilidades de éxito cuando son aplicadas también por los países asociados y, de forma efectiva, por el mundo en general. De hecho, los estímulos de las políticas internas, cuando son aplicados únicamente por unos pocos países, se debilitan considerablemente si en los países asociados prevalece la inercia de las ortodoxias de las políticas macroeconómicas<sup>42</sup>. Tales condiciones pueden incluso producir efectos perversos si los inversores mundiales y las instituciones financieras internacionales responden de manera que generen mayor inestabilidad e incertidumbre. Estos aspectos se examinan en más detalle en el capítulo siguiente. ■

---

## Notas

---

- 1 Aunque los países de medianos ingresos suelen estar más integrados en la economía mundial y, por tanto, parecen más expuestos a los efectos de la financiarización, las magnitudes de los flujos de capital en relación con el PIB y sus efectos macroeconómicos, que se examinan en este capítulo, se aplican a todas las economías en desarrollo y en transición (véase un análisis más detallado en la sección B.2).
- 2 De un grupo de 26 países desarrollados, todos menos cuatro (Francia, Japón, Suecia y Suiza) tuvieron políticas fiscales contractivas entre el segundo trimestre de 2010 y el cuarto trimestre de 2013, en relación con su tendencia a largo plazo, (*TDR 2014*, gráfico 2.1).
- 3 Véase Chandrasekhar (2007) para un análisis de los factores que dieron lugar a un aumento vertiginoso de la creación de liquidez mundial por agentes privados después de la crisis experimentada por Asia en 1997, que se transmitió a los países en desarrollo por medio de operaciones de fondos especulativos, inversión extranjera directa en forma de inversiones de cartera y un aumento de fusiones y adquisiciones.
- 4 Los grupos de estudios que ofrecen análisis para los inversores internacionales proclamaron las utilidades potencialmente atractivas de las economías en desarrollo. Véanse, por ejemplo, Accenture, 2012; Black Rock, 2011; Credit Suisse, 2011; Economist Intelligence Unit, 2011; UBS, 2012, y Ahmed y Zlate, 2013, para un análisis más riguroso de los factores determinantes del atractivo relativo de las economías de mercado emergentes como destinos para las inversiones. (En el último estudio también se evalúa la influencia de la política monetaria no convencional de los Estados Unidos como factor en la composición de los flujos, gran parte de los cuales consisten en inversiones de cartera).
- 5 El colapso del mercado bursátil registrado en China en junio y julio de 2015, y las respuestas que dio a esto el Gobierno, reflejan estas preocupaciones (*Bloomberg Business*, “China stocks plunge as State support fails to revive confidence”, 8 de julio de 2015).
- 6 *International Debt Statistics 2015* del Banco Mundial contiene registros de 125 países, de los cuales 121 son economías en desarrollo y en transición conforme a la clasificación de las Naciones Unidas. Si no se indica otra cosa, el debate empírico hace referencia a este grupo de 121 economías en desarrollo y en transición. En el resto del capítulo, la expresión “economías en desarrollo y en transición” hace referencia a todas esas economías.
- 7 Son todas las 121 economías en desarrollo y en transición menos Argelia, la Argentina, el Brasil, China, Egipto, la India, Marruecos, México, Sudáfrica, Túnez y Turquía.
- 8 Hay unas pocas excepciones entre las economías en desarrollo y en transición en las que los déficits por cuenta corriente en el decenio de 2000 fueron considerablemente superiores a los del decenio de 1990, lo que se observó especialmente en la India, Sudáfrica y Turquía.
- 9 Incluso países que tenían superávit por cuenta corriente obtuvieron financiación adicional para gestionar sus carteras, aumentar sus amortiguadores de acumulación de activos ante las incertidumbres, y hacer frente a incongruencias intertemporales (dado que los gastos previstos se deciden con antelación a la obtención de ingresos), o incluso con propósitos de especulación financiera.
- 10 Toda discrepancia estadística entre las cuentas corriente, y de capital y financiera de la balanza de pagos se incluye en la categoría de “errores y omisiones netos”; esta partida se utiliza para preservar el principio contable de igualdad entre la cuenta corriente y la cuenta de capital y cuenta financiera.
- 11 Toda discrepancia estadística entre las cuentas corriente, y de capital y financiera de la balanza de pagos se incluye en la categoría de “errores y omisiones netos”; esta partida se utiliza para preservar el principio contable de igualdad entre la cuenta corriente y la cuenta de capital y financiera.
- 12 El análisis que sigue a continuación se basa en el marco analítico elaborado por Kregel, 2014a.
- 13 En teoría, la situación de los países excedentarios expuestos a corrientes de capitales sin restricciones presentarían retos análogos. Incluso podrían afrontar tendencias a una disminución de las rentas netas de

- los factores y, por tanto, a una presión a la baja sobre sus cuentas corrientes. Aparte de otros factores que orientan el éxito de sus exportaciones, las perspectivas de un descenso de los ingresos netos de los factores podrían generar presiones para compensar ese descenso por medio de excedentes comerciales aún mayores.
- 14 Aunque la perspectiva general adoptada en esta sección es crucial para detallar las repercusiones macrofinancieras de los flujos de capital en el contexto actual, el análisis detallado que se ofrece más abajo arroja una luz diferente, al distinguir entre las corrientes a corto plazo más inestables y especulativas y las de más largo plazo que tienen más probabilidades de estar vinculadas a las necesidades en materia de desarrollo.
  - 15 Esta configuración de las políticas se encuentra, por ejemplo, en los Estados Unidos, la eurozona y el Reino Unido, y solo parcialmente en el Japón, donde la expansión cuantitativa fue acompañada por un cierto grado de relajación fiscal. Véase un análisis detallado en *TDR 2014*.
  - 16 Esta perspectiva está en consonancia con algunos estudios recientes, como los de Gallagher (2015), Kaltenbrunner y Karacimen (de próxima aparición), Kaltenbrunner y Panceira (2014) y Powell (2013).
  - 17 Algunos países de importancia similar, como la Federación de Rusia, no se incluyen debido a la falta de datos detallados en *International Debt Statistics* del Banco Mundial.
  - 18 El fuerte aumento de los flujos de capital privados registrado en 2005 es, de hecho, la forma en que el Banco Mundial registró el alivio de la deuda.
  - 19 Para un examen de la canalización de la IED en aras del desarrollo, véase el volumen conjunto UNCTAD/OIT sobre política industrial (Salazar-Xirinachs *et al.*, 2014).
  - 20 Véase *Financial Times*, “Real estate and China dominate FDI flows”, 4 de junio de 2015.
  - 21 UNCTAD, 2015: 18, cuadro I.5.
  - 22 Entre 2011 y 2013, las entradas netas de IED a las economías en desarrollo y en transición consistieron, en promedio, en ingresos reinvertidos (45%) y en préstamos intraempresariales (22%); el 33% restante consistió en inversión en acciones, con inclusión de fusiones y adquisiciones (UNCTAD, base de datos del *Informe sobre las inversiones en el mundo*).
  - 23 Véase un examen reciente en Thirlwall, 2011.
  - 24 Véase Patnaik (2007) para una exposición analítica de la limitada eficacia de la tenencia preventiva de reservas de divisas; y también Torija Zane (2015), que hace especial referencia a los bancos centrales de América Latina.
  - 25 Para las consecuencias formales de los temas aquí señalados, véase Patnaik y Rawal, 2005; y Patnaik, 2006.
  - 26 Herndon y otros (2013) responden y cuestionan empíricamente a Reinhart y Rogoff (2010b y 2010c), cuyos estudios se han utilizado ampliamente en apoyo de los argumentos de austeridad fiscal basados en la conclusión de que la deuda pública que exceda del 90% del PIB reduce el crecimiento. Herndon y otros (2013) llegan a la conclusión de que la selectiva exclusión de datos realizada por Reinhart y Rogoff, algunos errores de codificación y una ponderación incorrecta de estadísticas sumarias dan lugar a las conclusiones sobre la deuda pública y el crecimiento. Cuando esos errores se corrigen, los resultados muestran que las consecuencias de la deuda pública sobre el crecimiento varían y que los efectos son modestos.
  - 27 En América Latina, el contexto de tipos de cambio sobrevalorados, la ampliación de la demanda interna y un régimen comercial más abierto “produjo un aumento de las importaciones y un creciente déficit por cuenta corriente, que fue financiado por inversores extranjeros atraídos por la promesa de rendimientos más altos. Sin embargo, el proceso creativo del progreso tecnológico y la reestructuración no se llevó a cabo, y el entorno macroeconómico caracterizado por altos tipos de interés, fuertes tipos de cambio y corrientes de capital inestables apenas contribuyó a apoyar las nuevas inversiones que requería esa transformación. Así pues, las reformas de las políticas económicas fracasaron porque el elemento “creativo” del proceso de “destrucción” no logró generar la transformación real de la estructura productiva gracias a un mayor volumen de inversiones y al cambio tecnológico.” (*TDR 2003*: 145 y 146).
  - 28 Estos efectos secundarios se agrupan separadamente de la crisis financiera asiática a fin de diferenciar el contagio regional de esa crisis y la forma en que estos costos se pusieron de manifiesto en otras economías de mercado emergentes.
  - 29 Estos datos y la expresión “bonanza de flujos de capital” proceden de Reinhart y Reinhart (2008), que observaron que, aunque una medida mejor sería la acumulación de reservas menos el balance por cuenta corriente, al abarcar series cronológicas más prolongadas y presentar mayor coherencia, los datos de la cuenta corriente son una alternativa satisfactoria.
  - 30 En esta sección se limita el examen a América Latina. Muchos otros países en desarrollo fueron afectados por el mismo ciclo de crisis financieras, pero la experiencia de América Latina es emblemática respecto de la acción de las grandes fuerzas económicas.
  - 31 Incluso el Brasil, que tenía controles de capital y no había experimentado una gran huida de capitales, sufrió repercusiones negativas debido a la suspensión general del crédito a América Latina (Díaz-Alejandro, 1984).
  - 32 Como porcentaje del PIB, los déficits por cuenta corriente de Tailandia y Malasia en ese año fueron



- el -8,1% y el -4,4% respectivamente (base de datos del FMI, *World Economic Outlook*, octubre de 2014).
- 33 Wade considera que el de la República de Corea es un caso diferente y sostiene que lo sucedido allí, más que a intereses creados en el sector inmobiliario, se debió a los vínculos existentes entre los conglomerados industriales y las finanzas, al tener aquellos acceso a capitales extranjeros baratos.
- 34 La Provincia china de Taiwán y Hong Kong (China) lograron resistir a los ataques especulativos, pero la República de Corea estaba mucho más expuesta debido a la deuda a corto plazo.
- 35 En contraste con ello, el gasto público en bienes y servicios como proporción del PIB aumentó del 19,2% en 1994 al 20,6% en 1998, y la mayor parte del aumento se produjo en 1995 (en que ascendió al 21%) como resultado de un único impacto positivo de ajuste de los sueldos y salarios relacionado con la inflación (*UNCTADstat*).
- 36 Fuente: Banco Mundial, *Base de datos de los indicadores de desarrollo mundial*.
- 37 Véase también Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998; Reinhart y Reinhart, 2008; y Weller, 2001.
- 38 En términos matemáticos, la principal identidad contable define el PIB como la suma del consumo (C), la inversión privada (I), y el gasto público (G) y las exportaciones (X) menos las importaciones (M). Algunos supuestos simples permiten especificar el tipo impositivo (t) y las propensiones al ahorro y las importaciones, (s) y (m), respectivamente, como:  $T = t \cdot \text{PIB}$ ;  $S = s \cdot \text{PIB}$ ;  $M = m \cdot \text{PIB}$ , donde T representa el total de los ingresos fiscales y S representa el ahorro privado. La organización de estas ecuaciones con arreglo a la identidad contable da lugar a la expresión:  
 $\text{PIB} = (G + I + X)/(t + s + m)$ , o alternativamente:  
 $\text{PIB} = w_t \cdot (G/t) + w_s \cdot (I/s) + w_m \cdot (X/m)$   
 donde  $w_t$ ,  $w_s$  y  $w_m$  representan el peso de cada una de las fugas (las propensiones a los impuestos, el ahorro y las importaciones, respectivamente). Esta ecuación establece que el crecimiento del PIB depende del crecimiento de las tres variables, G/t, I/s y X/m; definidas como posición fiscal, posición privada y posición del sector externo, respectivamente, amplificadas por la fuerza de los respectivos multiplicadores, dados los pesos mencionados, en el contexto macroeconómico. Para no complicar la exposición con la derivación de las condiciones del estado estable, basta señalar que esas posiciones reflejan también las condiciones financieras, en las que un numerador más grande que el denominador indica una posición de endeudamiento neto. Por lo tanto, para mantener una senda de crecimiento sostenido y estabilidad financiera es preciso que ninguna de estas posiciones crezca a un ritmo proporcionalmente más rápido que las demás durante un período de tiempo prolongado.
- 39 La cuenta externa se convirtió en el principal propulsor en el 40% de estos casos, y fue considerablemente más importante en otro 27% de los casos.
- 40 Véase Frenkel y Taylor (2006) para un examen de las diversas circunstancias y retos asociados a la gestión del tipo de cambio para apoyar el desarrollo.
- 41 Algunos datos del Banco Mundial (2013) indican que, a fines de 2012, la proporción de inversores no residentes en los mercados de deuda nacional de las economías en desarrollo y en transición era del 26,6%, y llegaba hasta el 40% en algunas economías (véase Akyüz, 2014: 20).
- 42 Véase *TDR 2013*, anexo al capítulo I, en el que una simulación con un modelo global ilustra empíricamente el hecho de que las políticas basadas en el aumento de la renta del trabajo con apoyo de la política fiscal dan peores resultados —aunque sigan siendo positivos— cuando los países asociados adoptan las medidas opuestas, aprovechando la situación en beneficio propio.



---

## Bibliografía

---

- Accenture (2012). *Emerging Markets: The Opportunities for Investment Banks*. Dublin, Accenture.
- Ahmed S and Zlate A (2013). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? International Finance Discussion Papers No. 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Alper K, Kara H and Yörükoglu M (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. Working Paper No. 13/31, Central Bank of Turkey, Ankara.
- Akyüz Y (2008). Financial instability and countercyclical policy. Background paper for *World Economic and Social Situation*. New York, UN-DESA.
- Akyüz Y (2011). Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust? Research Paper No. 37, South Centre, Geneva.
- Akyüz Y (2013). Waving or drowning? Developing countries after the financial crisis. Research Paper No. 48, South Centre, Geneva.
- Akyüz Y (2014). Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. Discussion Paper No. 217, UNCTAD, Geneva.
- Amsden A (2001). *The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Arean M, Bouza S, Dabla-Norris E, Gerling K and Njie L (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics: Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. Working Paper WP/15/11, IMF, Washington, DC.
- Barbosa-Filho N (2001). The balance-of-payments constraint: From balanced trade to sustainable debt. *BNL Quarterly Review*, 219: 381-400.
- Barbosa-Filho N (2012). Exchange rates, growth and inflation: What if the income elasticities of trade flows respond to relative prices? In: Deshpande A, ed. *Capital Without Borders. Challenges to Development*. Gurgaon (Haryana), Anthem Press: 53-70.
- Black Rock (2011). *Are Emerging Markets the Next Developed Markets?* New York, Black Rock Investment Institute.
- Boughton JM (2012). *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990-1999*. Washington, DC, International Monetary Fund.
- Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina. *CEPAL Review*: 63-90.
- Calcagno A (2003). Evaluación de las experiencias recientes de política cambiaria en Latinoamérica. *Foros*, 8, Central Bank of Venezuela, Caracas.
- Calvo GA (2005). *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press.
- Calvo GA and Mendoza EG (2005). Petty crime and cruel punishment: Lessons from the Mexican debacle. In: Calvo GA, ed. *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press: 129-138.
- Calvo GA and Talvi E (2005). Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. Working Paper No. 11153, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caruana J (2011). Capital flows to the emerging market economies: A perspective on policy challenges. Speech delivered at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference, Colombo, Sri Lanka, 24-26 February. Available at: <http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>.
- Chandrasekhar CP (2007). Continuity or change? Finance capital in developing countries a decade after the Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50): 36-44.
- Chandrasekhar CP (2015). Asian banks in trouble. *Frontline*, 9 January.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2013). The Asian financial crisis, financial restructuring and the problem of contagion. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial*

- Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 311-325.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). The bursting of China's housing bubble. *Business Line*, 28 April. Available at: <http://www.thehindubusinessline.com/todays-paper/tp-opinion/the-bursting-of-chinas-housing-bubble/article7148168.ece> on 7 June 2015.
- Credit Suisse (2011). *Investing for Impact: How Social Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return*. Zurich, Credit Suisse Research Institute.
- Crotty J and Lee KK (2004). Was the IMF's imposition of economic regime change in Korea justified? A critique of the IMF's economic and political role before and after the crisis. Working Paper No. 77, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Damill M, Frenkel R and Rapetti M (2013). Financial and currency crises in Latin America. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 296-310.
- de Bolle M, Rother B and Hakobyan I (2006). The level and composition of public sector debt in emerging market crises. Working Paper WP/06/186, IMF, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt A and Detragiache E (1998). Financial liberalization and financial fragility. Policy Research Working Paper No. 1917, World Bank, Washington, DC.
- Díaz-Alejandro CF (1984). Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 335-403.
- Díaz-Alejandro CF (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1-2): 1-24.
- Ebeke C and Kyobe A (2015). Global financial spillovers to emerging market sovereign debt markets. Working Paper WP/15/141, IMF, Washington, DC.
- Economist Intelligence Unit (2011). *GCC Trade and Investment Flows. The Emerging Markets Surge*. London, The Economist Intelligence Unit.
- Elekdog S and Wu Y (2011). Rapid credit growth: Boon or boom-bust? Working Paper WP/11/241, IMF, Washington, DC.
- Epstein G (2007). Central banks as agents of employment creation. Working Paper No. 38, United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN-DESA), New York.
- Epstein G (2015). Achieving coherence between macroeconomic and development objectives. Working Paper No. 382, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Epstein G and Yeldan E (eds.) (2009). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton, MA, Edward Elgar.
- FitzGerald EVK (1996). Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management. Discussion Paper, UNDP, New York.
- Frenkel R and Rapetti M (2009). Five years of competitive and stable real exchange rates in Argentina, 2002-07. In: Epstein G and Yeldon AE, eds. *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Northampton, MA, Edward Elgar: 179-202.
- Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. Working Paper No. 19, UN-DESA, New York.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Ghosh J (2007). Macroeconomic and growth policies. Background note, UN-DESA, New York.
- Godley W and Cripps F (1983). *Macroeconomics*. London, MacMillan
- Godley W and McCarthy G (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, 41(1): 38-54.
- Gabel I (1996). Stock markets, rentier interest, and the current mexican crisis. *Journal of Economic Issues*, 30(2): 443-449.
- Gabel I (1999). Mexico redux? Making sense of the financial crisis of 1997-98. *Journal of Economic Issues*, 33(2): 375-381.
- Gabel I (2006). A post-Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *A Handbook of Alternative Monetary Macroeconomics*. Northampton, MA, and Cheltenham, Edward Elgar: 403-419.
- Gabel I and Gallagher KP (2015). Capital controls and the global financial crisis: An introduction. *Review of International Political Economy*, 22(1):1-6.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2013). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2): 257-279.
- Kaltenbrunner A and Panceira JP (2014). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/beu03.
- Kaltenbrunner A and Karacimen E (forthcoming). The Contested Nature of Financialisation in Emerging Capitalist Economies. In: Subasat T and Weeks J, eds. *The Great Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy Created?* London, Routledge.
- Khor M (2014). Developing countries facing new economic problems. *South Bulletin*, 79: 4-5.
- Kregel J (2014a). External financing for development and international financial instability. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 15-40.
- Kregel J (2014b). Some Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy'. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial*

- Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel.* London and New York, Anthem Press: 63-74.
- Kregel J (2014c). Capital flows: Globalization of production and financing development. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel.* London and New York: Anthem Press: 41-62.
- Krugman P (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-325.
- Krugman P (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459-472.
- Krugman P (2000). *The Return of Depression Era Economics.* New York, NY, Norton.
- Krugman P (2014). Currency regimes, capital flows, and crises. *IMF Economic Review*, 62(4): 470-493 .
- Laeven L and Valencia F (2008). Systemic banking crises: A new database. Working Paper WP/08/224, IMF, Washington, DC.
- Lavoie M (2001). Pricing. In: Holt RPF and Pressman S, eds. *A New Guide to Post Keynesian Economics.* London, Routledge: 21-31.
- Lustig N (1995). The Mexican peso crisis: The foreseeable and the surprise. *Brookings Institution Paper*, Washington, DC.
- Magnus G (2014). This time China's property bubble really could burst. *Financial Times Comment*, 12 May. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6cd98926-d9e1-11e3-b3e3-00144feabdc0.html#axzz3cUG0DINv>.
- Markovitz H (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- Milken Institute (2014a). *The Banking Structure and Regulation in 1993 and 2013: A Cross-Country Comparison.* Washington, DC.
- Milken Institute (2014b). *Capital Markets in Developing Countries: The State of Play.* Washington, DC.
- Minsky H (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Minsky H (2008). *Stabilizing an Unstable Economy.* New York, NY, McGraw-Hill.
- Montes M (1998). *The Currency Crisis in Southeast Asia.* Singapore, Institute of Southeast Asian Studies.
- Moreno-Brid JC (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283-298.
- Moreno-Brid JC and Ros J (2004). Mexico's market reforms in historical perspective. *CEPAL Review*, 84: 35-56.
- Neely C (2014). Lessons from the taper tantrum. *Economic Synopses*, 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, MO.
- Obstfeld M (1994). The logic of currency crises. Working Paper No. 4640, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.
- OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook 2011.* Paris, OECD: 287-308.
- Ostry JD, Ghosh AR, Habermeier K, Chamon M, Qureshi MS and Reinhart DBS (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note 10/04, Washington, DC, International Monetary Fund.
- Palma JG (2003). The Latin American economies during the second half of the twentieth century: From the age of 'ISI' to the Age of 'The End of History'. In: Ha-Joon Chang, ed. *Rethinking Development Economics.* London, Anthem Press: 125-152.
- Palma JG (2011). How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and half cycles of 'mania, panic and crash'. Cambridge Working Papers in Economics, No. 1201. Available at: <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe1201.pdf>.
- Patnaik P (2003). On the economics of 'open economy' industrialization. V.V. Giri Memorial Lecture for the Annual Conference of the Indian Society of Labour Economics, Kolkata, December.
- Patnaik P (2006). Financial flows and open economy macroeconomics. Paper presented at the IDEAs-UNDP Conference on Post Liberalization Constraints on Macroeconomic Policies, Chennai, 27-29 January.
- Patnaik P (2007). Financial crisis, reserve accumulation and capital flows. *Economic and Political Weekly*, 42(50): 45-51.
- Patnaik P and Rawal V (2005). Level of activity in an economy with free capital mobility. *Economic and Political Weekly*, 40(14): 1449-1457.
- Pinto B and Ulatov S (2010). Financial globalization and the Russian crisis. Policy Research Working Paper No. 5312, World Bank, Washington, DC.
- Powell J (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. London, SOAS, University of London, Phd thesis.
- Radelet S and Sachs J (2000). The onset of the East Asian financial crisis. In: Krugman P, ed. *Currency Crises.* Chicago, IL, University of Chicago Press: 105-153.
- Reinhart CM and Reinhart VR (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Working Paper No. 14321, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton and Oxford, Princeton University Press.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010a). From financial crash to debt crisis, Working Paper No. 15795, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100(2): 573-578.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010c). Growth in a time of debt. Working Paper No. 15639, NBER. Cambridge,



- MA. Available at: <http://www.nber.org/papers/w15639>.
- Rodrik D (2015). Premature deindustrialization. Working Paper No. 20935, NBER, Cambridge MA.
- Sáinz P and Calcagno A (1999). La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis. *Temas de Coyuntura*, No. 4, United Nations Commission for Latin America and the Caribbean, Santiago, Chile.
- Salazar-Xirinachs JM, Nubler I and Kozul-Wright R, eds. (2014). *Transforming Economies. Making Industrial Policy Work for Growth, Jobs and Development*. Geneva, UNCTAD and ILO.
- Singh A and Weisse BA (1998). Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: Micro and macroeconomic perspectives. *World Development*, 26(4): 607-622.
- Stiglitz J (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York, NY, WW Norton.
- Stiglitz J (2003). Wither reform? Towards a new agenda for Latin America. *CEPAL Review*, 80: 7-37.
- Takáts E and Uper C (2013). Credit and growth after financial crises. BIS Working Paper No. 416, Bank for International Settlements, Basel.
- Taylor L (2001). *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Taylor L (2006). *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Thirlwall AP (2011). Balance of payments constrained growth models: History and overview. School of Economics Discussion Papers, KDPE 1111, University of Kent, Canterbury.
- Torija Zane E (2015). Bancos Centrales Periféricos: El Caso de América Latina. In: Abeles M and Prado A, eds. *Estructura productiva, instituciones y dinámica económica en América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Libros de la CEPAL (forthcoming).
- UBS (2012) *Emerging Markets: The Multi-Asset Approach*. Zurich, UBS Asset Management Research.
- UNCTAD (2011). Development-led Globalization. Towards Sustainable and Inclusive Development Paths. Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XIII. Geneva.
- UNCTAD (2012a). The rising sea of global financial markets, Background Note to the G20 Framework Working Group. Geneva.
- UNCTAD (2012b). *Trade and Development Report, 1981-2011: Three Decades of Thinking Development*. United Nations Publication. Sales No. E.12.II.D.5, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief, No. 29, Geneva.
- UNCTAD (2015). *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 1999). *Trade and Development Report, 1999. Fragile Recovery and Risks: Trade, Finance and Growth*. United Nations publication. Sales No. E.99.II.D.1, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2003). *Trade and Development Report, 2003. Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Wade R (1998). The Asian debt-and-development crisis of 1997-?: Causes and consequences. *World Development* 26(8): 1535-1553.
- Wade R (2004). *Governing the Market* (second edition). Princeton, Princeton University Press.
- Weller C (2001). Financial crises after financial liberalisation: Exceptional circumstances or structural weakness? *Journal of Development Studies*, 38(1): 98-127.
- World Bank (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Washington, DC. Available at: [www.g20.org/load/783687600](http://www.g20.org/load/783687600).
- Younger S (1993). The economic impact of a foreign-debt bailout for private firms in Ecuador. *Journal of Development Studies*, 29(3): 484-503.

## PROBLEMAS SISTÉMICOS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

### A. Introducción

Las tensiones y los problemas de la presente economía mundial surgen de la interacción entre una demanda efectiva débil y una persistente inestabilidad financiera. La crisis financiera mundial de 2008 fue un recordatorio de los perjuicios económicos y sociales que puede generar esa interacción. Gran parte del esfuerzo de reforma posterior se ha concentrado en reparar los balances, reforzar los marcos reguladores y mejorar la resiliencia de las instituciones financieras ante las perturbaciones a través de medidas de ámbito nacional e internacional. Se trata de un proceso en curso (véase el capítulo IV del presente *Informe*). No obstante, el éxito de esas medidas está estrechamente relacionado con fuerzas macroeconómicas mundiales cuya actual debilidad se debe en parte a las deficiencias del sistema monetario internacional.

La función principal del sistema monetario internacional es contribuir a la estabilidad macroeconómica y financiera mundial manteniendo tipos de cambio estables, favoreciendo posiciones de

cuenta corriente sostenibles, suministrando un nivel suficiente de liquidez internacional y posibilitando ajustes ordenados ante las perturbaciones externas. La erosión y, en última instancia, el colapso del sistema en todos esos frentes contribuyó a la acumulación a nivel mundial de desequilibrios macroeconómicos y financieros que propiciaron el desarrollo de condiciones de inestabilidad de los mercados financieros que terminaron desencadenando la crisis (véase, por ejemplo, United Nations, 2009; Kregel, 2010; Dorrucchi and McKay, 2011; véase también *TDR 2010*).

La propagación mundial de la crisis a partir de los mercados financieros de los países desarrollados y los enfoques adoptados posteriormente por esos países para gestionarla han revelado las carencias de las redes de seguridad existentes a nivel mundial para hacer frente a grandes perturbaciones. La crisis también ha puesto de manifiesto la tendencia del actual sistema internacional a provocar una gran inestabilidad en el suministro de liquidez internacional<sup>1</sup> y su incapacidad de brindar

---

El actual sistema monetario internacional crea una considerable inestabilidad en el suministro de liquidez internacional y no está en condiciones de apoyar adecuadamente la recuperación económica mundial.

---



apoyo suficiente para la recuperación de la demanda agregada mundial. Además, la actual inestabilidad financiera plantea dudas sobre lo propicio que puede ser el entorno mundial para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que son actualmente objeto de debate en relación con la agenda para el desarrollo después de 2015. Todos esos factores apuntan a la necesidad de una reforma más profunda del sistema monetario internacional.

En el presente capítulo se examinan los puntos débiles del actual sistema monetario internacional y se plantean algunas propuestas para su reforma. Se presta especial atención a tres desafíos fundamentales, considerados comunes a cualquier sistema monetario internacional (véase, por ejemplo, United Nations, 2009; Erten and Ocampo, 2012), y se examina la forma en que estos desafíos y las respuestas que se les da han cambiado con el tiempo. Se sugiere que las reformas encaminadas a paliar las carencias del actual sistema monetario internacional que la crisis financiera y económica mundial dejó al descubierto han sido tímidas en el mejor de los casos.

Los tres desafíos fundamentales son los siguientes:

- Primero, regular el suministro de liquidez internacional. Tradicionalmente, los agentes privados y públicos de diferentes países han aceptado voluntariamente emplear una o varias monedas nacionales como unidad de cuenta, como medio de pago o como reserva de valor en sus actividades económicas y financieras internacionales. El dólar ha servido a esos propósitos de manera predominante desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, su uso se ha visto asociado a grandes fluctuaciones cambiarias y de disponibilidad de liquidez internacional. Además, la globalización financiera y el creciente protagonismo de los intermediarios financieros privados en el suministro de liquidez internacional añaden complejidad a este desafío.
- Segundo, facilitar el acceso a liquidez a corto plazo para gestionar las perturbaciones<sup>2</sup>. El Fondo Monetario Internacional (FMI) se diseñó para proporcionar esa financiación a fin de evitar que los países recurrieran a una combinación de restricciones comerciales y devaluaciones de moneda competitivas. Sin embargo, los

países en desarrollo han rehuído cada vez más la asistencia del FMI, sobre todo a raíz de la crisis asiática de 1997-1998, y han preferido en general acumular reservas de divisas como medio de autosegurarse y primera línea de defensa ante las perturbaciones externas.

- Tercero, procurar una distribución más equitativa de la carga del ajuste de la cuenta corriente<sup>3</sup>. El proceso de ajuste asimétrico que implica la restricción del gasto en los países deficitarios sin que sea compensada por el incremento del gasto en los países con superávit representa lo que se ha denominado “sesgo contractivo” del sistema monetario internacional. Las consecuencias son especialmente indeseables para el dinamismo macroeconómico mundial cuando el crecimiento de la producción mundial es ya muy débil, como ocurre actualmente.

En este capítulo se sugiere que el creciente protagonismo de los flujos a corto plazo de capitales internacionales privados en el suministro de liquidez internacional ha provocado ciclos de fuerte expansión y contracción, y ha llevado a los países en desarrollo a acumular grandes cantidades de reservas de divisas a pesar de la inequidad que supone la consiguiente transferencia de recursos a los países con monedas de reserva. En su forma actual, el sistema monetario internacional seguirá provocando inestabilidad e inequidad, obligando a los países en desarrollo a adaptarse a los efectos de políticas que quedan fuera de su control.

En este capítulo no se presenta un plan de reforma integral, sino que se centra la atención en las principales dificultades para responder a los tres desafíos antes mencionados, y se examinan diversas propuestas, así como los requisitos para su aplicación.

El capítulo está organizado como sigue. En la sección B se ofrece una reseña histórica de la manera en que el sistema monetario internacional ha abordado en sus sucesivas modalidades los tres desafíos citados anteriormente. Asimismo, se examina cómo se han acentuado esos desafíos en la época posterior a Bretton Woods. Sobre la base de este análisis, en la sección C se evalúan varias propuestas para una reforma amplia del sistema monetario internacional que daría lugar a una nueva versión con una administración centralizada, así

como ciertos cambios graduales que podrían ser más fáciles de aplicar. En la explicación de esos cambios graduales se incluyen medidas proactivas que los países en desarrollo podrían adoptar para tener más garantías de alcanzar sus objetivos de desarrollo. También se plantea la manera en que una mayor

cooperación monetaria regional podría contribuir a corregir el sesgo contractivo del sistema monetario internacional y sentar las bases para reformas más amplias en el futuro. En la sección D se resumen las principales conclusiones y se expone un programa de políticas.

---

## B. El sistema monetario internacional: principales desafíos y evolución de las respuestas

---

Cualquier sistema monetario internacional se enfrentará a los tres desafíos mencionados. La situación económica e institucional mundial imperante determina la manera en que esos desafíos se manifiestan, así como el carácter y la eficacia de las respuestas. En esos aspectos se centra esta sección.

### 1. *El patrón oro y el sistema de Bretton Woods*

---

El patrón oro clásico, que duró desde alrededor de 1880 hasta el comienzo de la Primera Guerra Mundial, respondió supuestamente a los tres desafíos citados vinculando el suministro de liquidez mundial a la disponibilidad física de oro, y haciendo que los precios se adaptaran a los cambios en las reservas de oro nacionales causados por movimientos de la cuenta corriente. Sin embargo, su funcionamiento en la práctica no dependía del mecanismo de “flujo precio-especie” diseñado para procurar un ajuste simétrico; de hecho, dependía del papel dominante del Reino Unido como fuente principal de corrientes mundiales de capital en esa época y como centro de distribución del comercio mundial, y por consiguiente, del conjunto de redes de carácter comercial, financiero y político basadas en la ciudad de Londres (véase Triffin, 1961; de Cecco, 1974; Panic, 1992; y Eichengreen, 1992). Esto permitió un período de relativa estabilidad de la economía mundial, en el

que concurrieron grandes flujos transfronterizos de capital (y de personas) y una expansión de las corrientes comerciales. Sin embargo, la estabilidad se concentró en los países que terminaron constituyendo el “núcleo” de la economía mundial. Gracias a los continuos flujos de capital del Reino Unido, algunos países, como los Estados Unidos, pudieron mantener grandes déficits por cuenta corriente durante períodos prolongados, mientras que los países en desarrollo con déficit por cuenta corriente experimentaron una volatilidad de los flujos de capital muy superior porque los países con superávit no se veían en la necesidad de realizar ajustes. El sistema se hundió en la víspera de la Primera Guerra Mundial, cuando era evidente que las principales economías —y en particular la del Reino Unido— no habían seguido las normas y habían ampliado su base monetaria mucho más allá de lo que justificaban sus existencias de oro.

Los intentos de restablecer después de la Primera Guerra Mundial un sistema basado en el patrón oro toparon con el doble problema de un aumento de los precios nominales por la inflación del período de guerra y la variación de las posiciones de acreedores y deudores. Estas circunstancias afectaron a la capacidad del Reino Unido para asumir el liderazgo económico mundial. Al recaer en gran medida la carga de los ajustes en los países deficitarios, incluido el Reino Unido, este sistema resultó imposible de mantener. El Reino Unido optó en 1925 por la paridad de los tipos de cambio previa al conflicto, que estaba enormemente sobrevalorada, y finalmente

se vio obligado a salir del patrón de cambio oro en 1931. Esto también supuso que los países con superávit no proporcionaron a la economía mundial ningún impulso que pudiera compensar las medidas contractivas que los demás países estaban obligados a adoptar como resultado de la disminución de sus existencias de oro. La combinación de estos factores tuvo un enorme efecto contractivo de la economía mundial que contribuyó a la Gran Depresión, lo que dio lugar a fuertes caídas de precios y a la amenaza de deflación de deuda (Eichengreen, 1992).

En lugar de emprender políticas macroeconómicas expansionistas de manera coordinada, muchos países respondieron abandonando el patrón de cambio oro y devaluando sus monedas en un esfuerzo por impulsar las exportaciones netas, y recurriendo a medidas proteccionistas para restringir las importaciones. Sin embargo, las exportaciones adicionales de un país son las importaciones adicionales de otro país. Por consiguiente, el efecto neto de esa política de “empobrecimiento del vecino” fue una mayor inestabilidad de los tipos de cambio y de la producción, lo que debilitó el comercio internacional y agravó la caída de la demanda mundial.

Uno de los principales objetivos de la Conferencia de Bretton Woods de 1944 era encontrar un sistema internacional que impidiera las prácticas comerciales restrictivas y las devaluaciones competitivas como las que se habían producido en el período de entreguerras. Los participantes en la Conferencia también deseaban eliminar el oro como base monetaria y determinante de los tipos de cambio, y debatieron sobre si la carga de los ajustes debía repartirse más equitativamente, y de qué manera, entre los países con superávit y los países deficitarios.

Como es bien sabido, el sistema monetario internacional de posguerra que surgió de la Conferencia de Bretton Woods respondía en gran medida a los deseos del país acreedor dominante, los Estados Unidos. La característica principal de este sistema era una red de tipos de cambio fijos entre el dólar y todas las demás monedas, combinada con la

posibilidad de que los bancos centrales convirtieran dólares en oro a una paridad fija de 35 dólares por onza. Las paridades de los tipos de cambio podían modificarse únicamente en los casos de desequilibrio fundamental, con lo que se evitaban devaluaciones competitivas como las que se produjeron durante el período de entreguerras. No obstante, esto también significaba que los ajustes raramente se realizaban a través de los precios<sup>4</sup> (es decir, de variaciones de los tipos de cambio), y se producían principalmente mediante modificaciones de las cantidades (es decir, variaciones de la demanda interna).

Con este sistema también se pretendía limitar la dimensión de los desequilibrios exteriores y, por

lo tanto, la necesidad de flujos de capital para financiar los déficits externos. Esto se logró mediante la concesión a países deficitarios de préstamos en las monedas nacionales aportadas por los miembros del recién creado FMI, con sujeción a las condiciones establecidas por la Junta de Gobernadores del FMI. Sin embargo, dado que estas condiciones se aplicarían únicamente a los países deficitarios que solicitaran ayuda, y dado

que los préstamos del FMI a los países deficitarios iban acompañados por condicionalidades de política estrictas, como requerimientos de devaluación de la moneda y contracción fiscal y monetaria, el sistema mostró un sesgo contractivo que no respondía a la intención original de los arquitectos de Bretton Woods.

En los primeros años del decenio de 1960, el volumen de dólares en manos de extranjeros empezó a superar el valor de las existencias de oro de los Estados Unidos considerando la paridad declarada de 35 dólares por onza. Esto dio lugar a lo que se conoce como el “dilema de Triffin”: si los Estados Unidos dejaban de suministrar dólares a otros países, el comercio y los ingresos mundiales podían estancarse, pero si se continuaban promoviendo el comercio y el crecimiento mediante un suministro ilimitado de dólares, se erosionaría la confianza en su compromiso de convertir los dólares en oro al precio fijado. Una tentativa para solucionar el dilema de Triffin fue la creación de una moneda artificial, conocida como

---

El objetivo de la Conferencia de Bretton Woods era establecer un sistema que evitara las prácticas comerciales restrictivas y las devaluaciones competitivas como las que se habían producido en el período de entreguerras.

---

derechos especiales de giro (DEG), que ha dado a los bancos centrales el derecho a obtener del FMI dólares u otras monedas ampliamente utilizadas a nivel internacional, sin mediar condiciones. Estos DEG estaban destinados a ser utilizados por los países para apoyar su expansión comercial y sus pagos sin necesidad de emitir más dólares. Sin embargo, cuando estas unidades quedaron disponibles en enero de 1970, la reforma resultó ser claramente insuficiente y demasiado tardía.

## 2. La época posterior a Bretton Woods

Los Estados Unidos suspendieron unilateralmente la convertibilidad del dólar en oro el 15 de agosto de 1971. El sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos terminó derrumbándose en 1973 y los tipos de cambio flexibles se convirtieron en la norma. El Convenio Constitutivo del FMI fue modificado para legitimar los tipos de cambio flotantes<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, se instó al FMI a que ejerciera “una firme supervisión de las políticas de tipos de cambio de los países miembros”, a fin de evitar depreciaciones competitivas e infravaloraciones sostenidas, procurando al mismo tiempo que el mecanismo de ajuste fuera más simétrico.

Además del abandono de la convertibilidad del dólar en oro y de la adopción generalizada de los tipos de cambio flotantes, la otra característica fundamental de la época posterior a Bretton Woods fue el cambio de las modalidades de suministro de liquidez. El creciente protagonismo de los flujos internacionales de capital privado, a menudo a corto plazo, como complemento de la liquidez suministrada a través de los déficits por cuenta corriente de los Estados Unidos, ha dado lugar a que el suministro de liquidez a nivel mundial ya no se limite a lo que podría denominarse “liquidez oficial”, es decir, la “financiación disponible incondicionalmente para saldar reclamaciones a través de las autoridades monetarias” (BIS, 2011: 4). Se puede movilizar la liquidez oficial a partir de reservas de divisas acumuladas, de líneas de crédito recíproco entre bancos centrales y del FMI mediante asignaciones de DEG

o convenios de préstamo. Puede complementarse, y se ha complementado cada vez más, con “liquidez privada” resultante de operaciones transfronterizas de instituciones financieras, como bancos, y no financieras, como empresas que facilitan créditos internacionales y/o préstamos en moneda extranjera<sup>6</sup>. Esto en la práctica ha supuesto la fusión de los sistemas monetario y financiero internacionales.

Se esperaba que con la combinación de tipos de cambio flotantes, la gradual liberalización de los flujos internacionales de capital y el creciente protagonismo de estos en el suministro de liquidez internacional se redujera la presión sobre los países deficitarios para realizar ajustes por medio de cambios cuantitativos (es decir, reduciendo la demanda interna), y adquiriera en su lugar mayor peso el ajuste a través de los precios (es decir, las variaciones de los tipos de cambio), mediante, entre otras cosas, la apreciación de la monedas de los países con excedentes. Se consideró que este aspecto era especialmente importante en el contexto de un aumento de los flujos internacionales de capital tras la fuerte alza de los precios del petróleo. También se esperaba que estos mecanismos favorables al mercado disuadieran a los países de acumular reservas oficiales cada

vez mayores y que, al mismo tiempo, brindaran la autonomía necesaria a cada país para perseguir sus objetivos de política macroeconómica.

Sin embargo, lejos de esas expectativas, en la época posterior a Bretton Woods se han sucedido repetidamente profundas variaciones de los tipos

de cambio, grandes desequilibrios en los pagos y un incremento de las reservas. Además, los nuevos elementos del sistema monetario internacional no han logrado eliminar el sesgo contractivo asociado al hecho de que se presione más a los países con déficit que a los superavitarios para que ajusten los desequilibrios en los pagos, y la liberalización de los flujos internacionales de capital ha dado lugar a nuevas formas de inestabilidad derivadas de la volatilidad y el carácter procíclico intrínseco de los flujos de capital privado.

Antes de la crisis financiera mundial que se inició en 2008, los préstamos bancarios representaban

---

Los flujos internacionales de capital privado a corto plazo desempeñan un papel cada vez más importante en el suministro de liquidez internacional, haciéndola procíclica e inestable...

---



la mayor parte del crédito en dólares. Los bancos europeos (principalmente de Alemania, Francia, el Reino Unido y Suiza) concentraban un tercio del mercado bancario en dólares, ya que buscaban activos (supuestamente) seguros con requisitos de capital mínimos, como los valores basados en activos emitidos por bancos estadounidenses (Borio *et al.*, 2014). Esto también puede indicar que el papel de los bancos europeos en la financiación del auge del crédito previo a la crisis en los Estados Unidos fue mayor que el que tuvo la acumulación en los países en desarrollo de reservas de divisas en forma de valores del Tesoro de los Estados Unidos, pese a los grandes excedentes comerciales que con frecuencia mantenían estos países. Desde la crisis, en cambio, la mayoría de esos créditos en dólares han consistido en bonos emitidos por empresas y por gobiernos distintos del estadounidense. Según una reciente evaluación realizada por McCauley y otros (2015), se estima que los créditos en dólares a prestatarios no financieros fuera de los Estados Unidos, compuestos por bonos y préstamos bancarios pendientes, ascendían a 8 billones de dólares a mediados de 2014, lo que equivale al 13% de la producción mundial, sin incluir la de los Estados Unidos<sup>7</sup>. Este volumen de créditos en dólares fuera de los Estados Unidos supera considerablemente el de los concedidos en euros y yenes, que se sitúan en 2,5 billones de dólares y 0,6 billones de dólares, respectivamente. Otra característica destacable es que la expansión del crédito a prestatarios fuera de los Estados Unidos es considerablemente más rápida que la del crédito interno, tanto entre 2005 y el comienzo de la crisis financiera como desde 2009.

Son varias las consecuencias de este enorme incremento de la liquidez mundial de origen privado. En primer lugar, el suministro de liquidez internacional es ahora procíclico e inestable, ya que los flujos de capital privado están sujetos a ciclos financieros mundiales que obedecen a factores de empuje, como la búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores financieros, la capacidad de apalancamiento de estos y las decisiones de política monetaria de los países avanzados. La proporción del total de flujos internacionales de capital privado que se dirigen hacia un país determinado depende

de los factores de atracción de ese país, como sus expectativas de crecimiento y sus necesidades de financiación externa, así como de la apertura de su cuenta de capital (por ejemplo, Rey, 2013; Ghosh *et al.*, 2014). En períodos de expansión, la creación de liquidez de origen privado aumentará la liquidez oficial. Por el contrario, en los períodos de crisis el interés de los inversores financieros por asumir nuevos riesgos y su capacidad para movilizar recursos tienden a disminuir, lo que reduce considerablemente la disponibilidad de liquidez internacional privada. Este carácter procíclico de los flujos de capital privado plantea el riesgo de que cuando los países afrontan déficits de liquidez más acusados, el suministro de liquidez internacional mengua, aunque su componente oficial quede esencialmente intacto.

En segundo lugar, el aumento del suministro de liquidez privada implica que los países con déficits por cuenta corriente pueden evitar ajustes siempre y cuando tengan la posibilidad de acceder a suficientes préstamos privados. Sin embargo, la contrapartida suele ser un incremento de las presiones procíclicas y una desvinculación de los movimientos cambiarios de las variables fundamentales subyacentes. A menos que se contengan las entradas de capital o que los bancos centrales intervengan en los mercados de divisas para impedir que esas entradas de capital provoquen una apreciación de sus monedas, no hay mecanismos institucionales ni económicos capaces de limitar ese proceso que se autorrefuerza y que deriva en un incremento del déficit comercial y de las entradas de capital, aparte de la confianza de los mercados financieros en la sostenibilidad del proceso, la cual termina disipándose.

En tercer lugar, los flujos brutos de capital resultan más pertinentes que los flujos netos (o la evolución de las cantidades y los precios de los bienes y servicios comercializados internacionalmente) para explicar la crisis de la balanza de pagos. También afectan a las balanzas por cuenta corriente, ya que las grandes posiciones de activos y pasivos brutos generan importantes flujos de rentas de inversión. Sus efectos netos en la cuenta corriente tienden a ser negativos para los países en desarrollo, no solo debido

---

Los países en desarrollo reaccionan tratando de acumular considerables reservas de divisas a fin de protegerse...

---



a que, por lo general, los pasivos financieros superan a los activos, sino también a la diferencia entre las tasas de interés pagado y devengado.

Por otra parte, si las entradas brutas se interrumpen repentinamente y al mismo tiempo aumentan las salidas brutas, un país experimentará un choque adverso en lo que se refiere a las corrientes netas de capital, lo que equivale a un deterioro de la cuenta corriente que desencadena variaciones de los tipos de cambio. Esos cambios pueden resultar especialmente perjudiciales si existen grandes desajustes monetarios en los balances; a su vez, un descenso rápido del tipo de cambio puede dificultar el servicio de la deuda y dar lugar a impagos. Tal será el caso, en particular, cuando se produzcan esos desajustes de balances en el sector privado, para el que no se pueden movilizar fácilmente reservas en divisas con el fin de compensar los problemas de liquidez.

Desde la década de 1970, se han sucedido varias crisis financieras en las economías emergentes que estaban estrechamente vinculadas a repentinos cambios de rumbo de los flujos de capital privado (véase el capítulo II). A raíz de esta experiencia, varios países en desarrollo integrados en los mercados financieros empezaron a acumular liquidez oficial en forma de reservas de divisas, por dos motivos: primero, como protección, para compensar el déficit de liquidez que podía provocar una brusca interrupción o un cambio de sentido de los flujos de capital; segundo, como subproducto de la intervención en los mercados de divisas con el fin de evitar la apreciación de la moneda de resultados de entradas de capital que no guardaban relación con la financiación de las importaciones. Esto significa que la acumulación de reservas podría considerarse en cierto modo una medida de política dirigida a mitigar los efectos adversos que tienen en la economía nacional los flujos internacionales de capital procíclicos.

Un objetivo de esta estrategia que guarda relación con lo anterior es el de evitar la dependencia del FMI en situaciones de crisis, habida cuenta de la gran contracción macroeconómica causada en buena parte por la condicionalidad de las políticas asociada a los préstamos del FMI. Esa condicionalidad suele basarse en una evaluación inadecuada del problema subyacente, como también reconoció el propio FMI (*TDR 2001 y 2011*; IMF, 2011a).

La acumulación de reservas de divisas puede obedecer también a motivos no preventivos, como la elección por un país de un determinado régimen de tipos de cambio y de estrategias macroeconómicas específicas. Esta práctica ha desempeñado un importante papel para los países que apoyan su crecimiento interno fomentando las exportaciones netas y que dependen de los mercados de divisas para mantener su competitividad externa. Tales estrategias de crecimiento impulsado por las exportaciones han generado en ocasiones grandes superávits por cuenta corriente.

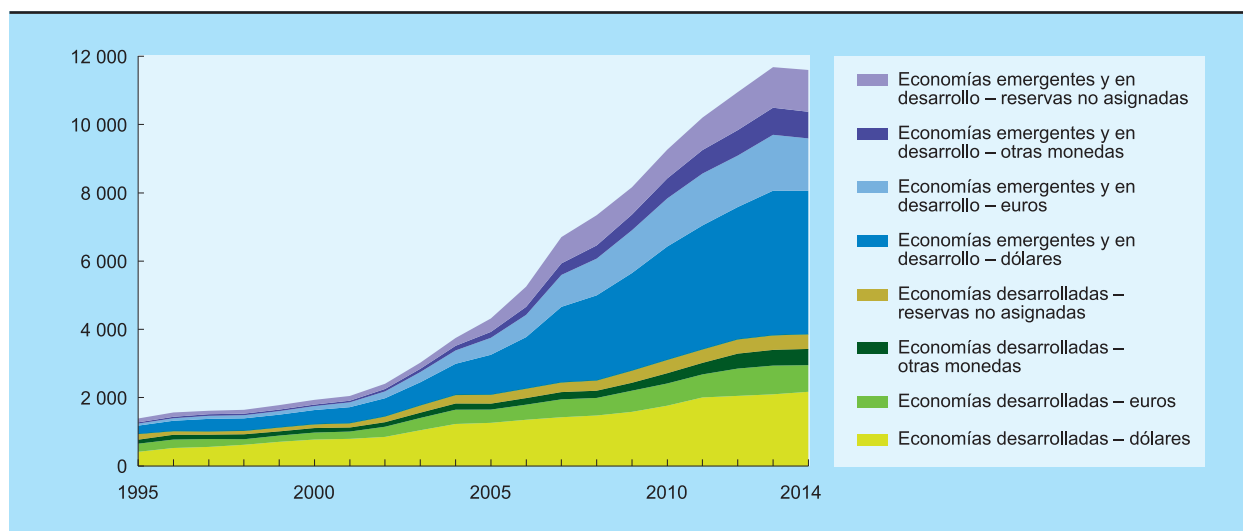
El volumen total de las reservas en divisas ha aumentado apreciablemente desde el comienzo del milenio, hasta rozar los 12 billones de dólares en 2014 (gráfico 3.1). El aumento se registró principalmente en los países en desarrollo y fue especialmente significativo en China, que en 2014 contaba con alrededor de un tercio del total mundial de reservas de divisas y aproximadamente el 45% de las de los países en desarrollo<sup>8</sup>.

Estas reservas se han considerado a veces “excesivas” según los parámetros convencionales, como los niveles necesarios para contrarrestar fluctuaciones de los ingresos de exportación o para refinanciar deuda externa a corto plazo (hasta un año) (la denominada “regla de Guidotti-Greenspan” sobre el nivel suficiente de reservas). Sin embargo, estimaciones empíricas sugieren que la apertura del sistema financiero, la estabilidad deseada de los tipos de cambio y la magnitud del sistema bancario nacional son otras consideraciones que deben tenerse en cuenta para determinar cuál es el nivel de reservas suficiente. En situaciones de crisis, los encargados de formular políticas que tratan de evitar o mitigar la depreciación de la moneda pueden tener la necesidad de contrarrestar una retirada súbita de un gran volumen de liquidez de depósitos internos (es decir, una “fuga de capitales repentina”) además de contener la presión a la depreciación originada por interrupciones y cambios de sentido súbitos de entradas financieras del exterior. Esto implica que la determinación de la idoneidad del nivel de las reservas varía según el tipo de economía<sup>9</sup>. En el caso de las economías en desarrollo integradas desde el punto de vista financiero, la suficiencia de las reservas puede determinarse por la regla de Guidotti-Greenspan, así como por el volumen de dinero en sentido amplio como potencial fuente de fuga de capitales de residentes. Para otros países,

Gráfico 3.1

### RESERVAS DE DIVISAS DE GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS, POR MONEDA DE DENOMINACIÓN, 1995-2014

(En miles de millones de dólares corrientes)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en IMF, 2015a.

**Nota:** Puesto que los datos sobre la composición de las reservas de divisas de China no son públicos, en el gráfico se han asignado las reservas a todo el período con arreglo a estimaciones para 2014 (*Financial Times*, 15 de abril de 2014), según las cuales cerca de dos tercios serían en dólares, una cuarta parte en euros y el resto en otras monedas.

como muchos de los menos adelantados (PMA), cuya integración en los mercados financieros mundiales es menor, las normas relacionadas con el comercio tradicionales siguen representando una referencia básica práctica a partir de la cual los factores específicos del país determinan evaluaciones precisas. En las economías desarrolladas, la suficiencia de las reservas dependerá de la facilidad de acceso a otras fuentes de liquidez internacional oficial para esos fines (por ejemplo, a través de acuerdos permanentes de permuta de divisas entre bancos centrales, que se detallan en la sección siguiente). De lo contrario, tienen que recurrir a las reservas con el fin de reducir los riesgos para los balances bancarios y no bancarios derivados de la escasa liquidez en dólares y la consiguiente disfunción de sus mercados de divisas, así como para contener los efectos adversos cuando se producen esas situaciones (para más detalles, véase, por ejemplo, IMF, 2015b).

El gran volumen de reservas de divisas ha dado lugar a una variante del dilema de Triffin. El dilema original guardaba relación con la cuantía de las reservas oficiales en dólares y la confianza de sus titulares en que los Estados Unidos podían convertir

esas existencias en oro al precio fijado. La nueva formulación del dilema se refiere a la combinación de dos mecanismos: en primer lugar, la persistente acumulación de reservas de divisas está asociada a la compra continuada de activos supuestamente seguros en forma de títulos públicos de los países con monedas de reserva; en segundo lugar, esto requiere la confianza de los titulares de esas reservas de moneda extranjera en que los títulos del Tesoro y las monedas de reserva no se depreciarán, ya que eso ocasionaría una disminución del poder adquisitivo de sus reservas (Aglietta and Coudert, 2014)<sup>10</sup>. A medio y largo plazo, el estatus del dólar como principal divisa internacional dependerá, por una parte, de las futuras políticas fiscales y de la evolución de la economía estadounidense y de otras economías significativas (Eichengreen, 2011) y, por otra, de la disponibilidad de alternativas que pudieran desafiar su papel.

Esas alternativas aún no son evidentes. Cabía esperar que la crisis financiera mundial que se inició en los Estados Unidos en 2008 pusiera en tela de juicio el papel internacional dólar<sup>11</sup>. Sin embargo, el predominio del dólar como moneda internacional sigue intacto, e incluso es probable que se haya fortalecido

desde el comienzo de la crisis (véase por ejemplo Prasad, 2013). No se ha constatado ninguna diversificación orientada a sustituir el uso del dólar para la facturación en el comercio internacional (Goldberg and Tille, 2008; Auboin, 2012)<sup>12</sup>. Por otra parte, el dólar ha mantenido su predominio en los mercados de divisas, puesto que sigue utilizándose en más del 85% de las transacciones con divisas en todo el mundo, ya sea de principio a fin de las operaciones o en el cambio de dólares por otras monedas (BIS, 2014; Goldberg, 2011)<sup>13</sup>. El dólar continúa siendo también la moneda de referencia en los regímenes cambiarios de muchos países y mantiene su predominio entre las reservas de divisas de los bancos centrales, ya que representa aproximadamente dos tercios de estas tanto en los países desarrollados como en desarrollo (gráfico 3.1). Asimismo, el dólar sigue siendo la moneda más utilizada en los mercados internacionales de capital.

En resumen, en esta sección se sugiere que el patrón dólar actual es inestable y poco equitativo. La combinación de una flotación generalizada y el protagonismo de los flujos internacionales de capital privado en el suministro de liquidez internacional, junto con políticas macroeconómicas basadas en gran

medida en las prioridades nacionales, ha ido acompañada de grandes fluctuaciones de disponibilidad de liquidez internacional y de una acumulación de desequilibrios externos, a menudo profundos, cuyo ajuste se ha producido generalmente a través de crisis. Por lo tanto, el sistema actual no ha proporcionado a nivel mundial una estabilidad macroeconómica y

---

Sin embargo, debido a las transferencias de recursos que reciben los países con monedas de reserva, el sistema monetario internacional resulta muy poco equitativo.

---

financiera razonable. Los países en desarrollo integrados desde el punto de vista financiero han optado por responder a esta carencia mediante la acumulación de un volumen considerable de reservas de divisas, a pesar de las transferencias de recursos que reciben los países con monedas de reserva y que hacen que el sistema resulte muy poco equitativo<sup>14</sup>. La acumula-

ción de grandes desequilibrios externos —frecuentemente asociados a flujos de capital inestables— y su desordenada evolución apuntan a la necesidad de establecer límites sobre la magnitud de esos desequilibrios. También sugieren que es preciso disponer de formas globalmente más diversificadas y eficientes de suministro de liquidez en moneda extranjera, sobre todo en situaciones de crisis, a fin de complementar, y a la postre sustituir, las grandes reservas en divisas que se mantienen por precaución. Esos aspectos se examinan en la sección siguiente.

---

## C. Reforma del sistema financiero internacional

---

Las numerosas propuestas de reforma del sistema monetario internacional que existen actualmente se caracterizan en general por una relación inversa entre exhaustividad y viabilidad. Esto ocurre especialmente en el caso de las propuestas cuyo objetivo es que el sistema monetario internacional vuelva a tener una orientación más normativa y una

coordinación multilateral diseñada para responder a los tres desafíos mencionados en la introducción. La mayoría de estas propuestas tienen una larga historia y resurgen periódicamente después de todas las grandes crisis financieras internacionales. No es sorprendente. De hecho, sirven como punto de referencia para medidas de reforma más graduales

pero factibles que pueden concitar un consenso a corto plazo. Una cuestión conexas es si la insatisfactoria coyuntura económica mundial actual permitirá aumentar las posibilidades de lograr una aceptación política para la realización de reformas integrales y alcanzar el alto grado de consenso multilateral y de coordinación de las políticas macroeconómicas que se requeriría.

Esta sección se inicia con el análisis de algunas de esas propuestas integrales. A continuación, se centra la atención en una segunda categoría de propuestas menos ambiciosas, pero que podrían resultar más fáciles de aplicar. Se examinan de forma general reformas que, además de aumentar la oferta de activos seguros y, en especial, la disponibilidad de liquidez oficial en los períodos de crisis, deberían aspirar a reducir el peso de los flujos privados de capital a corto plazo en el suministro de liquidez internacional. De ese modo disminuirían tanto la demanda de reservas de divisas como la acumulación de desequilibrios insostenibles de la cuenta corriente. Esas reformas también parecen un complemento adecuado de otras iniciativas destinadas a aumentar la contribución de los países superavitarios a los ajustes. Asimismo, se consideran varias posibilidades en el plano regional o entre grupos de países, como el suministro de liquidez, la vigilancia de las políticas y la introducción de mecanismos para compartir la carga de los ajustes. La adopción de esas medidas a nivel regional o interregional puede suponer una mejora con respecto al sistema actual, que expone a los países en desarrollo a la presión de ajustes desordenados y les exige mantener grandes reservas de divisas, con lo que quedan expuestos a la inequidad del sistema. En la coyuntura actual, estas propuestas de aumentar la integración monetaria regional entre los países en desarrollo podrían ser más viables políticamente que las reformas mundiales exhaustivas, además de preparar el terreno para reformas futuras de alcance mundial.

No es el objetivo de esta sección presentar un proyecto para un nuevo sistema monetario internacional, sino examinar cómo se abordan mediante las propuestas existentes los tres eternos desafíos que se plantean a cualquier sistema monetario internacional. Asimismo, se analizan las condiciones que deberían cumplirse para la aplicación de estas propuestas con el fin de sentar las bases de la estabilidad macroeconómica y financiera mundial.

## 1. *La creación de un nuevo orden monetario mundial*

Las propuestas sobre un nuevo orden monetario mundial a menudo ponen de relieve la necesidad de crear una moneda mundial, y normalmente parten de la premisa de que el régimen de flotación administrada de la época posterior a Bretton Woods no ha estado a la altura de las expectativas. Los vuelcos cambiarios han sido considerados un grave defecto sistémico que plantea una amenaza constante para la expansión sin tropiezos del comercio mundial y de los ingresos (Mundell, 2012).

Hay quienes consideran que la creación de una moneda mundial debería seguir una secuencia natural (por ejemplo Mundell, 2012), empezando por el establecimiento de zonas de referencia para las tres principales monedas de reserva, a lo que seguiría una unión monetaria de varias monedas con la que se congelarían los tipos de cambio, se fijaría una meta de inflación, se establecería un comité de política monetaria conjunta y se crearía un mecanismo para la coordinación de las políticas fiscales; por último, se llegaría a una moneda mundial que inicialmente representaría una canasta ponderada con las tres monedas principales, pero que gradualmente se extendería a otros países<sup>15</sup>. Lin (2013) ha presentado una propuesta alternativa, según la cual la oferta de la recién creada moneda mundial se regiría por un tratado internacional y se ampliaría según normas bien definidas. Se combinaría con un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, entre la moneda mundial y todas las monedas nacionales. Si bien reconocen que otras propuestas similares no han llegado a tomar vuelo, sus partidarios alegan que tanto el aumento de la frecuencia de las crisis monetarias como el peso decreciente de los Estados Unidos en la economía mundial podrían convencer a los países de que esa reconstrucción del sistema monetario internacional redundaría en su propio interés, así como en el de la estabilidad económica mundial (Mundell, 2012).

Los efectos adversos de los desajustes de los tipos de cambio sobre los flujos comerciales también han dado lugar a propuestas de coordinación multilateral de los tipos de cambio. Puede ser que esas propuestas simplemente marquen una etapa hacia una moneda mundial (la primera fase del plan



adelantado por Mundell). Sin embargo, en la medida en que parece difícil cumplir esas aspiraciones, la búsqueda de un sistema adecuado de gestión de los tipos de cambio constituye en sí misma un programa de reforma<sup>16</sup>. Esto es particularmente cierto si la coordinación de las políticas de tipos de cambio sigue reglas que impiden la acumulación de grandes déficits externos resultantes de diferencias de precios y costos entre países. Por lo tanto, el objetivo principal sería diseñar un sistema cambiario orientado a la estabilidad macroeconómica mundial y de los tipos de cambio reales (*TDR 2009 y 2011*).

Centrar la coordinación internacional de las políticas en la gestión de los tipos de cambio presenta algunas ventajas. Por ejemplo, puede apoyarse en las obligaciones que incumben a los países de conformidad con el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI de colaborar con miras a “asegurar regímenes de intercambio ordenados” y “promover un sistema estable de tipos de cambio”. Además, los tipos de cambio convenidos multilateralmente proporcionarían un conjunto coherente de posiciones externas de distintos países acordadas multilateralmente. De hecho, los pocos casos de coordinación internacional de políticas eficaces han estado relacionados sobre todo con la corrección de desajustes de los tipos de cambio, por ejemplo mediante el Acuerdo del Plaza y el Acuerdo del Louvre en la década de 1980. Sin embargo, cualquier coordinación de las políticas cambiarias se enfrentará invariablemente a serios problemas al definir los criterios que se utilizarán para fijar los tipos de referencia iniciales y para cambiarlos, al determinar las causas subyacentes de la gran divergencia entre los tipos reales y los de referencia, y al

decidir si se deben ajustar los objetivos<sup>17</sup>. También es preciso encontrar un equilibrio entre la pérdida de autonomía normativa que deberían aceptar los encargados de la formulación de políticas y el grado de coordinación de las políticas necesario para mantener los tipos de cambio dentro de una franja que ofrezca una estabilidad cambiaria razonable. La ausencia de normas sobre los movimientos internacionales de capital harían esa coordinación difícil, si

---

Existe una relación inversa entre exhaustividad y viabilidad en las reformas.

---



---

El objetivo a largo plazo de toda reforma integral sigue siendo la adopción de nuevas disposiciones multilaterales.

---

no imposible. Por otra parte, los intentos que están realizando actualmente numerosos bancos centrales para inducir depreciaciones monetarias sugieren que el tipo de cambio sigue constituyendo una importante herramienta de política que se utiliza sobre todo para respaldar intereses económicos nacionales.

El agotamiento de la liquidez privada durante las crisis financieras y las restricciones a un suministro rápido de liquidez oficial para una financiación de

emergencia han contribuido a un renovado interés por avanzar hacia un sistema monetario internacional más diversificado. Para ello habría que sustituir el actual patrón dólar por un sistema múltiple, en el que una serie de monedas internacionales —como el dólar, el euro y el renminbi, entre otras— tendrían un papel más destacado. Algunos observadores consideran que un sistema de esa índole ofrecería varias ventajas (véase, por ejemplo, Farhi *et al.*, 2011; Lee, 2014), especialmente un suministro más elástico de liquidez y un alivio ante el dilema de Triffin. Sugieren que proporcionaría alternativas para que los países pudieran diversificar sus reservas de divisas, impondría mayor disciplina en las políticas de los países con monedas de reserva e impediría que se abusara del supuesto privilegio exorbitante de emitir una moneda de reserva para defender sus intereses estrictamente nacionales a expensas de los intereses mundiales más generales. Además, al rechazar la idea de las externalidades de red en el uso de una

sola moneda internacional, un sistema múltiple puede ser económicamente más eficiente, porque la utilización de varias monedas sería más pertinente para las transacciones económicas entre bloques de monedas, al reducirse el costo de esas operaciones. Como señalan

algunos autores, la historia ha visto muchos episodios de convivencia de monedas internacionales (por ejemplo, Eichengreen, 2005).

Otros han indicado que los bancos centrales emisores de una moneda internacional toman decisiones basadas exclusivamente en los intereses nacionales, no en las necesidades del sistema de pagos internacionales ni de la economía mundial. Este problema



también existe en un sistema de múltiples monedas. Por otra parte, el supuesto efecto disciplinario derivado de la competencia entre monedas solo puede producirse si existe un alto grado de sustituibilidad. Sin embargo, en ese caso existe el riesgo de que se produzcan modificaciones sustanciales de los tipos de cambio de manera brusca, no solo en el período de transición, cuando los bancos centrales diversifiquen sus carteras de reservas, sino también cuando ya se haya establecido un sistema de esa clase. El motivo es que con un sistema de múltiples monedas aumentaría el riesgo de que, en previsión o ante cualquier hecho que pueda afectar negativamente el valor de sus carteras, los tenedores de divisas de reserva intentaran convertir rápidamente sus existencias de una moneda a otra antes que otros tenedores. Estos podrían interpretar esa conversión como indicio de una crisis inminente y reaccionar convirtiendo a su vez rápidamente sus carteras. El resultado global de este proceso sería una gran inestabilidad cambiaria de los países con monedas de reserva.

Además de los interrogantes en torno a la estabilidad sistémica de un sistema monetario multipolar, surgiría la cuestión de qué monedas se combinarían con el dólar. Las fuerzas del mercado influyen de manera considerable en el aumento del uso de una moneda como moneda

internacional, aunque los encargados de formular políticas hayan intentado en ocasiones fomentar u obstaculizar tal uso de la moneda de su país (Roosa, 1982)<sup>18</sup>. Más recientemente, sobre todo hasta el inicio de la crisis del euro en 2011, la divisa europea parecía ser un serio aspirante a la posición de moneda internacional de referencia que ocupa el dólar. Esta aspiración se basaba, por una parte, en el tamaño de la economía de la zona del euro, comparable al de la de los Estados Unidos, y, por otra, en sus exportaciones mundiales. Además, la zona del euro cuenta con mercados financieros bien desarrollados, con bancos que operan a nivel internacional. Por otra parte, si bien la zona del euro posee un gran volumen de títulos de deuda pública, el euro está respaldado por un grupo heterogéneo de países unidos por una configuración federal poco estructurada, y no existe un mercado homogéneo de títulos de deuda pública. Además, el

Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la concentración exclusiva del mandato del Banco Central Europeo (BCE) en la estabilidad de los precios dificultan que sus Estados miembros puedan emprender el tipo de políticas macroeconómicas expansivas que los países con monedas de reserva podrían necesitar para compensar los efectos negativos en la producción y el empleo derivados de déficits por cuenta corriente, que a su vez son el resultado de las demandas de otros países de activos seguros en forma de títulos públicos. Este obstáculo plantea un grave problema, especialmente ante el escaso dinamismo económico que presenta actualmente la zona del euro.

Una consecuencia lógica del creciente peso de China en la economía mundial parece ser que el renminbi adquiera un mayor protagonismo internacional.

Desde 2009, el Gobierno de China ha promovido activamente la internacionalización del renminbi, en parte como reacción ante la lentitud de la cooperación financiera regional asiática y la aparente falta de interés de la comunidad internacional en la reforma del sistema monetario internacional, así como para evitar pérdidas de capital considerables en las reservas de divisas del país (Yu, 2014)<sup>19</sup>. Además, China está empezando a cosechar las ventajas derivadas de la inter-

nacionalización del renminbi, incluida la reducción de los costos de las transacciones comerciales y una menor necesidad de acumular más reservas de divisas. Merece la pena señalar en este contexto que, en su examen quinquenal de los DEG previsto para finales de 2015, la Junta de Gobernadores del FMI estudiará la posibilidad de incluir el renminbi en la cesta de monedas que constituyen los DEG. Para ello será preciso evaluar si la utilización del renminbi está suficientemente extendida y si es de libre uso (Zhou, 2015; IMF, 2011b).

No obstante, en general se considera difícil promover la internacionalización del renminbi y evitar al mismo tiempo una exposición excesiva de China a la inestabilidad financiera. Se requerirá la relajación de los controles de divisas y una reforma más profunda del mercado financiero, promoviendo

---

El agotamiento de la liquidez privada durante las crisis financieras y las restricciones a un suministro rápido de liquidez oficial para una financiación de emergencia han contribuido a renovar el interés por un sistema monetario internacional más diversificado.

---

la convertibilidad de la cuenta de capital<sup>20</sup>, una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, la determinación de las tasas de interés por los mercados y la comercialización de los bancos, así como una gestión eficaz del elevado endeudamiento de las empresas y los gobiernos locales (Eichengreen, 2011; Yu, 2014)<sup>21</sup>. Por lo tanto, si bien la internacionalización del renminbi es un proceso largo, no cabe duda de que el continuo aumento del peso de China en la economía mundial está empujando en esa dirección<sup>22</sup>.

Habida cuenta de que la introducción de una moneda mundial puede ser un proyecto a muy largo plazo, y de que la adopción de un sistema de múltiples monedas, además de ser un proceso gradual y laborioso posiblemente no mejore la estabilidad financiera mundial, cobra nuevo impulso la propuesta de conceder a los DEG un papel más destacado en el sistema monetario internacional, que ya se había debatido inicialmente en la década de 1960. La idea de sustituir el dólar por los DEG como moneda internacional mundial ha sido promovida, en particular, por el Gobernador del Banco Popular de China (Zhou, 2009), por una Comisión de las Naciones Unidas (United Nations, 2009) así como por varios académicos (por ejemplo, Kenen, 2010a; Ocampo, 2011 y 2014).

Al igual que los partidarios de un sistema de múltiples monedas, quienes defienden un sistema basado en los DEG también afirman que este impondría mayor disciplina en las políticas de los Estados Unidos y, por consiguiente, contribuiría a favorecer la estabilidad macroeconómica mundial. Un sistema basado en DEG, según cómo se emitan estos derechos, también moderaría la necesidad de acumular reservas como mecanismo de autoprotección, lo que contribuiría a reducir el costo de tomar prestadas reservas de divisas y corregiría la tendencia del sistema actual a favorecer al país de la moneda de reserva. Lo que es más, un sistema basado en DEG resolvería el dilema de Triffin. Desvincularía el suministro de liquidez internacional oficial de cualquier emisor nacional, y la creación de una alternativa real a

---

Un mayor papel internacional del renminbi es a largo plazo una consecuencia lógica del creciente peso de China en la economía mundial.

---



---

A pesar de todas sus deficiencias, es probable que el patrón dólar se mantenga en el futuro inmediato.

---

las monedas nacionales como activos de reserva haría que los poseedores de grandes reservas de divisas no tuvieran que preocuparse tanto por mantener el poder adquisitivo de sus reservas. Asimismo, como los DEG se basan en una cesta de monedas<sup>23</sup>, una mayor diversificación en sustitución de los activos denominados en dólares provocaría fluctuaciones de los tipos de cambio mucho menores que un sistema de múltiples monedas, minimizando así los riesgos para la estabilidad financiera internacional.

Por otra parte, adoptar un sistema monetario internacional basado en los DEG entraña varias dificultades técnicas

e institucionales, por ejemplo cómo se emitirían los DEG, cómo se gestionaría la diversificación introduciendo alternativas a los activos de reserva denominados en dólares, y cómo se gestionarían los cambios institucionales necesarios (United Nations, 2009; Ocampo, 2011; y Erten and Ocampo, 2012)<sup>24</sup>. Con objeto de apoyar la expansión sostenida de las transacciones internacionales, el FMI debería estar facultado para emitir DEG con más frecuencia que con el actual régimen, de exámenes quinquenales en virtud de los cuales se asignan DEG para satisfacer las necesidades globales a largo plazo con el fin de complementar los activos de reserva existentes. Podrían realizarse asignaciones con mayor regularidad con arreglo a las cuotas de los Estados miembros, como se hace en la actualidad, es decir, sobre la base de estimaciones de la demanda mundial de reservas (IMF, 2011a), pero aumentando su cuantía<sup>25</sup> y frecuencia, o asignando a los países en desarrollo una proporción mayor que la que les correspondería según sus cuotas<sup>26</sup>. Además, para evitar el uso de las asignaciones de DEG como sucedáneo del ajuste necesario, procurando al mismo tiempo la disponibilidad de liquidez oficial en forma de financiación de emergencia en épocas de crisis, se podría facultar al FMI para que emitiera DEG de forma anticíclica, por ejemplo, aumentando las asignaciones en momentos de tensiones financieras a nivel mundial y retirando esas asignaciones parcialmente cuando se hubieran normalizado las circunstancias<sup>27</sup>. No obstante,

considerando que la demanda de liquidez oficial para financiación de emergencia relacionada con la crisis proviene principalmente de países en desarrollo y que el sistema de cuotas del FMI presenta un claro sesgo en favor de los países desarrollados, se requeriría una revisión significativa de las cuotas. Teniendo en cuenta los continuos retrasos en la aplicación de la reforma de las cuotas de 2010, que se encuentra a la espera de ser ratificada por el Congreso de los Estados Unidos, es poco probable que se lleve a cabo en un futuro próximo<sup>28</sup>.

A fin de reducir aún más la inestabilidad de los tipos de cambio que pudiera producirse al pasar de activos de reserva en dólares a reservas en DEG, la diversificación podría gestionarse mediante una “cuenta de sustitución”, tal como se sugería en el debate sobre la reforma del sistema monetario internacional en la década de 1970. Se haría bajo los auspicios del FMI y la utilizarían los bancos centrales y los gobiernos de los Estados miembros para depositar una parte o la totalidad de sus reservas en dólares, a cambio de activos denominados en DEG<sup>29</sup>. La evolución hacia un sistema monetario internacional basado en DEG también supondría eliminar la distinción por el Fondo entre los recursos generales, que se han basado en las monedas nacionales de los Estados miembros, y las cuentas de DEG. Habida cuenta de que todo DEG representa un activo potencial en una moneda, debe estar garantizado por los bancos centrales que emiten las monedas incluidas en la cesta que constituyen los DEG. No obstante, ninguno de los bancos centrales aseguradores puede determinar la moneda en que se ejercerá el derecho del titular de los DEG. Esta pérdida de control sobre la creación de dinero podría resultar difícil de aceptar para cualquier banco central.

La ampliación del papel internacional de los DEG y el cambio de las normas para su emisión a fin de responder con mayor flexibilidad a las necesidades económicas de los países miembros, en lugar de reflejar los cupos existentes, constituirían una reforma sustancial. Habida cuenta de los continuos retrasos para llevar a cabo un ajuste comparativamente marginal, como es la redistribución de los cupos, la transición hacia un sistema basado en DEG plantea problemas políticos y económicos que pueden dificultar su aplicación.

## 2. Reforma del patrón dólar

Entre principios de la década de 1990 y la de 2000, varios países en desarrollo experimentaron ciclos de expansión y contracción de los flujos internacionales de capital privado que precipitaron una serie de crisis de la balanza de pagos en esos países, como se explica en el capítulo II. La crisis financiera de Asia en 1997 y 1998, en particular, suscitó un debate sobre qué sistema de gobernanza mundial era compatible con la existencia de tipos de cambio flexibles y flujos de capital privado a gran escala, y qué papel debería desempeñar el FMI en un sistema así (*TDR 2001*). Dado que las propuestas destinadas a reglamentar y estabilizar los flujos internacionales de capital fueron rechazadas de plano desde el principio, en conclusión del debate se hizo hincapié en las medidas de política nacionales que proporcionaban mecanismos de autodefensa, junto con la creación en el FMI de mecanismos de préstamos preventivos ante la perspectiva de crisis.

En vista de que los flujos de capital responden en gran medida a las condiciones de los mercados de los países desarrollados, los mecanismos de autodefensa de los países en desarrollo se han centrado fundamentalmente en la acumulación de reservas de divisas. El nuevo enfoque con respecto a los préstamos del FMI tenía por objeto reducir la vulnerabilidad de los miembros a los efectos de contagio de las crisis de la cuenta de capital de otros países mediante políticas ostensiblemente “sólidas”. El FMI puso a disposición de los países que cumplieran una serie de requisitos establecidos con anterioridad créditos sobre la base de un compromiso previo para sortear cualquier déficit de liquidez que pudiera surgir incluso después de que el país en cuestión hubiera utilizado reservas. La condición era que los posibles destinatarios de esa financiación del FMI se comprometieran a mantener políticas que los mercados de capital privado pudieran interpretar como una protección creíble contra una crisis de confianza. No obstante, la creación de nuevos mecanismos de crédito con esa finalidad ha tenido un éxito muy limitado. Por ejemplo, la Línea de Crédito Contingente (LCC), creada por el FMI en 1999, no llegó a utilizarse hasta que se suspendió en noviembre de 2003, ya que los usuarios potenciales temían que la solicitud de un préstamo LCC pudiera interpretarse como el indicio de una dificultad

inminente que los participantes en el mercado no habían detectado y, con ello, provocar una reducción de las entradas de capital privado, en lugar de un incremento. De forma similar, la Línea de Crédito Flexible (LCF) aprobada por el FMI en 2009 solo ha sido utilizada por tres países (Colombia, México y Polonia), a pesar de que sus requisitos eran menos estrictos. Se creó un mecanismo adicional, la Línea de Precaución y Liquidez (LPL), para países que seguían políticas sólidas pero no reunían las condiciones de admisibilidad para la LCF debido a ciertas vulnerabilidades. No obstante, únicamente dos países (la ex República Yugoslava de Macedonia y Marruecos) se han servido de ella (IMF, 2015c y 2015d)<sup>30</sup>. Como consecuencia, han surgido otros instrumentos para la provisión de liquidez oficial en épocas de tensiones en el mercado, como los acuerdos de permuta de divisas.

#### a) *Acuerdos de permuta de divisas entre bancos centrales*

Los acuerdos de permuta de divisas entre bancos centrales han comenzado a desempeñar un papel fundamental en el suministro urgente de liquidez. Cuando la implosión de los mercados financieros de los Estados Unidos condujo a la crisis financiera mundial de 2007-2008, la financiación interbancaria empezó a decaer más allá de los mercados financieros estadounidenses y provocó una aguda falta de liquidez en dólares a nivel mundial<sup>31</sup>. La Reserva Federal de los Estados Unidos podía utilizar sus servicios ordinarios para proporcionar liquidez a los bancos estadounidenses, pero no a los bancos multinacionales, muchos de los cuales tenían su sede en otros países desarrollados, y que, antes de la crisis, habían recurrido a una financiación barata en dólares a través de sus operaciones en los Estados Unidos. Así pues, en diciembre de 2007 la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó a establecer acuerdos de permuta de divisas con distintos bancos centrales. En cierto modo, esos acuerdos fueron la extensión internacional de las medidas internas de política monetaria poco convencionales que muchos de los principales bancos centrales

adoptaban entonces, con la diferencia fundamental de que los acuerdos de permuta internacionales se llevaron a cabo de una manera coordinada.

Las permutas de divisas entre bancos centrales son acuerdos que permiten que el banco central de un país, previo acuerdo con uno o más bancos centrales, suministre liquidez en moneda extranjera a las entidades bancarias de su jurisdicción en caso de escasez repentina de liquidez de divisas. Dado el papel dominante del dólar en los mercados interbancarios mundiales y el hecho de que la mayoría de los préstamos locales en moneda extranjera son en dólares, la Reserva Federal de los Estados Unidos es una de las partes que intervienen en muchos de esos acuerdos.

Para afrontar esos problemas de liquidez mediante acuerdos de permuta de divisas y convertir *de facto* a la Reserva Federal de los Estados Unidos en el prestamista internacional de última instancia, se partía de tres premisas principales. Primero, los bancos centrales pueden actuar con rapidez; segundo, su capacidad de crear dinero es prácticamente ilimitada; y tercero, el suministro de liquidez internacional a través de acuerdos de permuta con el banco central que emite la moneda en que falta liquidez no tiene

repercusiones en los tipos de cambio. Si, por otro lado, los bancos centrales de otros países venden moneda propia para comprar, por ejemplo, dólares en el mercado al contado, la gran escala de la transacción ejercerá una fuerte presión a la baja sobre esas monedas. Eso complicará, en lugar de facilitar, la obtención de la financiación necesaria para

repercusiones en los tipos de cambio. Si, por otro lado, los bancos centrales de otros países venden moneda propia para comprar, por ejemplo, dólares en el mercado al contado, la gran escala de la transacción ejercerá una fuerte presión a la baja sobre esas monedas. Eso complicará, en lugar de facilitar, la obtención de la financiación necesaria para

repercusiones en los tipos de cambio. Si, por otro lado, los bancos centrales de otros países venden moneda propia para comprar, por ejemplo, dólares en el mercado al contado, la gran escala de la transacción ejercerá una fuerte presión a la baja sobre esas monedas. Eso complicará, en lugar de facilitar, la obtención de la financiación necesaria para

---

Los acuerdos de permuta de divisas entre bancos centrales desempeñan hoy un papel fundamental en el suministro urgente de liquidez...

---



excesiva de sus reservas agravara la incertidumbre del mercado y acentuara la escasez de dólares. En efecto, según algunas estimaciones, las reservas en dólares de muchos bancos centrales cuando se inició la crisis financiera mundial eran inferiores a las sumas que tomaron prestadas posteriormente en virtud de acuerdos de permuta.

Así, sus reservas por sí solas no habrían bastado para reducir las tensiones de financiación que afectaban a las instituciones financieras y para mejorar el funcionamiento de los mercados de crédito y de préstamo interbancario en épocas de tensión en los mercados (Obstfeld *et al.*, 2009)<sup>32</sup>. Además, la Reserva Federal de los Estados Unidos

era consciente de que una venta masiva de títulos del Tesoro por bancos centrales extranjeros podía agravar las turbulencias en los mercados financieros de los Estados Unidos.

Según algunos observadores (por ejemplo Allen and Moessner, 2010; Bordo *et al.*, 2014), los participantes en estos acuerdos de permuta (principalmente el BCE) fueron elegidos por su tamaño y por los posibles efectos indirectos que una crisis bancaria profunda en sus jurisdicciones podría tener en los mercados financieros mundiales<sup>33</sup>. Desde ese punto de vista, las líneas de crédito recíproco acordadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos son un ejemplo de cooperación satisfactoria entre bancos centrales para hacer frente a problemas mundiales. En cambio, otros autores (por ejemplo, Aizenman and Pasricha, 2010; Prasad, 2013) sostienen que la cooperación se debió simplemente a una coincidencia de intereses en las especiales circunstancias de aquel momento, y que los países elegidos tenían sistemas bancarios con un considerable volumen de pasivos adeudados al sistema bancario de los Estados Unidos, así como un buen historial de crédito soberano. Esto podía interpretarse en el sentido de que la ampliación de los acuerdos de permuta redundaba en interés de los Estados Unidos, y servía sencillamente para controlar una situación que podía haber supuesto un riesgo sistémico para el sistema bancario de ese país.

---

...pero los acuerdos de permuta acordados por bancos centrales de países desarrollados atienden principalmente a las necesidades de los propios países desarrollados.

---



---

La ausencia de una reforma decidida sigue alentando a los países en desarrollo a acumular más reservas...

---

El Banco Popular de China no solicitó un acuerdo de permuta con la Reserva Federal de los Estados Unidos porque disponía de cuantiosas reservas en dólares, que según algunas estimaciones en abril de 2014 ascendían a 3,8 billones, es decir, aproximadamente un tercio del total mundial (Aizenman *et al.*, 2015). Por otra parte, los bancos chinos se financiaban principalmente a través de fuentes internas, de modo que habría pocas operaciones internacionales que requirieran liquidez en dólares.

En cambio, el propio Banco Popular de China estableció acuerdos de permuta de divisas con otros muchos bancos centrales, en su mayoría de países en desarrollo<sup>34</sup>. Sin embargo, en general se cree que el objetivo principal de estos acuerdos no era el de responder al problema de la escasez de liquidez, sino fomentar la internacionalización del renminbi aumentando la proporción de las operaciones comerciales de China facturadas y pagadas en esta divisa (PBOC, 2012: 68), quizá con miras a erosionar las externalidades de red que han contribuido a mantener la función predominante del dólar como moneda internacional de facturación y pago<sup>35</sup>. Estos objetivos a más largo plazo de las permutas de divisas acordadas por el Banco Popular de China también se reflejan en la duración de los acuerdos, de tres años con posibilidad de renovación, así como en que se realizan en renminbi, a diferencia, por ejemplo, de los acuerdos de permuta del Banco Popular de China en virtud de la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai, que son en dólares y sirven para fortalecer las defensas de los Estados miembros durante las crisis financieras, como se explica más adelante.

De especial interés en el contexto de este capítulo resulta ser el acuerdo de permuta de divisas que el Banco Popular de China firmó con la Argentina en julio de 2014, en virtud del cual el banco central de la Argentina puede cambiar los renminbi que recibe mediante la permuta (a cambio de pesos argentinos) en otras monedas, incluido el dólar, si fuera necesario. Esto equivale a añadir renminbi a las reservas de divisas de la Argentina, como si



fueran dólares. Así, esos “bonos” canjeables por dólares liberan reservas reales de divisas para que la Argentina pueda cubrir necesidades inmediatas<sup>36</sup>. En cierto modo, este acuerdo de permuta permite a la Argentina aprovechar las considerables reservas en dólares de China para atender sus propios requisitos de liquidez en divisas. Si bien cabría argumentar que esos acuerdos se parecen mucho a préstamos en divisas, lo cierto es que pueden ayudar a hacer frente a episodios de inestabilidad de los flujos de capital y a estabilizar el mercado cambiario cuando se producen tensiones<sup>37</sup>.

Han surgido otras redes de permuta de divisas en que interviene el banco central de una gran economía de una región determinada y varios bancos centrales de países vecinos de menor tamaño. Por ejemplo, algunos países europeos que no están en la zona del euro (como Dinamarca, Hungría, Polonia y Suecia) que sufrieron una falta de liquidez en euros se beneficiaron de acuerdos de permuta con el BCE, mientras que el Banco Nacional de Suiza llegó a acuerdos de permuta con el BCE y los bancos centrales de Hungría y Polonia, que sufrían escasez de liquidez en francos suizos. En Asia, China y el Japón establecieron acuerdos con Indonesia y la República de Corea, entre otros países. Además, estas redes regionales no solo se han utilizado para que los bancos centrales dominantes en una región suministren liquidez en sus monedas, sino también para redistribuir dólares a los bancos centrales que no podían obtenerlos directamente a través de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Un ejemplo es el acuerdo de permuta entre el Banco del Japón y el Banco de Reserva de la India<sup>38</sup>. Sin embargo, esas líneas de crédito recíproco han sido de mucha menor entidad y, en última instancia, provisionales, y actualmente no ofrecen financiación de urgencia en una medida suficiente para los países que probablemente más la necesitan.

Todas las líneas de permuta establecidas por la Reserva Federal de los Estados Unidos en 2007 y 2008 vencieron, conforme a lo previsto, en febrero de 2010. Sin embargo, los acuerdos con cinco bancos centrales (Banco del Canadá, Banco de Inglaterra, Banco del Japón, Banco Central Europeo y Banco Nacional de Suiza) pasaron a ser permanentes en

octubre de 2013. Habida cuenta de que estos bancos centrales establecieron entre sí acuerdos de permuta provisionales en 2011, cuando la crisis del euro comenzó a amenazar el funcionamiento de los mercados financieros mundiales, los prestamistas podían obtener liquidez en casos de emergencia en esas seis monedas internacionales. Por consiguiente, los acuerdos de permuta entre bancos centrales forman ahora parte del sistema monetario internacional y financian el grueso de las provisiones de liquidez de prestamista de última instancia de los bancos centrales de distintos países, mientras que la Reserva Federal de los Estados Unidos se ha convertido *de facto* en el prestamista internacional de última instancia.

Una cuestión sistémica relacionada con las permutas de divisas entre los bancos centrales se

---

...pero conlleva grandes riesgos para esos mismos países y para la economía mundial.

---

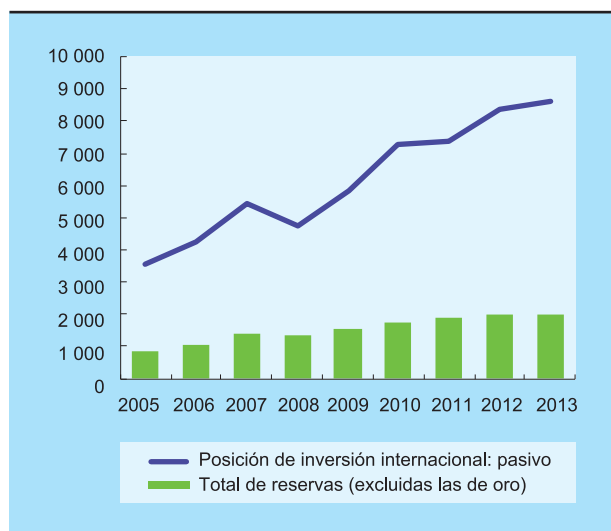
refiere a la relación de estas con los acuerdos monetarios y financieros internacionales existentes. Dado que a través de las permutas se puede generar liquidez internacional de forma potencialmente ilimitada, con una red integral que diera acceso automáticamente a liquidez

internacional oficial podría evitarse la necesidad de procurar un autoseguro manteniendo un gran volumen de reservas de divisas. Sin embargo, hasta la fecha, los acuerdos de permuta de divisas se han limitado a los países que tienen un claro interés en poder disponer de liquidez en el país asociado, por lo que es poco probable que surja un marco institucional permanente para esas permutas. De hecho, dado que las principales características de los acuerdos de permuta entre bancos centrales son el alto grado de flexibilidad y la discrecionalidad, que permiten un suministro rápido de liquidez con un costo de transacción relativamente reducido, su propia lógica impide una mayor institucionalización (Destais, 2014; Sgard 2015).

Otra cuestión sistémica es si las permutas de divisas entre bancos centrales han moderado el deseo de los países en desarrollo de acumular grandes existencias de reservas de divisas. En la medida en que las líneas de crédito recíproco estén rápidamente disponibles en épocas de tensión en los mercados, los bancos centrales podrán reducir otros colchones de liquidez, incluidas sus reservas. Por otra parte, pueden necesitarse grandes volúmenes de reservas para

Gráfico 3.2

**PASIVOS TRANSFRONTERIZOS Y  
RESERVAS DE DIVISAS DE PAÍSES EN  
DESARROLLO SELECCIONADOS, 2005-2013**  
(En miles de millones de dólares corrientes)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

**Nota:** La muestra de países en que se basan los datos comprende: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Egipto, El Salvador, Guatemala, India, Indonesia, Jamaica, Jordania, Malasia, Marruecos, México, Pakistán, Panamá, Perú, República de Corea, República Dominicana, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

reducir el riesgo crediticio soberano de los préstamos del banco central y hacer accesibles las líneas de crédito recíproco. Y solo la combinación de líneas de crédito recíproco seguras y grandes reservas puede contribuir a la prevención de crisis inspirando en los mercados financieros confianza acerca de la liquidez y la solvencia de un país. Además, los agentes no financieros, como las empresas y los hogares, son los que han ido acumulando progresivamente la deuda en moneda extranjera y es posible que la ley impida que los bancos centrales les faciliten la moneda extranjera para saldar sus deudas. Y quizá lo más importante sea que, a pesar de que algunos países en desarrollo acumulan un volumen significativo de reservas de divisas, los datos sugieren que en la mayoría de los casos siguen siendo escasas si se comparan con el aumento de las obligaciones externas y demasiado modestas para evitar las amenazas de inestabilidad financiera (gráfico 3.2). Todos estos factores, y especialmente el temor a la exclusión, seguirán impulsando a los países a acumular más reservas.

b) *Corrección del riesgo contractivo del ajuste asimétrico*

Hasta la fecha, no se han hecho suficientes esfuerzos para abordar eficazmente el sesgo contractivo del sistema monetario internacional procurando que los países con superávit contribuyan (más) al ajuste mundial, en lugar de dejar prácticamente toda la carga del ajuste a los países deficitarios<sup>39</sup>.

No obstante, se han formulado varias propuestas concretas acerca de cómo conseguir que los países con superávit por cuenta corriente realicen ajustes. Según esas propuestas, los ajustes se realizarían de forma automática o coordinada, pero siempre velando por que a escala mundial el ajuste sea compatible con el mantenimiento de la demanda agregada mundial en un nivel suficiente para proporcionar pleno empleo y apoyar las estrategias nacionales de desarrollo. Por ejemplo, los países tendrían la posibilidad de intervenir en los mercados de divisas, podrían limitar o gravar las carteras de activos en el exterior (en particular los títulos del Tesoro) de los países con superávit, así como limitar simétricamente la participación en el PIB de los excedentes o déficits por cuenta corriente de los países, o bien recibir la autorización de la Organización Mundial del Comercio (OMC) para imponer aranceles u otras formas de retorsión comercial a las exportaciones de los países con superávit (para un análisis, véase Williamson, 2011). Sin embargo, quedan varias cuestiones sin resolver: ¿quién determinaría que la situación de superávit de un país es inaceptable?, ¿qué circunstancia desencadenaría la adopción de medidas?, ¿cómo se determinaría que las medidas son proporcionadas?; y, lo que es quizás más importante, ¿qué podría inducir a las naciones poderosas con superávit a aceptarlas?

El sesgo contractivo del sistema monetario internacional podría corregirse también mediante una vigilancia más adecuada del FMI a través de las consultas previstas en su artículo IV. No obstante, es bien sabido que el FMI ejerce su función de vigilancia de un modo asimétrico, ya que puede influir significativamente en las políticas nacionales solo cuando un país solicita formalmente apoyo financiero, quedando entonces sujeto a la condicionalidad del Fondo. Por consiguiente, las directrices del FMI afectan exclusivamente a países con déficit y tienen poca influencia sobre los países excedentarios.

Además, los procedimientos de vigilancia mundial no han logrado impedir la turbulencia monetaria ni varias crisis financieras internacionales, en particular la crisis mundial que se inició en 2008. La incapacidad del FMI para evitar crisis financieras y para solucionarlas una vez que se producen se ha debido con frecuencia a una evaluación inadecuada de las causas subyacentes. Esto obedece en parte a su vigilancia asimétrica.

---

La aplicación eficaz de una coordinación internacional de políticas ha demostrado ser una tarea difícil.

---

El FMI considera que es necesario centrar más su vigilancia en la difusión de riesgos y en los efectos derivados, así como en las vinculaciones entre las fuerzas financieras y macroeconómicas. También considera importante racionalizar sus mensajes de vigilancia multilateral, por ejemplo, ofreciendo un asesoramiento más abierto y práctico a las economías importantes desde el punto de vista sistémico, y disipando cualquier duda que haya sobre la imparcialidad de la institución (IMF, 2014). Si bien esas intenciones son muy loables, no hay indicios de que vayan a ir más allá de la tradicional “estrategia de denuncia pública” de los países con superávit<sup>40</sup>.

El medio ideal para corregir el sesgo contractivo del FMI sería una coordinación internacional eficaz de las políticas, pero en la práctica se presenta como una misión difícil. En ese sentido, el limitado éxito del G7, y después del G20, así como muchas de las causas iniciales de la crisis del euro y su persistencia, pueden atribuirse en parte a la divergencia de opiniones entre los encargados de formular las políticas con respecto a cómo hacer frente a las crisis. También difieren en cuanto a la medida (y, a veces, incluso la dirección) de las repercusiones de las políticas, especialmente de las fiscales (*TDR 2010 y 2012*). Ese desacuerdo dificulta las decisiones sobre cuáles deben ser las características adecuadas de los mecanismos de coordinación de políticas y de vigilancia. Ahora bien, es evidente que esa falta de coordinación agrava las presiones contractivas que aquejan a la economía mundial.

En resumen, las medidas adoptadas por la comunidad internacional para reformar el sistema monetario internacional han sido insuficientes para resolver las deficiencias del actual patrón dólar. Es especialmente preocupante para los países en desarrollo que el suministro de liquidez internacional

siga sujeto a los ciclos de expansión y contracción de los flujos internacionales de capitales privados a corto plazo, y que los acuerdos de permuta de divisas

entre bancos centrales no resulten eficaces para desincentivar la acumulación de reservas de divisas como medida precautoria. Además, a causa de sus deficiencias, la coordinación internacional de las políticas no ha resuelto el problema de la desigualdad en el reparto de

la carga del ajuste entre los países con déficit y los que tienen superávit.

### 3. Fortalecimiento de la cooperación regional e internacional

---

Dado que en el horizonte inmediato no se contempla una reforma integral del sistema monetario internacional y que las medidas adoptadas por la comunidad internacional para solucionar las deficiencias del actual patrón dólar siguen siendo insatisfactorias, los países en desarrollo deben considerar qué pueden hacer por sí mismos. Una estrategia que los países podrían considerar a título individual es la posibilidad de utilizar la gestión de las cuentas de capital como instrumento ordinario para evitar que los ciclos de expansión y contracción de los flujos internacionales de capital ejerzan presiones sobre los tipos de cambio y desestabilicen los mercados financieros (*TDR 2014*).

También se pueden abordar algunas cuestiones específicas mediante acuerdos bilaterales, regionales o de otros grupos que proporcionen acceso adicional a liquidez en general y también para una financiación de urgencia cuando sea necesario. Los planteamientos más recientes en materia de acuerdos monetarios regionales e interregionales se centran cada vez más en mitigar las consecuencias negativas de las perturbaciones financieras externas con miras a procurar la estabilidad macroeconómica y financiera en el seno del grupo. Ese objetivo puede lograrse por varios medios: mediante el establecimiento de sistemas de pagos que amortigüen la inestabilidad de los flujos transfronterizos de capital privado y promuevan el comercio dentro del grupo sin recurrir al dólar, la

mancomunación de reservas para facilitar el ajuste externo a través de una mayor disponibilidad de financiación a corto plazo, y la coordinación de las políticas cambiarias para evitar la acumulación de desequilibrios o facilitar su ajuste<sup>41</sup>.

Los sistemas regionales de pagos que reducen el número y el valor de las transacciones que deben realizarse en divisas constituyen un medio para mitigar la incertidumbre y el riesgo cambiarios. También pueden ayudar a promover el comercio interregional reduciendo los costos de las transacciones mediante el uso de monedas nacionales para ese comercio, en lugar de tener que cambiar de divisa (a menudo en varias ocasiones) tomando una tercera moneda (internacional) como referencia.

Entre los países en desarrollo, los de América Latina han sido pioneros en la aplicación de esos mecanismos de pago<sup>42</sup>. En 1965, la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) estableció el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) entre los bancos centrales de los países miembros. Ha funcionado como cámara de compensación y mecanismo de crédito a corto plazo para las transacciones comerciales, que prevé un período de cuatro meses para la compensación (los bancos centrales asumen el riesgo de retrasos en los pagos) y la liquidación neta en dólares a partir de entonces. Se utilizó con mucha frecuencia en las décadas de 1970 y 1980, en momentos en que el acceso a la financiación en dólares era sumamente difícil. En su punto álgido, durante la crisis de la deuda de América Latina, el 80% del comercio intrarregional se canalizaba a través de ese mecanismo. No obstante, con los cambios de las condiciones financieras internacionales a principios de la década de 1990 resultaba más ventajoso pagar por anticipado las importaciones, con lo que en la práctica se desalentaba el uso de este servicio. Eso explica en parte la consiguiente caída del volumen de transacciones a través de la ALADI, que quedaron en apenas el 5% del comercio intrarregional (UNCTAD, 2011). De manera similar, los países centroamericanos fundaron

en 1969 el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria con objeto de financiar desequilibrios en las balanzas de pagos, pero sus operaciones se suspendieron a mediados de la década de 1980 a raíz de las dificultades de pago generalizadas de los bancos centrales participantes (véase *TDR 2007*).

Varios grupos de países han instituido una serie de sistemas de pago innovadores desde que se inició la crisis en 2008. Uno de los más simples es el Sistema de Pagos en Monedas Locales (SML), que

crearon en 2008 la Argentina y el Brasil para su comercio bilateral. Permite transacciones entre exportadores e importadores de los dos países en moneda local sin la intermediación del dólar, a diferencia de lo que habría sido la práctica habitual. El SML es particularmente útil para las pequeñas y medianas empresas, que no necesitan acu-

dir a los mercados de divisas, y consiguen un ahorro, porque su escaso volumen de transacciones suele comportar costos unitarios mayores. En una etapa inicial se realizó un reducido número de transacciones por un valor total modesto, pero el uso se incrementó rápidamente, de modo que en 2013 se habían llevado a cabo a través del SML casi 10.000 operaciones de exportación desde el Brasil (importaciones de la Argentina). Los exportadores de bienes y servicios argentinos al mercado del Brasil no han estado utilizando el sistema en la misma medida, debido en parte a los beneficios de arbitraje que supone mantener ingresos en dólares. A través de este sistema se

realiza tan solo un 3% del total del comercio bilateral, aunque aun así beneficia claramente a las empresas más pequeñas, casi las tres cuartas partes de las cuales indicaron que lo habían utilizado repetidamente. El Uruguay ha firmado recientemente acuerdos de uso del SML

con el Brasil (en 2014) y la Argentina (en 2015), lo que sienta las bases para un sistema multilateral al que podrían sumarse otros países del Mercado Común del Sur (Mercosur).

Un mecanismo más complejo creado en 2010 es el Sistema Unitario de Compensación Regional

Dado que en el horizonte inmediato no se contemplan reformas integrales y que las medidas adoptadas por la comunidad internacional siguen siendo insatisfactorias...

... los países en desarrollo deben considerar qué pueden hacer por sí mismos a nivel regional.



de Pagos (SUCRE), que se basa en una moneda regional “virtual”<sup>43</sup>. Los países que participan en este acuerdo son Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, el Ecuador, Nicaragua, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). Al igual que el SML, el SUCRE tiene por objeto evitar el uso de una moneda de una tercera parte, el dólar, para las transacciones que se realicen en la región. También permite liquidar pagos diferidos (a diferencia del SML, en que la mayoría de las transacciones se liquidan en un plazo de 24 horas). Su uso ha aumentado rápidamente: en un plazo de cuatro años desde su creación, representaba alrededor del 24% del total de las operaciones dentro del grupo (Pérez Caldentey *et al.*, 2014). Al igual que ocurre con el SML, los miembros del SUCRE utilizan el mecanismo en distintos grados, en consonancia con sus diferentes estructuras económicas y dimensiones. La República Bolivariana de Venezuela es el país que más ha utilizado el sistema, de modo que el SUCRE representó el 93% del total de sus importaciones intrarregionales en 2012. En cambio, el Ecuador lo ha utilizado tan solo para el 7% de las transacciones y Cuba para alrededor del 10% de las exportaciones.

La flexibilización de los pagos electrónicos y la creación de un sistema más moderno para las transacciones interregionales

era el objetivo de otro mecanismo de pago en América Latina, conocido como Sistema de Interconexión de Pagos (SIP). Este mecanismo, que se puso en marcha antes de la crisis económica y financiera, empezó a aplicarse en El Salvador (2007) y, a medida que se desarrollaba la crisis, fueron adhiriéndose otros países, como Guatemala, Honduras, Nicaragua, la República Dominicana y Costa Rica. Se trata de un mecanismo más amplio que el SML y el SUCRE, y comprende todo tipo de transacciones aparte de las comerciales, incluidas las relativas a las remesas. Tiene por objeto ofrecer una plataforma barata, rápida y segura para las transferencias y las liquidaciones entre las empresas, las instituciones financieras y los bancos centrales de los países miembros. Todas las operaciones se centralizan a través de un administrador institucional (actualmente, la República Dominicana), que se encarga de la liquidación bruta en tiempo real de las posiciones. Como resultado de ello, se estima que el costo de las transacciones

comerciales regionales ha disminuido significativamente (Pérez Caldentey *et al.*, 2014; Fritz and Mühlich, 2014).

También están surgiendo mecanismos regionales para ayudar a los países en desarrollo a cubrir sus necesidades de capital internacional a corto y medio plazo, lo que podría contribuir a fortalecer su resiliencia ante las perturbaciones externas. El suministro de financiación anticíclica se considera desde hace tiempo uno de los pilares fundamentales de la cooperación e integración financieras a nivel regional.

Un ejemplo de este tipo de mecanismo es la Iniciativa de Chiang Mai, que pusieron en marcha las economías de la ASEAN+3<sup>44</sup> en mayo de 2000. Se trata de un sistema de acuerdos bilaterales de permuta para cubrir las necesidades de liquidez de los miembros cuyas balanzas de pagos presentan desequilibrios a corto plazo. La Iniciativa de Chiang Mai ha sido reemplazada por la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (CMIM), que constituye un acuerdo multilateral de mancomunación de reservas y crédito recíproco. La CMIM entró en vigor en marzo de 2010 con una dotación inicial de 120.000 millones de dólares, que en 2012

se situó en 240.000 millones de dólares (es decir, se duplicó). Su objetivo es complementar los acuerdos financieros internacionales existentes para resolver dificultades de las balanzas de pagos y de liquidez a corto plazo en la región. También existen planes para crear una Línea de Precaución de la CMIM, que funcionaría en paralelo al mecanismo de la CMIM, que ha sido rebautizado como Fondo de Estabilidad<sup>45</sup>. Además, en abril de 2011 se creó la Oficina de Investigación Macroeconómica de la ASEAN+3 (AMRO) como unidad independiente de vigilancia regional que analiza y efectúa un seguimiento de las economías regionales, además de apoyar el proceso de adopción de decisiones que atañen a la CMIM<sup>46</sup>.

Sin embargo, ni la CMI ni la CMIM se han erigido en alternativas al FMI ni a las fuentes a las que recurren los países desarrollados a la hora de resolver los problemas con las balanzas de pagos de sus miembros. De hecho, no se emplearon durante

---

Los países en desarrollo podrían aprovechar de manera proactiva los acuerdos monetarios regionales e interregionales existentes.

---



la crisis de 2008-2009 y desde entonces solo se han utilizado en contadas ocasiones. Para empezar, el volumen de liquidez en dólares que se puede obtener de la CMIM parece ser demasiado reducido para constituir una defensa creíble ante los cambios de rumbo de los flujos internacionales de capital. Y, lo que es más importante, un miembro que intente conseguir liquidez por encima de una determinada proporción del límite máximo de permuta admisible debe llegar a un acuerdo de préstamo con el FMI y someterse a la condicionalidad del FMI<sup>47</sup>. No obstante, una vez que la Línea de Precaución de la CMIM y el mecanismo de vigilancia regional de la Oficina de Investigación Macroeconómica estén en pleno funcionamiento, la supeditación a la condicionalidad del FMI podría relajarse, lo que haría más atractiva esa financiación. Pero sería entonces importante velar por que los préstamos en virtud del acuerdo no quedaran vinculados a condicionalidades similares a las impuestas por el FMI, ya que podría disuadir a los países de usarlo.

El establecimiento de acuerdos de permuta entre instituciones monetarias regionales y un banco central emisor de una moneda internacional podría ampliar considerablemente la liquidez disponible para los participantes en acuerdos regionales<sup>48</sup>. En la región de la ASEAN, la CMIM podría asumir esa función, dado que entre sus miembros figuran China y el Japón, que ya han participado en acuerdos bilaterales de crédito recíproco con otros países de la zona. En principio, esos acuerdos de permuta vinculados tendrían que proporcionar acceso a volúmenes de liquidez ilimitados para ser plenamente eficaces. Se ha sugerido que los problemas relativos al riesgo moral podrían resolverse asociando ese acceso al proceso de preselección para los servicios de LCF y LPL del FMI. De ese modo, los países preseleccionados podrían acceder a los fondos del FMI como primera línea de defensa, y posteriormente tendrían acceso a permutas ilimitadas en caso de que se produjera una retirada masiva de liquidez (Park and Wyplosz, 2014). Si bien esta propuesta plantea muchas inquietudes con respecto a los préstamos del FMI, como ya se ha mencionado, merece un debate más a fondo, especialmente si se acomete una reforma adecuada de los mecanismos de gobernanza y vigilancia del FMI.

América Latina tiene mayor tradición de acuerdos regionales en que se prevé un apoyo mutuo al crédito entre países. El Fondo Latinoamericano de

Reservas (FLAR), creado en 1978, es un mecanismo de liquidez compartida entre economías de tamaño pequeño y mediano (Fritz and Mühlich, 2014). El volumen de los préstamos depende del capital desembolsado por sus miembros y del tipo de crédito —si es para la financiación de la balanza de pagos, por escasez de liquidez o por otro tipo de imprevistos—, siendo el límite máximo el equivalente a dos veces y media el capital aportado para atender problemas de la balanza de pagos. No obstante, su capacidad de desembolso es relativamente reducida, ya que el capital aportado es de solo 3.600 millones de dólares, con contribuciones individuales que oscilan entre 328 y 656 millones de dólares. Pese a ello, los mecanismos de voto para la adopción de decisiones han fomentado la identificación de los países miembros con el sistema<sup>49</sup>. Esto se refleja en su posición como acreedor preferente y una tasa de incumplimiento del 0%, con una calificación crediticia más alta que la de los propios países, incluso en un contexto en que se producen impagos de la deuda soberana. Tiene un historial de respuestas rápidas a solicitudes de préstamos sin requerir ninguna condicionalidad. Los países miembros con economías de mayor tamaño aún tienden a considerar este mecanismo como un complemento de otros acuerdos de liquidez compartida, como el apoyo del FMI, pero algunos países como el Ecuador han recibido más préstamos del FLAR que del FMI (Fritz and Mühlich, 2014: 10). La perspectiva de una ampliación que incluya a otros actores regionales destacados, como la Argentina, el Brasil y México, suscita inquietud con respecto al sistema de votación y vigilancia (véase Titelman *et al.*, 2014), similar a las preocupaciones sobre el riesgo moral antes mencionadas con relación a la CMIM.

De formar similar al FLAR, el Fondo Monetario Árabe (FMA) proporciona una financiación de urgencia para crisis de la balanza de pagos adaptando sus condiciones de préstamo a la situación de cada beneficiario. Por lo general, los requisitos son menos estrictos que los del FMI. El FMA se puso en marcha en 1977 con 22 países de Asia Occidental y África. Habida cuenta de que su capital suscrito es de alrededor de 1.800 millones de dólares en total, es decir, aún menor que el del FLAR, suele complementar los préstamos del FMI (para un análisis más detallado, véanse *TDR 2007* y Fritz and Mühlich, 2014).

Una reciente propuesta va un paso más allá y se apoya en la idea de Keynes de crear una cámara de

compensación que facilite las liquidaciones comerciales y otros pagos internacionales mediante créditos y débitos en una unidad de cuenta teórica (Kregel, 2015)<sup>50</sup>. La unidad de cuenta tendría tipos fijos de conversión a las monedas nacionales, pero no sería negociable. Los créditos con la cámara de compensación solo se podrían utilizar para compensar débitos mediante la compra de importaciones. Los países con un excedente por cuenta corriente tendrían un incentivo para gastar sus créditos, ya que estos prescribirían si no se utilizaran dentro de un plazo determinado. Esta disposición ayudaría a respaldar la demanda mundial y, a la vez, permitiría un reparto más equitativo de la carga del ajuste<sup>51</sup>. En particular, la imposición de tasas o el cobro de intereses sobre los saldos de

los créditos y débitos limitarían los desequilibrios en los pagos de forma simétrica, y la negociación multilateral de la variación de los tipos de cambio permitiría ajustar los desequilibrios cuando se incumplieran sus límites. Los cobros realizados podrían utilizarse como créditos adicionales para apoyar las cuentas de compensación de los países en desarrollo. Como característica adicional, los flujos de capital de un país podrían limitarse según el saldo de su cuenta corriente y las salidas de capital en forma de inversiones extranjeras directas o de inversiones de cartera podrían compensar el crédito exterior del mismo modo que las importaciones. No se necesitarían reservas de divisas, y los tipos de cambio teóricos con la unidad de cuenta podrían ajustarse para respaldar las políticas de desarrollo. Esas cámaras de compensación podrían crearse a nivel regional, sobre la base de acuerdos de permuta ya existentes. Esto permitiría

que los países que más lo necesitan pudieran seguir sus trayectorias de desarrollo sin depender de la reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional, en particular porque sus preocupaciones no se han tenido debidamente en cuenta en los debates sobre la reforma. Como sostiene Kregel (2015: 21) para esos países, “la ventaja esencial de los sistemas agrupados de compensación es que no se necesita

una moneda internacional de reserva, no hay tipos de cambio de mercado ni volatilidad de los tipos de cambio, ni hay paridad que defender”.

Un problema que afecta a los acuerdos regionales es la posibilidad de que todos sus miembros sufran perturbaciones externas de forma simultánea, lo que evidencia la necesidad

de que esos acuerdos tengan cierta magnitud. Para conseguirlo, los vínculos con acuerdos de permuta interregionales resultarían particularmente útiles. Otra posibilidad sería la creación de un fondo común con un incremento periódico del capital desembolsado, que podría ser utilizado por una cámara de compensación regional o un fondo de reserva para aumentar su capacidad de suministro de liquidez tomando préstamos por cuenta propia. Este podría ser también un instrumento eficaz para prevenir el contagio dentro de la región en caso de perturbaciones externas de intensidad o duración variable. Además, en una comunidad internacional heterogénea, las iniciativas regionales enérgicas pueden combinarse con las instituciones mundiales, regionales y nacionales para crear un mejor sistema de gobernanza que con acuerdos basados exclusivamente en las instituciones financieras mundiales.

---

Los acuerdos regionales adolecen de deficiencias institucionales y, sobre todo, de un tamaño limitado, lo que se podría superar vinculándolos a fondos de carácter mundial.

---

## D. Conclusiones y programa de políticas: ventajas e inconvenientes de las actuales propuestas de reforma

Las deficiencias del sistema monetario internacional han sido objeto de intenso debate durante decenios, pero el nuevo entorno económico mundial ha alterado algunos desafíos y suscitado nuevas preocupaciones. El reto de proporcionar un nivel suficiente de liquidez internacional, que estuvo en el centro del debate sobre la reforma del sistema monetario internacional durante el período de Bretton Woods, ha perdido en gran parte su vigencia. En ocasiones los flujos internacionales de capital privado han complementado la liquidez internacional oficial, aunque con más frecuencia la han eclipsado. Los ciclos de expansión y contracción asociados a algunos de los flujos privados indican que es necesario prestar mucha más atención a la tarea de asegurar un suministro previsible y ordenado de liquidez internacional oficial, y especialmente de financiación a corto plazo para compensar problemas de liquidez repentinos.

Las iniciativas para reformar el sistema monetario internacional pueden implicar desde cambios fundamentales hasta acuerdos mundiales, o bien reformas graduales y menos ambiciosas del patrón dólar. Esas opciones suelen requerir que se alcance un compromiso entre alcance y viabilidad, como se ilustra en el gráfico 3.3, en que el patrón dólar previo a la crisis puede servir de referencia<sup>52</sup>. En el gráfico se presentan los tres retos fundamentales a los que se enfrenta cualquier sistema monetario internacional mencionados en la introducción, así como los que se plantean en el debate más reciente. Por ejemplo, con la crisis se reveló la tendencia del patrón dólar a

crear desequilibrios externos excesivos, a poner en peligro la estabilidad cambiaria, a dejar a los países en una situación muy vulnerable ante los ciclos de expansión y contracción que caracterizan a los flujos internacionales de capital y a generar más problemas de política monetaria en los países en desarrollo. Esto supone un retroceso del actual patrón dólar con respecto al período anterior a la crisis, pues con

esta se ha hecho más necesario contar con reservas de divisas, se ha agravado el sesgo del sistema hacia la inequidad, se ha reducido el espacio para las políticas a nivel nacional y se ha ralentizado la recuperación económica.

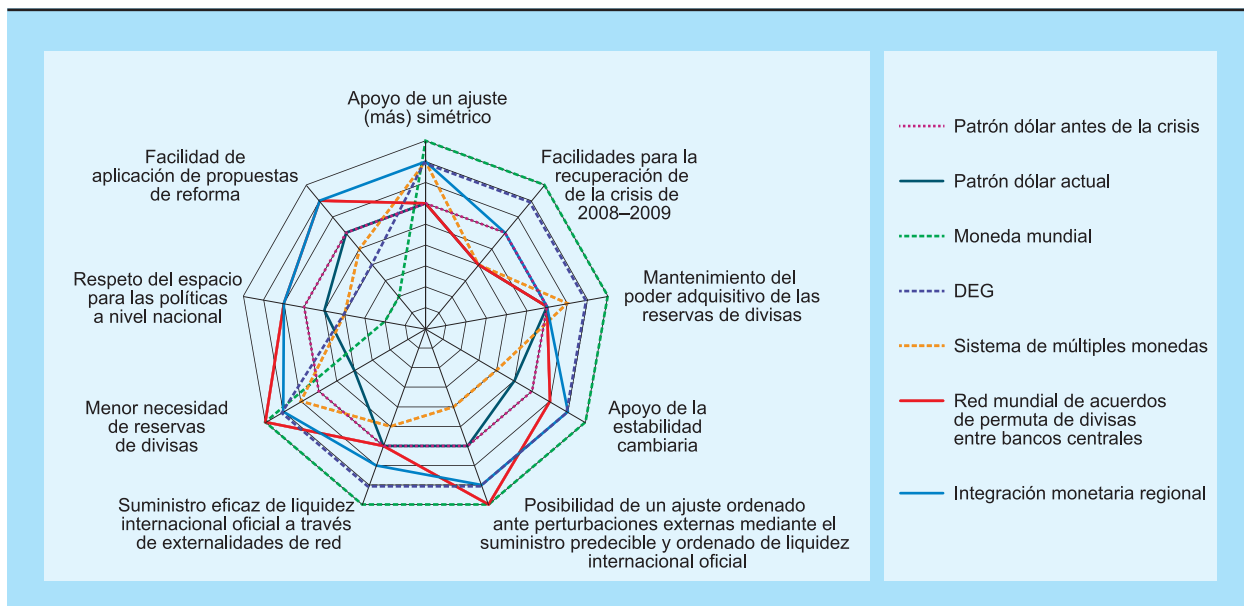
Los nuevos acuerdos multilaterales constituyen la única modalidad de reforma que permitiría resolver eficazmente los sesgos del sistema,

tanto en desigualdad como en asimetría. Por tanto, ese tipo de acuerdos deberían constituir el objetivo a largo plazo de todo programa general de reforma. Pero en la medida en que la formulación de las políticas esté dominada por los intereses nacionales y no haya una institución supranacional con mecanismos de aplicación eficaces, por ejemplo, un banco central o una autoridad financiera mundiales, hay pocas perspectivas de que pueda crearse una moneda mundial. Y, pese a sus evidentes ventajas, solo se ha observado una cooperación efectiva en políticas macroeconómicas entre los países en situaciones de crisis aguda, cuando los intereses nacionales coincidieron y pudieron superarse las disputas sobre el modelo económico correcto, así como sobre la dirección y la magnitud de los

La evolución de la economía mundial plantea nuevas necesidades de una reforma orientada al suministro estable y seguro de financiación de emergencia y a corregir el sesgo contractivo y hacia la inequidad del sistema monetario internacional.

Gráfico 3.3

**CARACTERÍSTICAS DEL ACTUAL PATRÓN DÓLAR Y DE LAS ALTERNATIVAS DE REFORMA PROPUESTAS**



Fuente: Secretaría de la UNCTAD.

efectos de las políticas y los mecanismos de vigilancia y compromiso conexos. Esta búsqueda de un equilibrio entre conveniencia y viabilidad es particularmente evidente en la actualidad, cuando la transición desde una débil recuperación económica hasta un crecimiento mundial sostenido podría verse considerablemente favorecida con la adopción de políticas expansivas coordinadas.

Tampoco está claro si, en la coyuntura actual, sería posible aplicar los cambios institucionales necesarios para avanzar hacia un sistema basado en DEG. Y, si bien el avance de un sistema monetario multipolar podría resultar beneficioso por el hecho de posibilitar un suministro más flexible de liquidez internacional oficial, es probable que planteara riesgos para la estabilidad cambiaria. Otras monedas internacionales, como el euro y el renminbi, pueden asumir un protagonismo cada vez mayor para la facturación y el pago de transacciones comerciales internacionales. Sin embargo, es poco probable que su papel como activos de reserva crezca sustancialmente en un futuro próximo, dado que persiste la crisis en la zona del euro y la internacionalización del renminbi está resultando ser un proceso prolongado.

Los diversos acuerdos de permuta de divisas establecidos por los bancos centrales de distintos países pueden ofrecer un instrumento con gran potencial para garantizar un suministro previsible y ordenado de liquidez internacional oficial. En la actualidad, la mayor proporción de estas permutas responde a las necesidades de los países desarrollados, mientras que la participación de países en desarrollo es todavía relativamente limitada.

En la medida en que los intentos de mejorar la resiliencia de los sistemas financieros y reforzar su reglamentación sigan siendo en gran parte ineficaces para hacer frente a los riesgos mundiales e influir en los factores que impulsan los ciclos de expansión y contracción de los flujos internacionales de capital, y se continúe disuadiendo a los países en desarrollo de adoptar políticas de gestión de la cuenta de capital como herramientas de política ordinarias, el único mecanismo de seguro colectivo a su disposición será la asistencia financiera del FMI. No obstante, esta implica a menudo la adopción de políticas procíclicas en períodos de crisis, y muchos países están optando, de manera más general, por evitar las condiciones vinculadas a los programas apoyados por el FMI. Por lo tanto, para que el FMI participe en una reforma

del sistema monetario internacional que satisfaga las necesidades de los países en desarrollo se requerirá una reforma previa del sistema de gobernanza, la orientación de las políticas y los mecanismos de vigilancia del FMI.

Estas dificultades para diseñar y aplicar las diversas propuestas de reforma han reforzado la impresión de que autoasegurarse manteniendo grandes reservas en divisas es una estrategia eficaz para que los países en desarrollo fomenten la estabilidad de los tipos de cambio y puedan disponer de manera previsible y sistemática de financiación de emergencia. No obstante, alentar a los países en desarrollo a que incrementen aún más las existencias de reservas de divisas implicaría graves riesgos, no solo para esos países, sino también para la economía mundial. Las reservas de divisas que se acumulan mediante préstamos

a través de los mercados internacionales de crédito o sobre la base de las entradas de capital de cartera pueden aumentar aún más la vulnerabilidad de los países ante los cambios de rumbo de los flujos de capital y la inestabilidad financiera mundial. Además, los costos que entraña mantener reservas obtenidas mediante préstamos de los mercados crediticios internacionales también aumentarán la inequidad del actual sistema. Otra posible solución consistiría en que los países intenten conseguir superávits por cuenta corriente. Sin embargo, habida cuenta de los numerosos interrogantes relacionados con el potencial para estrategias de crecimiento impulsadas por las exportaciones en el entorno económico posterior a la crisis (*TDR 2013*), esta opción induciría probablemente a los países en desarrollo a procurar una depreciación cambiaria, lo que podría poner en peligro la sostenibilidad de su deuda externa y desencadenar una guerra de divisas. Además, la mayor tendencia a la contracción del sistema monetario internacional debida a los numerosos intentos de acumular reservas en divisas tendría el efecto de frenar aún más una demanda mundial y una recuperación económica ya débiles de por sí.

---

Para que el FMI participe en una reforma del sistema monetario internacional que satisfaga las necesidades de los países en desarrollo se requiere una reforma previa del sistema de gobernanza, la orientación de las políticas y los mecanismos de vigilancia del FMI.

---

La opción preferida para los países en desarrollo podría basarse preventivamente en una serie de iniciativas regionales e interregionales diseñadas para fomentar la estabilidad macroeconómica y financiera regional, reducir la necesidad de acumular divisas y reforzar la resiliencia y la capacidad de afrontar crisis de la balanza de pagos. Si bien los acuerdos regionales han adolecido de algunas deficiencias institucionales, probablemente el mayor problema es su limitada

magnitud. Esto podría superarse mediante el establecimiento de zonas de cooperación monetaria a nivel regional, que incluyeran mecanismos de compensación de pagos y sistemas de financiación de emergencia capaces de absorber un número considerable de perturbaciones y, de ese modo, reducir la necesidad de protegerse. Otra posibilidad consistiría en vincular acuerdos regionales con fondos de ámbito mundial, como el FMI, o con acuerdos de permuta o crédito

recíproco entre bancos centrales que incluyan un banco central emisor de una moneda internacional (*TDR 2007*; Aglietta and Coudert, 2014). Hasta el momento, las propuestas de cooperación con el FMI (por ejemplo, Volz, 2012; IMF, 2013) no han incorporado reglas vinculantes ni directrices, y no parece haberse avanzado mucho en materia de coordinación con acuerdos de crédito recíproco extrarregionales. Deben aclararse las modalidades de coordinación antes de que se produzca una nueva crisis, a fin de que haya una respuesta rápida cuando sea necesario y se reduzcan al mínimo la duplicación y sustitución de recursos de diversas fuentes.

Es difícil separar las propuestas de reforma examinadas en el presente capítulo de las destinadas a evitar, o al menos mitigar, la inestabilidad del sistema financiero. De hecho, las propuestas tratadas en este capítulo son complementarias, y no deben considerarse sustitutivas, de la reforma, igualmente necesaria, de la arquitectura de reglamentación y supervisión del sistema financiero. Ese es el tema del próximo capítulo. ■



---

## Notas

---

- 1 La noción de “liquidez internacional” ha evolucionado a lo largo del tiempo. Tradicionalmente, se refería a los activos de oro y moneda extranjera a los que el banco central de un país podía tener acceso fácilmente. Esta noción aún es pertinente en el caso de los países que todavía controlan de forma directa las transacciones internacionales de sus residentes y gestionan los tipos de cambio. En cambio, en el caso de los países con tipos de cambio flotantes y cuyos residentes pueden realizar libremente transacciones internacionales, la liquidez internacional también incluye los activos de oro y moneda extranjera y los créditos a los que tengan acceso sus residentes.
- 2 El objetivo de proporcionar financiación a corto plazo es impedir que los países que tienen problemas para acceder a fuentes de liquidez internacional en momentos de crisis incumplan sus obligaciones con el exterior o se vean obligados a adoptar medidas de “ajuste” drásticas. Esta financiación no tiene por finalidad gestionar dificultades de deuda soberana, que se abordan en el capítulo V del presente *Informe*.
- 3 Cabe señalar que los problemas de desequilibrio exterior y su ajuste en el contexto del sistema monetario internacional se basan en un concepto de equilibrio de la balanza de pagos según el cual la cuenta corriente de un país es equilibrada en promedio a lo largo del tiempo. No se tiene en cuenta el hecho de que los países en desarrollo, especialmente los menos adelantados, puedan tener déficits por cuenta corriente durante períodos prolongados como consecuencia de su necesidad de importar bienes de capital y financiar proyectos de inversión. Lo ideal sería que las necesidades de financiación se atendieran mediante una financiación para el desarrollo a largo plazo, que es el tema principal del capítulo VI del presente *Informe*.
- 4 En efecto, aunque durante este período se produjeron casos de devaluación monetaria en varios países en desarrollo para compensar unas tasas de inflación más elevadas, la devaluación del franco francés, seguida de la de la libra esterlina en la década de 1960 dieron lugar a problemas crecientes con este sistema y fueron un presagio de su desaparición.
- 5 Más precisamente, los países podían elegir su sistema de tipos de cambio siempre que evitaran una “manipulación de la moneda”, si bien esa noción nunca fue definida.
- 6 En efecto, como señaló el entonces Gobernador del Banco de Italia: “No hay ninguna institución oficial capaz de suministrar al sistema de pagos internacionales la liquidez necesaria para que el comercio siga expandiéndose. Esta función ha sido asumida por el sistema bancario privado, y principalmente por los bancos de los Estados Unidos, a través de las operaciones llevadas a cabo por sus sucursales en el país y en el extranjero” (Carli, 1976: 8).
- 7 El crédito en dólares fuera de los Estados Unidos asciende a 9 billones si se incluye a los prestatarios financieros no bancarios, como el organismo estatal alemán Kreditanstalt für Wiederaufbau, que a mediados de 2014 mantenía una deuda de 100.000 millones de dólares.
- 8 Esas cifras corresponden a cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de la base de datos *Statistic Financial International* del FMI.
- 9 Cabe señalar que el concepto de suficiencia de las reservas difiere del de nivel óptimo de reservas. Este último supone un equilibrio entre los beneficios de tener reservas, ya que evitan pérdidas potenciales de producción ocasionadas por déficits de liquidez repentinos, y los costos de oportunidad que supone mantener esas reservas, como las transferencias implícitas de recursos a países con monedas de reserva. El nivel óptimo resultante depende en gran medida de las actitudes ante el riesgo específicas de cada país, que, con frecuencia, varían con el tiempo.
- 10 En su nueva forma, el dilema de Triffin también plantea el interrogante de hasta qué punto el papel internacional del dólar sigue confiriendo ventajas económicas a los Estados Unidos, lo que ha sido objeto de debate. Un argumento es que debido a esa demanda de reservas en dólares aumenta el valor

del dólar y, por lo tanto, se frena el crecimiento de la producción y el empleo en los Estados Unidos, especialmente en el sector de bienes comerciables, y que además afecta a los ingresos fiscales (Pettis, 2013; Galbraith, 2014). Sin embargo, los Estados Unidos pueden saldar sus déficits fiscales y por cuenta corriente mediante la impresión de dinero y, por consiguiente, su economía es menos vulnerable a las perturbaciones exteriores, mientras que otros países se deben adaptar a sus políticas macroeconómicas. Además, un país con moneda de reserva suele obtener rentas de inversión porque el rendimiento de sus activos en el exterior suele superar al de los pasivos. Según Gourinchas y Rey (2007), esos beneficios para los Estados Unidos ascienden a más de 30.000 millones de dólares al año.

- 11 Para una evaluación crítica de la relación entre el papel del dólar como moneda internacional, el gran déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos antes de la crisis y cómo se desarrolló la crisis, véase, por ejemplo, Pettis, 2013; y *TDR 2009*.
- 12 Sin embargo, la financiación del comercio es la esfera en que ha resultado particularmente evidente la internacionalización del renminbi. En 2013 se erigió como la segunda divisa más utilizada para los pagos comerciales transfronterizos, alcanzando un porcentaje de casi el 9% (GCB, 2014: 32).
- 13 El euro se emplea en aproximadamente un tercio de todas las operaciones en moneda extranjera, lo que supone un retroceso con respecto al 39% registrado en 2010, mientras que la proporción del yen ha oscilado en torno al 20%. El resto comprende una canasta de monedas de los países desarrollados y en desarrollo cuya composición no figura más detallada en las fuentes. Cabe señalar que la suma de los porcentajes supera el 100%, ya que en muchas operaciones intervienen dos monedas.
- 14 Sin embargo, el costo de mantener reservas de divisas debe sopesarse teniendo en cuenta los costos macroeconómicos resultantes de la apreciación de los tipos que se producirían de no realizarse la intervención en el mercado de divisas (véase *TDR 2009*: 124 y 125).
- 15 Para conocer los pormenores técnicos de esas tres etapas, véase Mundell, 2012. Para conocer las lecciones extraídas de las experiencias en la construcción y el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y de la Unión Monetaria Europea, véase *TDR 2007*.
- 16 Para obtener más información acerca de esa propuesta, si bien limitada a los Estados Unidos, el Japón y la Unión Europea, véase Cooper, 2006.
- 17 Por ejemplo, puede diseñarse una flotación administrada basada en reglas que tenga por objetivo un tipo de cambio real estable para compensar de forma inmediata nuevas diferencias de precios y costos mediante ajustes proporcionales del tipo de cambio nominal, con lo que se impide la acumulación de grandes desequilibrios de la cuenta corriente. En ese escenario, las intervenciones en los mercados de divisas serían de crucial importancia para ajustar el tipo de cambio nominal. Si bien se han abordado muchos de los problemas técnicos relacionados con esta propuesta (por ejemplo Bofinger, 2011), deben analizarse con más detenimiento las condiciones específicas de un plan así.
- 18 De acuerdo con una reseña de las estrategias de Alemania y del Japón, las autoridades japonesas se resistieron a la internacionalización del yen hasta mediados de la década de 1970 para salvaguardar el modelo de desarrollo del país, que exigía minimizar las repercusiones de los mercados financieros internacionales en los nacionales, así como impedir la presión al alza sobre el tipo de cambio (Eichengreen, 2011: 44 y 45). No obstante, a partir de 1975, comenzaron a facilitar la internacionalización del yen (véase también Matsukawa, 1982). Sin embargo, la eliminación de las restricciones a las transacciones financieras nacionales e internacionales no produjo el resultado esperado, ya que permitió que las empresas japonesas tuvieran acceso al mercado internacional de bonos, mientras que los bancos nacionales sustituían a sus clientes corporativos por promotores inmobiliarios, lo que originó un ciclo de expansión y crisis inmobiliarias de gran magnitud. Alemania mantuvo las restricciones sobre las compras de instrumentos del mercado monetario por no residentes, a fin de poder responder ante los temores de inflación aumentando las tasas de interés sin provocar presión apreciativa, que habría comprometido el modelo nacional de crecimiento impulsado por las exportaciones (véase también Rieke, 1982).
- 19 Los encargados de la formulación de políticas de China han adoptado un enfoque gradual para la internacionalización del renminbi, centrándose inicialmente en su uso, primero, como moneda de pago y de inversión y, seguidamente, como activo de reserva. Un programa iniciado en 2009 para fomentar los pagos de las importaciones en renminbi ha generado un rápido incremento del uso de esta divisa para las transacciones comerciales y la creación de mercados supranacionales en renminbi (primero en Hong Kong (Región Administrativa Especial de China) y, a continuación, en Singapur, la Provincia China de Taiwán y algunos países europeos). Además, la introducción de inversores institucionales extranjeros reconocidos ha potenciado la utilización del renminbi como reserva de valor. El establecimiento de acuerdos de permuta de divisas (que se examinan más adelante) ha favorecido la posibilidad de considerar el renminbi como moneda de reserva en determinados contextos.
- 20 Véase en Zhou (2015) un breve examen de la historia de la transición de China hacia la convertibilidad de la cuenta de capital y las respectivas reformas planificadas que se pondrán en marcha en 2015.

- Zhou también sostiene que una de las lecciones de la crisis financiera mundial es que la convertibilidad de la cuenta de capital ya no debería significar que las monedas sean “total y libremente convertibles”. Más bien debería implicar que se mantenga una serie de instrumentos de gestión de las cuentas de capital, como medidas macroprudenciales que ayuden a gestionar el exceso de deuda externa del sector privado y los grandes desajustes monetarios, así como controles sobre los flujos de capital especulativos a corto plazo.
- 21 Algunos observadores afirman que China puede encontrarse con problemas semejantes a los que tuvo que afrontar el Japón: el hecho de que el yen no se convirtiera en una divisa internacional en las décadas de 1970 y 1980 se debe no solo a la reticencia de los encargados de la formulación de políticas japoneses de internacionalizar el yen, sino también a que el yen no se había consolidado previamente como moneda regional (Park, 2010; Lee, 2014).
- 22 Para un examen más detallado de la gran diversidad de aspectos relacionados con la internacionalización del renminbi, véase, por ejemplo, el número especial dedicado a este tema del *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, mayo de 2013.
- 23 En la actualidad los DEG consisten en una cesta de cuatro monedas: el dólar, el euro, la libra esterlina y el yen, que actualmente representan el 41,9%, el 37,4%, el 11,3% y el 9,4%, respectivamente, del total de la cesta.
- 24 La necesidad de promover el uso privado de los DEG se menciona a menudo como un reto adicional (Mateos y Lago *et al.*, 2009). Sin embargo, como señala Ocampo (2014), un sistema monetario internacional basado en DEG podría combinarse con un sistema de múltiples monedas en que los DEG fueran el activo de reserva mundial, mientras que las monedas nacionales o regionales podrían seguir utilizándose en las transacciones privadas. Sin embargo, para avanzar hacia ese sistema mixto se seguirían requiriendo cambios institucionales significativos.
- 25 La última distribución de DEG, que se realizó en 2009, comprendía una asignación de 21.400 millones de DEG que ya se había aprobado en 1997 y otra nueva, de 161.200 millones de DEG (el equivalente a unos 250.000 millones de dólares). Puesto que la asignación estaba basada en las cuotas del FMI, más de la mitad de estos fondos fue a parar a países desarrollados. Con estas asignaciones el volumen total de DEG pendientes ascendía a alrededor del 5% de las reservas mundiales en monedas distintas del dólar. Además, en 2009 las asignaciones se situaron muy por debajo de la suma estimada necesaria para mantener un suministro estable de activos de reserva mundial, que, según una serie de estudios, oscilaba entre 200.000 y 300.000 millones de dólares anuales.
- Para una comparativa de esas estimaciones, véase Erten y Ocampo, 2012: 15.
- 26 En cierto modo, equivaldría a crear un vínculo entre las asignaciones de DEG y el desarrollo, como se sugiere en UNCTAD (1965). Sin embargo, el uso potencial de los DEG como instrumento de financiación para el desarrollo debería distinguirse claramente de las funciones monetarias ampliadas que podría tener y que aquí se destacan.
- 27 Técnicamente, podría hacerse de dos maneras (Ocampo, 2011: 22): permitiendo al FMI: crear DEG prácticamente sin restricciones ante una gran perturbación mundial o recuperando DEG que los países no hayan utilizado y mantengan como depósitos —o “exceso de reservas”— para que el FMI pueda prestarlos a los países que los necesiten.
- 28 Cabe señalar que la revisión de cuotas acordada es relativamente limitada, por lo que incluso después de su aplicación seguirían sin reflejar el aumento de la participación de los países en desarrollo en la economía mundial (Ocampo, 2011: 23 y 24).
- 29 En la década de 1970, el debate quedó en un punto muerto debido a la falta de acuerdo sobre cómo debían distribuirse entre los Estados miembros el riesgo cambiario y las pérdidas que este pudiera ocasionar. Los cálculos de pérdidas hipotéticas durante el período 1995-2008 sugieren que estas habrían sido poco significativas en relación con el tamaño de la economía de los Estados Unidos, y no obstaculizarían hoy la adopción de un plan similar (Kenen, 2010b).
- 30 Para un examen detallado de esos servicios, véase, por ejemplo, Marino y Volz, 2012.
- 31 Los mecanismos que aquí se analizan están relacionados con los desajustes monetarios y de vencimiento en los flujos brutos internacionales de capital. El hecho de que el dólar de los Estados Unidos desempeñe una función clave en la solución de problemas emergentes tiene que ver con su posición como moneda internacional dominante, lo que no guarda una relación directa con el gran déficit registrado en la cuenta corriente de los Estados Unidos en 2007 y 2008. De hecho, al mismo tiempo, era necesario abordar problemas de liquidez similares con respecto al euro, aunque la zona del euro en su conjunto registraba un saldo en cuenta corriente básicamente equilibrado, y también con respecto al yen y el franco suizo, si bien el Japón y Suiza presentaban sustanciales superávits por cuenta corriente.
- 32 El informe específico del país elaborado por Aizenman y otros (2011), por ejemplo, indica que, pese a utilizar una elevada proporción de sus cuantiosas reservas de divisas, la República de Corea no consiguió estabilizar sus mercados financieros hasta octubre de 2008, después de que el Banco de Corea concertara acuerdos de permuta, en primer lugar con

- la Reserva Federal de los Estados Unidos y después con el Banco del Japón y el Banco Popular de China.
- 33 En diciembre de 2008, las líneas de crédito abiertas registraban un máximo de 580.000 millones de dólares e implicaban a 14 bancos centrales extranjeros. Solo el BCE acumulaba alrededor de cuatro quintas partes de esa suma (Fleming and Klagge, 2010; Bourgeon, 2015). En esos acuerdos participaba un grupo de 4 países en desarrollo, a saber, el Brasil, México, la República de Corea y Singapur, aunque el Brasil y Singapur nunca utilizaron sus permutas (Bordo *et al.*, 2014; Bourgeon, 2015).
- 34 Los acuerdos de permuta del Banco Popular de China con bancos centrales de países desarrollados, como el Banco Nacional de Suiza, han servido a menudo para desarrollar mercados extraterritoriales en renminbi (SNB, 2014). Permiten a los importadores del país del banco central asociado al Banco Popular de China, así como de las regiones vecinas a ese país, obtener fácilmente financiación en renminbi si desean pagar transacciones con esa divisa. Por lo tanto, su principal objetivo ha sido proporcionar liquidez en los casos en que hubiera escasez de financiación para el comercio y facilitar el funcionamiento de los mercados de renminbi transnacionales emergentes.
- 35 Según un análisis empírico realizado por García-Herrero y Xia (2015), en la elección de los países influyó el tamaño de la economía del país asociado y su proximidad geográfica, así como el volumen de sus exportaciones a China y la existencia de un acuerdo de libre comercio con China.
- 36 Véase Wende P., “Por el swap con China, el BCRA incorporó yuanes a las reservas”, *Ámbito Financiero*, 31 de octubre de 2014, que puede consultarse en: <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765312>. En octubre de 2014, el Banco Popular de China estableció un acuerdo similar con el banco central de la Federación de Rusia (véase PBOC, Central Banks of China and Russia signed bilateral local currency swap agreement, que puede consultarse en: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184_.html)). A diferencia de los acuerdos con bancos centrales de otros países, como Chile (véase [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709_.html)), este acuerdo está concebido no solo para facilitar “el comercio bilateral y la inversión directa”, sino también para “promover el desarrollo económico en los dos países”.
- 37 China ha llegado a un acuerdo similar con la República Bolivariana de Venezuela, en virtud del cual préstamos con vencimiento a varios años vista se depositan inicialmente en las reservas de divisas de este país pero se van utilizando paulatinamente para proyectos de desarrollo, especialmente en el sector petrolero. Otros préstamos de China a la República Bolivariana de Venezuela también pueden impulsar las reservas venezolanas, puesto que su amortización se realizará con petróleo y combustible (véase Reuters, Venezuela “China to lend Venezuela \$10 billion in coming months”, 19 de marzo de 2015, que puede consultarse en <http://www.reuters.com/article/2015/03/19/us-venezuela-china-idUSKBN0MF2AD20150319>).
- 38 Para una reseña detallada de estas redes regionales, véase Allen y Moessner, 2010.
- 39 Para una propuesta reciente basada en el plan que Keynes presentó a la conferencia de Bretton Woods en 1944, véase Davidson, 2007. Para otras sugerencias sobre cómo podría aplicarse actualmente la propuesta inicial de Keynes, véase Mateos y Lago *et al.*, 2009, y United Nations, 2009.
- 40 A través de propuestas más ambiciosas se ha planteado que se modifique el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI a fin de introducir la obligación de que los Estados miembros encaminen sus políticas nacionales a lograr la estabilidad tanto a nivel nacional como mundial (Palais Royal Initiative, 2011) u otorgar al FMI el derecho de identificar las medidas necesarias para el desarrollo de políticas macroeconómicas coherentes a nivel mundial y supervisar los avances realizados (King, 2011). Obviamente, esas medidas tendrían que estar respaldadas por una reforma significativa de la gobernanza del FMI y por cambios de enfoque en cuanto a la vigilancia y los procesos macroeconómicos.
- 41 Para un examen amplio de los acuerdos monetarios y financieros regionales, véase UNCTAD, 2011; y Fritz and Mühlich, 2014.
- 42 Entre los mecanismos de coordinación macroeconómica e integración monetaria de África que no están vinculados al euro ni apoyados por el Tesoro francés, únicamente se encuentra en funcionamiento la Zona Monetaria Común (CMA). Este acuerdo entre Lesotho, Namibia, Sudáfrica y Swazilandia constituye un mercado financiero integrado en el que existe libertad de circulación de fondos y acceso a los mercados de capital entre los miembros (*TDR 2007*; y Fritz and Mühlich, 2014).
- 43 El SUCRE es una unidad artificial de valor equiparable a los DEG. Se calcula a partir de una cesta de monedas de los países participantes, ponderada en función del tamaño de sus economías.
- 44 Los miembros de la ASEAN+3 incluyen los de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (Brunei Darussalam, Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Myanmar, la República Democrática Popular Lao, Singapur, Tailandia y Viet Nam) más China (Incluida Hong Kong), el Japón y la República de Corea.



- 45 Véase [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2014/re1140717a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/re1140717a.pdf).
- 46 Para más detalles, véase el sitio web de la AMRO en <http://www.amro-asia.org/>.
- 47 La cuantía máxima se determina mediante un coeficiente de compra que se aplica a la contribución de un miembro a la CMIM, estando los coeficientes comprendidos entre 0,5 (para China y el Japón) y 5,0 (para algunas pequeñas economías participantes). Por ejemplo, es aproximadamente de 34.000 millones de dólares para China, 38.000 millones de dólares para el Japón y alrededor de 23.000 millones de dólares para cada una de las principales economías de la ASEAN (Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia). La proporción de esa suma que puede obtenerse sin necesidad de un acuerdo con el FMI ha aumentado gradualmente, desde un 10% hasta el 30% actual, y está previsto que se siga incrementado hasta el 40%. Este requisito se ha mantenido desde la puesta en marcha de la CMI con el objetivo de conjurar el riesgo moral, que se considera un problema debido a la crónica falta de una entidad de vigilancia con suficiente autoridad política a nivel regional y a la insuficiencia de recursos humanos y financieros (Rhee *et al.*, 2013; Shimizu, 2013). Para obtener información detallada sobre la modificación de la CMIM, véase [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2014/re1140717a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/re1140717a.pdf).
- 48 El mecanismo de crédito recíproco previsto en el Acuerdo de Reserva de Emergencia del grupo BRICS (por las iniciales de los países creadores: el Brasil, la Federación de Rusia, la India, China y Sudáfrica), que, según lo previsto en mayo de 2015, debía comenzar a funcionar a finales de 2015, tendría carácter interregional. No obstante, no incluiría un banco central emisor de una moneda internacional, aunque eso puede cambiar con el tiempo, si el renminbi sigue ganando protagonismo como moneda internacional. Pero con los recursos iniciales acordados, que ascienden a 100.000 millones de dólares, seguirá siendo significativamente menor incluso que la CMIM, e incluirá también un vínculo con el FMI cuando un país miembro intente retirar un monto que supere en un 30% o más el límite que tiene asignado. Para más detalles, véase <http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15>.
- 49 Cada miembro tiene un voto y las decisiones requieren una aprobación del 75% para la mayoría de los acuerdos y del 80% para los acuerdos especiales, como los de ampliación de capital.
- 50 Entre los precedentes históricos de ese tipo de cámaras de compensación regionales figuran la Unión Europea de Pagos (UEP), que estuvo vigente durante el período 1950-1958, y, hasta cierto punto, la ALADI. En la iniciativa SUCRE, que se puso en marcha en 2009, se incluye un mecanismo similar, aunque todavía no está en funcionamiento (para un análisis más detallado, véase UNCTAD, 2011).
- 51 Cabría la posibilidad de que se produjeran ciertos desequilibrios intrarregionales como consecuencia de determinadas estrategias de desarrollo que podían tener en cuenta los países miembros a la hora de diseñar un mecanismo para hacer frente a resultados no deseados, como, por ejemplo, si un país actúa como motor del crecimiento regional.
- 52 Cabe destacar que el objetivo de este gráfico es meramente ilustrativo y no refleja datos numéricos precisos.



---

## Bibliografía

---

- Aglietta M and Coudert V (2014). *Le dollar et le système monétaire international*. Paris, Editions La Découverte.
- Aizenman J and Pasricha (2010). Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation. *International Review of Economics and Finance*, 19(3): 353–365.
- Aizenman J, Jinjark Y and Park D (2011). International reserves and swap lines: Substitutes or complements? *International Review of Economics and Finance*, 20(1): 5–18.
- Aizenman J, Cheung YW and Ito H (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52(April): 102–126.
- Allen WA and Moessner R (2010). Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. Working Paper No. 310, Bank for International Settlements, Basel.
- Auboin M (2012). Use of currencies in international trade: Any change in the picture? Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, Geneva.
- BIS (2011). Global liquidity: Concept, measurement and policy implications. CGFS paper No. 45, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (2014). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2013. Bank for International Settlements, Basel.
- Bofinger P (2011). The scope for foreign exchange market intervention. UNCTAD Discussion Paper No. 204, UNCTAD, Geneva.
- Bordo MD, Humpage OF and Schwartz JA (2014). The evolution of Federal Reserve swap lines since 1962. Working Paper No. 14/14, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, OH.
- Borio C, James H and Shin HS (2014). The international monetary and financial system: A capital account historical perspective. Working Paper No. 457, Bank for International Settlements, Basel.
- Bourgeon P (2015). Background paper for the *Trade and Development Report, 2015*.
- Carli G (1976). Why banks are unpopular. Per Jacobsson lecture. Available at: <http://www.perjacobsson.org/lectures/1976.pdf>.
- Cooper R (2006). Proposal for a common currency among rich democracies. *International Economics and Economic Policy*, 3(3–4): 387–394.
- Davidson P (2007). *John Maynard Keynes*. London, Palgrave Macmillan.
- de Cecco M (1974). *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890–1914*. Oxford, Basil Blackwell.
- Destais C (2014). Central bank currency swaps and the international monetary system. Policy Brief No. 2014-05, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Paris.
- Dorrucci E and McKay J (2011). The international monetary system after the financial crisis. Occasional Paper No. 123, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen B (1992). *Golden Fetters*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Eichengreen B (2005). Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition. Working Paper No. 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Eichengreen B (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Erten B and Ocampo JA (2012). Building a stable and equitable global monetary system. Working paper No. 118, United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York.
- ECB (2014). The international role of the euro. European Central Bank, Frankfurt.
- Farhi E, Gourinchas PO and Rey H (2011). *Reforming the International Monetary System*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Financial Times* (2014). China's foreign exchange reserves near record \$4tn, 15 April.
- Fleming MJ and Klagge NJ (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in Economics and Finance*, 16(4): 1–7. Federal Reserve Bank of New York.

- Fritz B and Mühlich L (2014). Regional monetary co-operation in the developing world: Taking stock. Paper for the UNCTAD project, Strengthening Pro-growth Macroeconomic Management Capacities for Enhanced Regional Financial and Monetary Cooperation among Selected Countries of Latin America and the Caribbean, and West and Central Africa.
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*. New York, Simon & Schuster.
- Garcia-Herrero A and Xia L (2015). China's RMB bilateral swap agreements: What explains the choice of countries? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, forthcoming. Available at: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/16081625.2014.960059#.VUoJQ0102Hs>.
- Ghosh AR, Qureshi MS, Kim JI and Zalduendo J (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2): 266–285.
- Goldberg L (2011). The international role of the dollar: Does it matter if this changes? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 522, New York, NY.
- Goldberg L and Tille C (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2): 177–192.
- Gourinchas PO and Rey H (2007). From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida RH, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago, University of Chicago Press: 11–66.
- IMF (2011a). IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF surveillance in 2004–07, Washington, DC.
- IMF (2011b). Criteria for broadening the SDR currency basket. Washington, DC.
- IMF (2011c). The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period. Washington, DC.
- IMF (2013). Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements. Washington, DC.
- IMF (2014). 2014 Triennial Surveillance Review – Managing Director's Action Plan for Strengthening Surveillance. Washington, DC.
- IMF (2015a). Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). Washington, DC.
- IMF (2015b). Assessing reserve adequacy: Specific proposals. Washington, DC, 24 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.
- IMF (2015c). Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line (FCL). Washington, DC, 10 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>.
- IMF (2015d). Factsheet: The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL). Washington, DC, 13 April. Available at: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>.
- Kenen PB (2010a). Renovation of the global reserve regime: Concepts and proposals. Working Paper 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, NJ. Available at: <https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/208kenen.pdf>.
- Kenen PB (2010b). The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system. Policy Brief 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- King M (2011). Global imbalances: The perspective of the Bank of England. Financial Stability Review No. 15, Banque de France, Paris. Available at <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historic-pubs/speeches/2011/speech473.pdf>.
- Kregel JA (2010). An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies. Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Kregel JA (2015). Emerging markets and the international financial architecture: A blueprint for reform. Working Paper No. 833, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Lee JW (2014). Will the renminbi emerge as an international currency? *World Economy*, 37(1): 42–62.
- Lin JY (2013). *Against the Consensus. Reflections on the Great Recession*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Marino R and Volz U (2012). Critical review of the IMF's tools for crisis prevention. Discussion Paper No. 4/2012, German Development Institute, Bonn. Available at: <https://www.die-gdi.de/en/discussion-paper/article/a-critical-review-of-the-imfs-tools-for-crisis-prevention/>.
- Mateos y Lago I, Duttagupta R and Goyal R (2009). The debate on the international monetary system. IMF Staff Position Note SPN/09/26, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Matsukawa M (1982). The yen: A newly-emerging reserve currency. In Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 24–31.
- McCauley R, McGuire P and Sushko V (2015). Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage. BIS Working Paper No. 483. Bank for International Settlements, Basel.
- Mundell R (2012). The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*, 34(4): 568–578.
- Obstfeld M, Shambaugh JC and Taylor AM (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American Economic Review*, 99(2): 480–486.
- Ocampo JA (2011). Reforming the International Monetary System. WIDER Annual Lecture 14. World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Ocampo JA (2014). The provision of global liquidity: The global reserve system. WIDER Working Paper 2014/141, World Institute for Development Economics Research, Helsinki.

- Palais Royal Initiative (2011). Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty-first century. Available at: [http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport\\_Camdessus-integral.pdf](http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf).
- Panic M (1992). *European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard*. New York, St. Martin's Press.
- Park YC (2010). RMB internationalization and its implications for financial and monetary cooperation in East Asia. *China & World Economy*, 18(2): 1–21.
- Park YC and Wyplosz C (2014). International monetary reform: A critical appraisal of some proposals. In: Kawai M, Lamberte MB and Morgan PJ, eds. *Reform of the International Monetary System: An Asian Perspective*. Tokyo, Asian Development Bank Institute and Springer: 19–40.
- PBOC (2012). *The People's Bank of China Annual Report 2012*. Beijing.
- Perez Caldentey E, Cipoletta G and Cruz M (2014). Un análisis comparado de los sistemas de pago en América Latina. Presentation at UNCTAD/ECLAC Conference, Santiago Chile, June 2014.
- Pettis M (2013). *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Prasad ES (2013). *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Rey H (2013). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole. Available at: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>.
- Rhee C, Sumulong L and Vallée S (2013). Global and regional financial safety nets: Lessons from Europe and Asia. Working Paper No. 2013/06, Bruegel, Brussels.
- Rieke W (1982). The development of the Deutschmark as a reserve currency. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 16–23.
- Roosa RV (1982). The multiple reserve currency system. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 1–15.
- Sgard J (2015). Central bank currency swaps and their potential role in international monetary reform. Background paper for UNCTAD's *Trade and Development Report, 2015*.
- Shimizu K (2013). Regional cooperation for financial and exchange rates stability in East Asia. Working Paper FG7, German Institute for International and Security Affairs. Berlin. Available at: [http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP\\_FG7\\_2013\\_01\\_Dezember\\_Kenichi\\_Shimizu.pdf](http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP_FG7_2013_01_Dezember_Kenichi_Shimizu.pdf).
- SNB (2014). Renminbi swap agreement and granting of a renminbi investment quota to the Swiss National Bank. Press Release, 21 July, available at: [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20140721/source/pre\\_20140721.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.en.pdf).
- Titelman D, Vera C, Carvallo P and Perez Caldentey E (2014). A regional reserve fund for Latin America. *Cepal Review*, 112: 7–28.
- Triffin R (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, CT, Yale University Press.
- UNCTAD (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*. Document TD/B/32. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (2011). *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The new Challenges for Latin America and the Caribbean*. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report, 2007. Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2010). *Trade and Development Report, 2010. Employment, Globalization and Development*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2012). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- United Nations (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (Stiglitz Commission Report)*, New York.

- Volz U (2012). The need and scope for strengthening co-operation between regional financing arrangements and the IMF. Discussion Paper No. 15/2012, German Development Institute, Bonn.
- Williamson J (2011). Getting surplus countries to adjust. Policy Brief No. 11-01, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Yu Y (2014). How far can renminbi internationalization go? Working Paper No. 461, Asian Development Bank Institute, Tokyo. Available at: <http://www.adbi.org/working-paper/2014/02/13/6136.how.far.can.renminbi.internationalization.go>.
- Zhou X (2009). Reform of the International Monetary System. Essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.
- Zhou X (2015). International Monetary and Financial Committee Statement. Washington, DC, International Monetary Fund, 18 April. Available at: <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>.





## LA REFORMA DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESPUÉS DE LA CRISIS

### A. Introducción

Tras la crisis financiera mundial de 2008-2009, los dirigentes políticos reconocieron graves deficiencias en la regulación de los mercados y las instituciones financieras, ampliamente demostradas por la incapacidad de los grandes bancos privados para gestionar el riesgo, la expansión descontrolada de un sistema bancario paralelo y los excesivos planes de remuneración comunes en todo el sector financiero. Al principio, los dirigentes mostraron su voluntad de proceder a una reforma fundamental del sistema a fin de hacerlo más estable, menos propenso a las crisis y más resiliente frente a las perturbaciones, y de orientarlo más a apoyar a la economía real y el desarrollo económico. También reconocieron la necesidad de que se tuvieran en cuenta en la formulación de cualquier nuevo programa de reformas los intereses y las preocupaciones de las grandes economías en desarrollo. Así pues, a finales de 2008 el G8 fue sustituido por el G20, que incluye a los países en desarrollo más grandes, como el foro más pertinente para la coordinación y adopción de decisiones a nivel internacional. Algunos de esos países también fueron admitidos como miembros del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), que sucedió al Foro sobre Estabilidad Financiera para coordinar las actividades de diversos órganos normativos financieros y encargarse de supervisar la puesta

en marcha de las reformas financieras acordadas por los países del G20.

El programa de reforma coordinado por el CEF tenía por objeto reforzar la regulación prudencial y la capacidad de vigilancia y supervisión de las autoridades financieras. No obstante, a día de hoy, siete años después del estallido de la crisis mundial, ha quedado de manifiesto que, aparte de algunas mejoras parciales, no ha logrado los cambios necesarios. Las estructuras financieras existentes siguen careciendo de instrumentos adecuados para reducir la volatilidad de los flujos de capital, evitar las crisis sistémicas y garantizar la disponibilidad de financiación para las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las innovaciones. Las reformas introducidas tras la crisis de 2008-2009 solo han tenido parcialmente en cuenta algunas de las necesidades específicas de los países en desarrollo.

En el presente capítulo se examinan algunas reformas financieras fundamentales acordadas a nivel internacional que están acometiendo las autoridades nacionales, y se evalúan sus posibles efectos, en particular en los países en desarrollo. En la sección B, en que se examinan los nuevos requisitos de capital de Basilea para fortalecer a

los bancos, se ve que estos siguen recurriendo excesivamente a normas prudenciales estrictamente definidas como mejor forma de regulación bancaria. En la sección también se examinan varias iniciativas para reformar el sistema financiero de los países desarrollados. En la sección C se estudian el sistema bancario paralelo y las medidas propuestas para mitigar los riesgos que plantea este tipo de intermediación financiera. En la sección D se evalúan otras cuestiones importantes para la regulación financiera, como el uso excesivo de

las calificaciones de las agencias de calificación crediticia, los problemas que plantea la creciente presencia de bancos extranjeros en los países en desarrollo y la necesidad de subsanar las vulnerabilidades provocadas por los flujos internacionales de capital especulativo. En la sección E se defiende la necesidad de un programa de reforma más ambicioso que prevea la necesaria separación o segregación de algunas actividades bancarias. También se analizan los elementos reguladores de un sistema financiero más orientado al desarrollo.

---

## B. Reforma financiera y regulación prudencial después de la crisis

---

En los últimos 40 años, el sector financiero se ha expandido considerablemente y la movilidad del capital internacional, en particular, se ha disparado tras las sucesivas oleadas de innovación financiera y desregulación de los mercados. La liquidez mundial y la asignación de la financiación mundial se han visto cada vez más influidas por las condiciones crediticias de los principales centros financieros, las operaciones de los bancos con actividad internacional y las actividades de una amplia gama de empresas de gestión de activos y otros inversores institucionales.

La desregulación financiera preveía la relajación progresiva de los controles cuantitativos y demás restricciones impuestas

a los bancos, como los límites máximos sobre los tipos de interés o la limitación de la capacidad de dedicarse a actividades distintas de la actividad crediticia tradicional. Un aspecto de esa desregulación fue la retirada de la intervención directa del Estado en el sector financiero y la erosión de los instrumentos para alcanzar objetivos de desarrollo. En su lugar ganó importancia un enfoque regulador poco

intervencionista basado en normas prudenciales (es decir, requisitos de capitalización y coeficientes de liquidez). El principio fundamental de este enfoque era que los bancos debían tener libertad para conceder créditos o dedicarse a actividades en el mercado siempre que dispusieran de suficiente capital para hacer frente a pérdidas imprevistas. La competencia

de los mercados debía garantizar una financiación adecuada para lograr inversiones rentables y, por tanto, lograr un elevado rendimiento social.

Desde su introducción en 1988, los requisitos de capital mínimo de Basilea se han convertido en una importante referencia para las políticas prudenciales, no solo en los países

representados en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) —inicialmente un pequeño grupo de países desarrollados—, sino también en un gran número de países en desarrollo, pese a que no tomaron parte en el proceso de formulación y a que las directrices no se concibieron teniendo presentes sus sistemas financieros<sup>1</sup>. Los Acuerdos de Basilea procuran impedir que los bancos con actividad

---

La crisis financiera mundial de 2008-2009 puso de manifiesto las deficiencias del marco conceptual basado en la defensa de los mercados financieros libres y la autorregulación.

---

internacional aumenten su volumen de negocios sin un respaldo de capital adecuado. También tienen por objeto eliminar el incentivo que lleva a las distintas jurisdicciones a imponer requisitos menos exigentes a los bancos a fin de atraer actividad empresarial. Las normas de Basilea reflejaban la convicción de que los mercados y las entidades financieras eran capaces de actuar con autodisciplina y que la prudencia de un banco era parte integrante de su capital de reputación. Por consiguiente, se esperaba que las fuerzas del mercado impidieran que los bancos tomaran riesgos excesivos.

La crisis financiera mundial de 2008-2009, con mucho la más grave desde la década de 1930, puso de manifiesto las graves deficiencias de la desregulación financiera y del marco conceptual basado en una adhesión a la liberalización de los mercados y la autorregulación (*TDR 2009 y 2011*). El limitado enfoque de la regulación prudencial, basado en la imposición de requisitos de capital a los bancos, no logró impedir una agitación generalizada a fines de 2008. De hecho, muchos de los bancos más grandes del mundo que cumplían plenamente las normas de Basilea II en 2008 quedaron paralizados por la crisis de las hipotecas de alto riesgo y sus ramificaciones, lo que llevó a los gobiernos a aprobar paquetes de rescate muy costosos que provocaron un aumento considerable de la deuda pública y tuvieron elevados costos sociales.

En el proceso de reforma posterior a la crisis pareció surgir un consenso en cuanto a que la inestabilidad era mundial y que era necesario reforzar la cooperación internacional (*TDR 2009 y 2011*; Haldane, 2014). El programa de reforma internacional dirigido por el CEF puso en marcha varias iniciativas, entre ellas los Acuerdos de Basilea III, disposiciones específicas para los “bancos de importancia sistémica mundial” y recomendaciones para mejorar la supervisión de las actividades del sistema bancario paralelo<sup>2</sup>.

Los países del G20 acordaron introducir progresivamente las nuevas normas en sus marcos reguladores. Sin embargo, es probable que persistan las fuentes de riesgo sistémico, es decir, el riesgo de

que un impago, una escasez de liquidez o una crisis en un mercado determinado se extiendan a otros mercados y acaben provocando una crisis de grandes proporciones, y las fragilidades que contribuyeron a la crisis mundial siguen siendo motivo de grave preocupación. En esta sección se examina el espíritu del proceso de reforma y se ponen de relieve sus principales debilidades y los problemas que estas plantean a los países en desarrollo.

### 1. Los nuevos Acuerdos de Basilea III

Los Acuerdos de Basilea ofrecen el marco regulador más completo para el sector bancario<sup>3</sup>. No obstante, han sido insuficientes, en distintos aspectos, para garantizar la solidez del sistema financiero. Lo que es más fundamental, las normas de capital mínimo no han impedido un elevado apalancamiento ni han promovido una gran diversificación de cartera, y han acentuado el carácter ya procíclico de las actividades bancarias, como se señala en varios análisis (por ejemplo, Slovik, 2012).

En respuesta a la crisis y al mayor escrutinio del que estaba siendo objeto, el Comité de Basilea convino en establecer un nuevo régimen regulador para reforzar la resiliencia de los bancos y el sistema bancario mundial (BCBS, 2011). El paquete de reformas anunciado en octubre de 2010, conocido

como Basilea III, incluye nuevas normas de capital mínimo y varias disposiciones en materia de liquidez. De conformidad con el calendario convenido, los países del G20 vienen introduciendo las nuevas normas desde 2013 y se han fijado por objetivo la plena aplicación del marco a más tardar el 1 de enero de 2019.

En lo que respecta a las normas sobre capital, Basilea III ha mejorado la calidad del capital del que los bancos deben disponer para absorber mejor las pérdidas potenciales. El capital de nivel 1 ha pasado a consistir predominantemente en acciones ordinarias y beneficios no distribuidos, ya que el nuevo marco

Muchos de los bancos más grandes del mundo que cumplían plenamente las normas de Basilea quedaron paralizados por la crisis de las hipotecas de alto riesgo, lo que llevó a los gobiernos a aprobar paquetes de rescate muy costosos.

ha eliminado la posibilidad de utilizar acciones preferentes e híbridos de deuda y crédito para aumentar el capital básico.

Además, Basilea III exige mayores niveles de capital que el anterior acuerdo, Basilea II. El nivel mínimo de capital total requerido se mantuvo en el 8% de los activos ponderados en función del riesgo, pero la proporción correspondiente al capital ordinario de nivel 1 se aumentó del 2% al 4,5% de dichos activos. Basilea III también exige a los bancos que dispongan de “colchones de conservación de capital” de una cuantía equivalente a al menos un 2,5% de los activos ponderados en función del riesgo, también en forma de capital ordinario de nivel 1, que podrán utilizar en momentos de tensión. Cuando los colchones se reducen por incurrirse en pérdidas, los bancos están obligados a reconstituirlos disminuyendo la distribución discrecional de beneficios y las bonificaciones a los ejecutivos. Tomadas en conjunto, estas medidas han elevado el capital ordinario total necesario al 7% de los activos ponderados en función del riesgo. El nuevo marco también reconoce a las autoridades nacionales discrecionalidad para pedir a los bancos que ajusten uniformemente al alza los colchones de conservación de capital constituidos para hacer frente a las situaciones de tensión cuando consideren que el crecimiento del crédito genera una acumulación inaceptable de riesgo sistémico. Este colchón anticíclico debe situarse entre el 0% y el 2,5% y también debe dotarse con capital ordinario.

Otra característica de Basilea III es la introducción de un coeficiente de apalancamiento independiente del nivel de riesgo, sobre la base de un capital mínimo de nivel 1 de al menos un 3% de los activos totales. Para calcular el coeficiente de apalancamiento, las exposiciones de los bancos deben tener en cuenta partidas incluidas en el balance, como las operaciones de financiación de valores, y partidas fuera de balance, como los derivados y las cartas de crédito.

Por último, las disposiciones en materia de liquidez propuestas en el paquete de Basilea III

incluyen requisitos de coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) y coeficiente de financiación estable neta (NSFR). El LCR tiene por objeto garantizar que los bancos tengan suficiente liquidez a corto plazo para hacer frente a situaciones de tensión de hasta un mes de duración. El NSFR está destinado a ayudar a los bancos a superar problemas de liquidez, pero tiene un horizonte temporal de un año y se centra en la estructura de vencimientos de los activos y pasivos de un banco. Es decir, alienta a los bancos a mantener una financiación más estable (por ejemplo con cargo a los depósitos), así como activos más líquidos (BCBS, 2014a y b). Aunque se presentan como un gran salto adelante respecto del acuerdo anterior de Basilea II, es improbable que estas reformas aumenten la resiliencia de los bancos.

Habida cuenta de que Basilea III no ha cambiado el marco de ponderación en función del riesgo, el capital básico debe seguir midiéndose en relación con activos ponderados en función del riesgo. Esto significa que, al calcular los activos que se deben respaldar con el capital

del banco, solo los activos que se consideren de alto riesgo se contabilizan a todo su valor, mientras que los que se consideren más seguros se estimarán a solo un porcentaje de su valor. Esto aumenta el incentivo para invertir en activos ponderados de bajo riesgo que pueden apalancarse mucho más que los activos de riesgo<sup>4</sup>. A nivel macroeconómico, el enfoque basado en el riesgo puede tener consecuencias negativas para el empleo y el crecimiento económico, puesto que discrimina a las pymes. Como se considera que esas empresas presentan mayores riesgos que las grandes empresas, los bancos serían reacios a otorgarles líneas de crédito (Moosa and Burns, 2013) al elegir una cartera en la que predominen los activos con una ponderación de riesgo baja. Además, Basilea III no cuestiona la utilización de las calificaciones externas de las agencias de calificación crediticia ni el uso de los modelos de riesgo internos de los bancos para ponderar los riesgos<sup>5</sup>. No está claro por qué el Comité de Basilea sigue considerando valiosas las calificaciones de las agencias cuando el propio CEF afirmó que es particularmente urgente eliminar o sustituir esas referencias —a las calificaciones crediticias

---

Basilea III introdujo mayores requisitos de capital, pero conservó el sistema de ponderación en función del riesgo y la utilización de las agencias de calificación crediticia, por lo que no impidió el elevado nivel de apalancamiento ni la prociclicidad.

---

externas— cuando dan lugar a respuestas automáticas de los participantes en el mercado (FSB, 2010).

Al mantener el sistema de coeficientes de ponderación del riesgo ajustables, Basilea III no ha abordado el carácter procíclico de Basilea II. Cuando se considera que el riesgo de impago es bajo, lo que es probable que ocurra en los períodos de expansión económica—como el período de crecimiento de 2003 a 2007—, mejoran las calificaciones crediticias, por lo que los activos pasan a una categoría de menor riesgo para los requisitos de capital. Esto hace que disminuya el capital exigido para la misma cartera de activos, lo que permite un mayor apalancamiento durante la fase expansiva del ciclo. A la inversa, los requisitos de capital aumentan de manera repentina cuando termina el período de expansión y se considera que los activos de los bancos presentan un mayor riesgo. Además, las reformas de Basilea III no se ocupan de uno de los componentes más controvertidos de las anteriores normas de Basilea: los bancos siguen pudiendo calcular su capital regulatorio por su cuenta como alternativa al uso de calificaciones crediticias externas, lo que hace que a menudo dos bancos diferentes, cada uno con sus propios modelos de riesgo internos, acaben con diferentes requisitos de capital para carteras de activos similares<sup>6</sup>. Tal vez lo más fundamental es que las normas de Basilea siguen confiando implícitamente en una autovigilancia eficaz de los grandes bancos en lugar de en la supervisión externa, al suponer que la “disciplina del mercado” garantizará el comportamiento responsable de los agentes financieros. Sin embargo, ahora se reconoce que esta suposición es errónea y poco realista.

Con el marco de ponderación en función del riesgo, las instituciones han acumulado un nivel de apalancamiento excesivo. Entre el cumplimiento de los requisitos de capital ponderado en función del riesgo impuestos en Basilea en 1992 (Basilea I) y la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, la proporción de capital total de los bancos en relación con los activos *no ponderados* no dejó de disminuir. Por ejemplo, en una muestra de grandes bancos internacionales, la proporción disminuyó del

4,8% a menos del 3% entre 1993 y 2008 (Ingves, 2014)<sup>7</sup>. El coeficiente de apalancamiento de Basilea III, que debía servir para respaldar el requisito de capital basado en el riesgo, solo mejorará ligeramente el nivel de recursos propios. Al haberse fijado en solo el 3% de los activos no ponderados, el capital puede estar muy por debajo del nivel necesario para que los bancos estén mínimamente en condiciones de resistir una perturbación importante (Admati and Hellwig, 2013)<sup>8</sup>.

## 2. Marco propuesto para los bancos de importancia sistémica

Los grandes bancos con actividad internacional contribuyeron significativamente a la crisis financiera mundial de 2008-2009. Su presencia en diferentes jurisdicciones nacionales y sus actividades comerciales transfronterizas facilitaron la propagación de la crisis a diversos países. Habida cuenta de su tamaño, complejidad, presencia en múltiples jurisdicciones e interconexión, estos grandes bancos han creado riesgos sistémicos y problemas mundiales para los reguladores.

Sus operaciones complejas y entrelazadas, que son difíciles de rastrear por los reguladores financieros, e incluso por los propios altos directivos de los bancos, distan de ser transparentes. Estos bancos han adquirido

tal envergadura que los expertos financieros y los encargados de la formulación de políticas los consideran “demasiado grandes para quebrar”, lo que significa que dejarlos hundirse causaría un perjuicio insostenible a todo el sistema financiero internacional. Los costos fiscales de su rescate en caso de insolvencia serían desorbitados y requerirían un alto nivel de coordinación internacional, algo difícil de lograr.

Su expansión internacional y el gran tamaño de sus balances difícilmente se justifican por motivos de eficiencia (BIS, 2010a). Antes bien, hay indicios de que esa expansión se vio facilitada por una subestimación del riesgo que podría haber distorsionado sus

---

Habida cuenta de su tamaño, complejidad, presencia en múltiples jurisdicciones e interconexión, los grandes bancos han creado riesgos sistémicos y problemas mundiales para los reguladores.

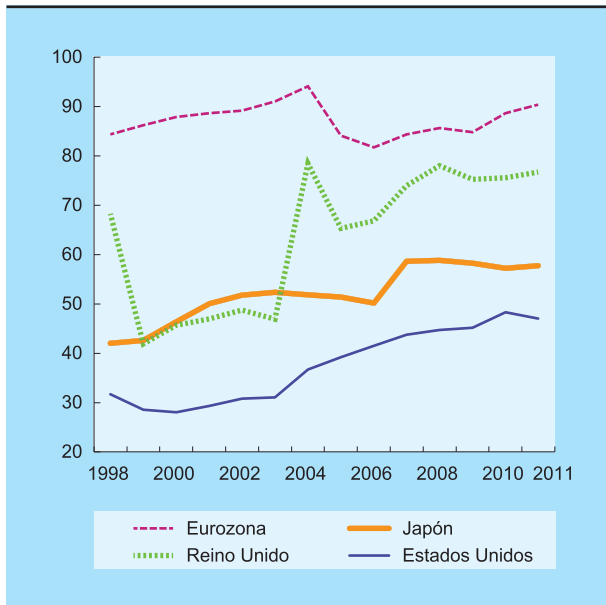
---



Gráfico 4.1

**ACTIVOS DE LOS CINCO BANCOS MÁS GRANDES COMO PROPORCIÓN DE LOS ACTIVOS TOTALES DEL SECTOR BANCARIO EN DETERMINADAS ECONOMÍAS, 1998-2011**

(En porcentaje)



Fuente: Bankscope, Bureau van Dijk.

incentivos. La etiqueta de “demasiado grandes para quebrar” da a esos bancos una ventaja competitiva basada en su suposición de que, si sufren enormes pérdidas por mantener un comportamiento de riesgo, serán rescatados por el Estado. Además, les da acceso a fuentes de financiación más asequibles, ya que se considera que tienen menos probabilidades de incurrir en impago. Otra ventaja competitiva se deriva del hecho de que, con arreglo al marco de Basilea, los grandes bancos pueden escoger los enfoques más convenientes para determinar su capital. Cuentan con recursos para utilizar sus propios modelos de riesgo, lo que les da flexibilidad para determinar sus requisitos de capital y tener menos capital que los bancos más pequeños que solo pueden permitirse adoptar enfoques más sencillos para la determinación del capital.

A nivel nacional, la expansión de las actividades de los grandes bancos ha sido una de las principales razones de la concentración bancaria, en especial entre 1998 y 2007. Esta tendencia cesó globalmente en 2008, aunque continúa en algunos países como los Estados Unidos, en parte debido a las fusiones

promovidas por el Gobierno después de la crisis (gráfico 4.1).

Desde la crisis mundial, los riesgos sistémicos asociados a los grandes bancos han suscitado gran preocupación. Un informe de las Naciones Unidas recomendó que se impusieran requisitos de capital adicionales a las grandes instituciones financieras (United Nations, 2009). También propuso que los gobiernos aprobaran firmes políticas antimonopolio para disuadir a los bancos de crecer demasiado. Otros órganos han propuesto cambios regulatorios similares. Por ejemplo, en su cumbre celebrada en Washington en noviembre de 2008, el G20 recomendó que se revisara el alcance de las regulaciones financieras para que todas las instituciones financieras de importancia sistémica estuvieran debidamente reguladas. Un año después, en su cumbre de Londres, el G20 propuso además que las instituciones financieras complejas se sometieran a una vigilancia especial y que los reguladores tuvieran acceso a información pertinente sobre las instituciones, los mercados y los instrumentos financieros a fin de poder detectar posibles fallos o situaciones de tensión que plantearan riesgos sistémicos.

Desde 2011, el CEF viene señalando los bancos de importancia sistémica mundial que utilizan una metodología elaborada por el Comité de Basilea (BCBS, 2011)<sup>9</sup>. En la última actualización de noviembre de 2014 se señalan 30 bancos de ese tipo (todos ellos de países desarrollados, excepto tres de China), que se espera que generen una mayor capacidad de absorción de pérdidas y tengan grupos de gestión de crisis, acuerdos de cooperación transfronteriza y planes para desastres (llamados “testamentos vitales”). En 2014, el CEF presentó propuestas para mejorar la capacidad de absorción de pérdidas de los bancos de importancia sistémica mundial en caso de resolución, por las que se impondrían a dichos bancos recargos de capital que elevarían los requisitos de capital totales a entre el 16% y el 20% de sus activos ponderados en función del riesgo. Con esto se pretende facilitar una resolución ordenada que minimice cualquier repercusión en la estabilidad financiera y garantice la continuidad de las funciones esenciales<sup>10</sup>.

No obstante, incluso estas propuestas pueden ser insuficientes para solucionar el problema de los “demasiado grandes para quebrar”. En primer lugar, el hecho de que la capacidad de absorción de pérdidas

se calcule mediante una ponderación del riesgo permite ejercer una considerable discrecionalidad en el cumplimiento de las disposiciones. En segundo lugar, no está claro si los reguladores nacionales cooperarán si no existe un régimen de resolución bancaria mundialmente acordado; de hecho, sin tal régimen, incluso podría desatarse un frenesí de incautación de activos locales para defender los intereses nacionales en caso de quiebra.

### 3. Marco prudencial y países en desarrollo

Desde su introducción en 1988, las directrices de Basilea sobre requisitos de capital se han convertido en una referencia importante para los reguladores de todo el mundo. Más de 100 países han adoptado las directrices de Basilea I en materia de requisitos de capital (Barth *et al.*, 2006) y todos los países en desarrollo que son miembros del G20, pero también un gran número de países no miembros, han aplicado los requisitos de Basilea II. Si bien la mayoría de esos países adoptaron el “enfoque normalizado” de Basilea II, algunos países que no eran miembros del G20 (por ejemplo, Bahrein, Malasia y Tailandia) también aplicaron el enfoque más complejo basado

en calificaciones internas, que permite a los grandes bancos determinar sus requisitos de capital sobre la base de una autoevaluación del riesgo. Según el análisis de la puesta en marcha de las reformas de la regulación llevado a cabo por el CEF en noviembre de 2014, todas las grandes economías en desarrollo que son miembros del CEF ya cumplen plenamente las nuevas normas de Basilea III sobre el nivel de recursos propios<sup>11</sup>. La observancia de las normas de Basilea III ha sido bastante débil en las otras economías en desarrollo que no son miembros del CEF (BIS, 2014 y 2015)<sup>12</sup>. En el cuadro 4.1 se resume el grado de aplicación de Basilea II y III en los países en desarrollo por región.

Resulta un tanto desconcertante la adopción de los requisitos de capital de Basilea II por un gran

número de países en desarrollo, así como las medidas que estos han tomado para cumplir las disposiciones de Basilea III. Después de todo, la aplicación de las recomendaciones de Basilea es voluntaria, y el Comité de Basilea no tiene ninguna autoridad oficial de supervisión supranacional. Además, muchos países en desarrollo que están adoptando las normas de Basilea ni siquiera tomaron parte en el proceso de formulación. De hecho, las directrices de Basilea no se concibieron pensando en los países en desarrollo, sino que se concibieron para países con grandes y complejas instituciones financieras con actividad internacional a fin de armonizar las regulaciones nacionales (Powell, 2004).

No obstante, la adopción parcial de las normas de Basilea por los países en desarrollo obedece a diversas razones. Desde su introducción, los principios de Basilea han llegado a ser considerados por los encargados de la formulación de políticas como el sello de aprobación mundial de la calidad de los sistemas de supervisión bancaria de los países. Muchos

países en desarrollo “importaron” credibilidad reguladora ante las presiones oficiales y de los mercados, en especial las economías cuyos marcos reguladores fueron sometidos a examen tras las crisis financieras de finales del decenio de 1990 y principios de la década de 2000 (Walter, 2008). Además, algunos grandes países en desarrollo que pasaron a ser miembros del

G20 sufrieron más presiones para que aplicaran las regulaciones de Basilea. Todos los países del G20, incluidos los países en desarrollo miembros, convinieron en permitir que el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF)<sup>13</sup> realizara un análisis de su sector financiero nacional —que incluye una evaluación de su cumplimiento de las directrices de Basilea—, así como en aceptar exámenes entre homólogos de sus marcos de supervisión (Walter, 2015).

Quizás la aplicación de los nuevos requisitos de capital de Basilea III por las principales economías en desarrollo no haya sido particularmente difícil porque, en general, antes de la crisis mundial sus sistemas bancarios tenían niveles de capital superiores a los estipulados en Basilea III<sup>14</sup>. Sin embargo, esta situación no es igual en todos los casos. En la India,

---

Las directrices de Basilea se concibieron para países con grandes instituciones financieras con actividad internacional y no tienen en cuenta las necesidades de los países en desarrollo.

---

Cuadro 4.1

**APLICACIÓN DE LAS NORMAS DE BASILEA EN LAS ECONOMÍAS  
EN DESARROLLO Y EN TRANSICIÓN**

	Número total de economías analizadas	Basilea II		Basilea III	
		Requisitos de capital (enfoque normalizado)	Requisitos de capital (enfoque basado en calificaciones internas)	Coeficiente de apalanca- miento	Coeficiente de cobertura de liquidez
			(Porcentaje)		
<i>Región (conjunto de la muestra)</i>					
África	30	27	10	13	13
Asia Oriental, Meridional y Sudoriental	17	82	59	47	29
América Latina y el Caribe	21	38	23	14	24
Economías en transición de Europa y Asia	11	73	9	18	18
Asia Occidental	9	100	33	33	33
<i>Región (excepto miembros del BCBS)</i>					
África	29	23	7	10	10
Asia Oriental, Meridional y Sudoriental	11	27	13	0	7
América Latina y el Caribe	18	16	7	7	3
Economías en transición de Europa y Asia	10	23	3	7	3
Asia Occidental	7	23	3	3	3

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en BPI, 2014 y 2015.

**Nota:** Los datos corresponden a las siguientes economías, por región: *África:* Angola, Benin, Botswana, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, República Democrática del Congo, Egipto, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Kenya, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Marruecos, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, Senegal, **Sudáfrica**, Togo, Túnez, Uganda, República Unida de Tanzania, Zambia y Zimbabwe; *Asia Oriental, Meridional y Sudoriental:* Bangladesh, Bhután, **China, Hong Kong (China), India, Indonesia**, Malasia, Mauricio, Nepal, Pakistán, Filipinas, **República de Corea, Singapur**, Sri Lanka, Provincia china de Taiwán, Tailandia y Viet Nam; *América Latina y el Caribe:* **Argentina**, Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), **Brasil**, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, **México**, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay; *Economías en transición de Europa y Asia:* Albania, Armenia, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Georgia, Kirguistán, Montenegro, República de Moldova, **Federación de Rusia**, Serbia y ex República Yugoslava de Macedonia; y *Asia Occidental:* Bahrein, Jordania, Kuwait, Líbano, Omán, Qatar, **Arabia Saudita, Turquía**, Emiratos Árabes Unidos (los países en negrita son miembros del Comité de Basilea).

por ejemplo, a los bancos públicos, que representan el 62% de los préstamos bancarios de la India, les resultará difícil cumplir los requisitos de capital de Basilea III de aquí a 2019 (Moody's, 2014). El grado de cumplimiento varía mucho más en el caso de los nuevos requisitos de liquidez de Basilea III. Un estudio del CEF indica que la Argentina, el Brasil, Indonesia y México van a la zaga de otros países como China y Sudáfrica en su grado de cumplimiento (FSB, 2014a). Según una evaluación reciente de Fitch (2015), los bancos más pequeños de México tendrán dificultades para cumplir el coeficiente de cobertura de liquidez y afrontarán un problema aún mayor cuando los reguladores de sus países acaben

adoptando los requisitos relativos al coeficiente de financiación estable neta.

Los países en desarrollo que no son miembros del G20 parecen tener muchas más dificultades para cumplir los requisitos de Basilea. Un problema fundamental es el grado de complejidad de las normas de Basilea, en particular las nuevas normas de Basilea III, que no solo requieren sofisticadas capacidades técnicas para su aplicación, sino también una gran cantidad de recursos (Haldane and Madouros, 2012). Los informes del PESF sobre países de diferentes regiones en desarrollo indican un incumplimiento general de las normas de Basilea debido a carencias

de capacidad fundamentales. Cabe citar, en general, la insuficiente dotación y deficiente capacitación del personal, que también carece de la experiencia necesaria para desempeñar satisfactoriamente las funciones de regulación y supervisión. Esas carencias son aún más graves en lo que respecta a las normas de Basilea III, sumamente complejas.

Hay otras preocupaciones importantes en relación con la aplicación de las normas de Basilea III. La aprobación del NSFR, que tiene por objeto reducir los desajustes de vencimiento entre los activos y las fuentes de financiación de los bancos, puede tener consecuencias negativas para los países en desarrollo, ya que los bancos de esas economías se financian principalmente mediante depósitos (a corto plazo). Así, la exigencia de una estricta coincidencia en el vencimiento del activo y el pasivo puede mermar la capacidad de los bancos de ofrecer crédito a largo plazo. Otro problema guarda relación con la aplicación de colchones de capital anticíclicos. Las economías en las etapas iniciales de desarrollo financiero pueden experimentar un rápido crecimiento del crédito que activa el mecanismo del colchón, aunque no haya una acumulación de riesgos sistémicos (Drehmann and Tsatsaronis, 2014).

Otra preocupación más general es que las regulaciones de Basilea se han centrado cada vez más (sin mucho éxito) en una visión limitada de la estabilidad financiera a expensas de las regulaciones orientadas al logro de objetivos de crecimiento y equidad. Es probable que el uso de la ponderación en función del riesgo para la determinación del capital, ya sea mediante el enfoque normalizado o métodos más complejos, provoque un racionamiento del crédito a los sectores que necesitan apoyo desde una perspectiva de desarrollo. Las directrices de Basilea para calcular el riesgo de crédito pueden hacer aumentar los requisitos de capital para la financiación de pymes (que por lo general se considera que presentan mayores riesgos) y proyectos a largo plazo, y al mismo tiempo abaratar los créditos a las empresas más grandes, incluidas las empresas internacionales que suelen recibir las mejores calificaciones de las agencias de calificación externas.

Por consiguiente, pese a la mayor representación de los países en desarrollo en los foros internacionales, las reformas emprendidas tras la crisis financiera mundial no parecen atender a algunas de sus preocupaciones. La prioridad dada a las reformas prudenciales en un sentido estricto puede ser insuficiente para prevenir futuras crisis. Además, esas son reformas complejas y difíciles de emprender en muchos países en desarrollo y, de hecho, su puesta en marcha dificulta el desarrollo económico.

#### 4. Algunos intentos de segregar las operaciones bancarias

Paralelamente a la adopción de las reformas reguladoras coordinadas por el CEF a nivel internacional, muchos países desarrollados redactaron nuevas leyes nacionales para hacer frente a los riesgos sistémicos de sus sistemas financieros. De todas las propuestas de reforma que surgieron a raíz de la crisis financiera, las más ambiciosas incluyen disposiciones para “segregar” las actividades financieras, que van más allá del enfoque prudencial del marco de Basilea.

El argumento básico para la segregación es que aislar los depósitos de los clientes de las actividades bancarias de riesgo limitaría la probabilidad de corrida bancaria en caso de insolvencia provocada por decisiones de inversión “de casino”. Esa separación también facilitaría la resolución de un grupo bancario en dificultades y reduciría la probabilidad o necesidad de una intervención del Estado para salvar a los bancos que tengan problemas como consecuencia de sus operaciones de alto riesgo. Un precedente histórico es la Ley Glass Steagall de los Estados Unidos, que prohibió a los bancos comerciales que garantizaban depósitos privilegiados participar en actividades de mercado e impidió a los bancos de inversión aceptar depósitos. Esa reforma, que formó parte del *New Deal* de 1933, reguló el funcionamiento del sistema financiero de los Estados Unidos durante más de 65 años, hasta que la Ley de Modernización de los Servicios Financieros

---

Pese a la mayor representación de los países en desarrollo en los foros internacionales, las reformas emprendidas parecen desatender algunas de sus preocupaciones.

---

de 1999 levantó las restricciones que pesaban sobre los bancos.

Los Estados Unidos no volvieron a introducir medidas para acometer una reorganización profunda del sector bancario tras la crisis financiera de 2008-2009, sino que optaron por una norma para restringir algunas de las actividades de los bancos. Entre sus diversas disposiciones, la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección del Consumidor de 2010 incluyó la norma Volcker, que prohíbe dos tipos de actividades. Primero, una entidad bancaria bajo la jurisdicción de los Estados Unidos no puede realizar transacciones por cuenta propia. Esto significa que los bancos no pueden comprar ni vender títulos por cuenta propia<sup>15</sup>. Segundo, la norma prohíbe a los bancos promover y adquirir fondos de cobertura y fondos de capital riesgo o tener una participación en ellos.

A fines de 2013, el Reino Unido promulgó una ley de reforma del sector bancario basada en el llamado Informe Vickers. A diferencia de los Estados Unidos, la reforma no se centraba en prohibir las actividades de riesgo de los bancos, sino en segregar a las instituciones de depósito. Por ello, se decidió separar a la banca comercial de la banca de inversión en una filial con una capitalización distinta. La reforma tenía por objetivo ayudar a aislar a los bancos comerciales nacionales de las conmociones financieras externas y facilitar la resolución de los bancos en dificultades de ser necesario (FSB, 2014b). Las recomendaciones del Informe Vickers eran una respuesta al hecho preocupante, desde la perspectiva del Reino Unido, de que la exposición internacional del sector bancario del país era muchas veces mayor que la economía nacional medida por su PIB. Uno de los objetivos de la segregación era proteger a la banca de actividad predominantemente nacional frente a lo que pudiera ocurrir en las actividades de orientación internacional (Wolf, 2014)<sup>16</sup>. La segregación solo se imponía a los grandes grupos financieros con depósitos estables superiores a 25.000 millones de libras.

---

La segregación de las actividades bancarias limitaría la probabilidad de pánico bancario en caso de pérdidas provocadas por decisiones de inversión "de casino"...

---



---

... y facilitaría la resolución de un grupo bancario en dificultades, reduciendo así la probabilidad de que los gobiernos tengan que proceder a costosos rescates.

---

La Comisión Europea también estudió la posibilidad de acometer una reforma estructural del sistema financiero de la Unión Europea. Sobre la base de las recomendaciones de su Grupo de Expertos de Alto Nivel para la Reforma Estructural del Sector Bancario (la llamada Comisión Liikanen), la Comisión Europea presentó proyectos de reglamentos con una propuesta básica para que las transacciones por cuenta propia y otras actividades de negociación de alto riesgo fueran asumidas por una entidad jurídica separada del resto de las actividades del banco. De aprobarse la reforma, se aplicará únicamente a los bancos con activos superiores a los 30.000 millones de euros, y no solo a los bancos de depósito, sino también a sus matrices y filiales. Francia y Alemania ya han introducido normas parcialmente basadas en las recomendaciones de la Comisión Liikanen.

Las medidas estructurales propuestas por los Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea tienen por objeto disminuir la probabilidad de quiebra de los bancos y sus consecuencias sistémicas al reducir el riesgo que la interconectividad de los bancos supone para los depósitos (Viñals *et al.*, 2013). Una posible forma de reestructurar el sector financiero sería establecer un cortafuego entre los bancos de depósito y los que se dedican a actividades de intermediación en bolsa. No obstante, las iniciativas de segregación, al igual que las propuestas para aumentar los requisitos de capital mínimo, se enfrentan a una fuerte resistencia de los grupos de presión del sector bancario. De hecho, ninguna de las normas de segregación que se abordan más arriba ha entrado aún en vigor. La aplicación de la norma Volcker en los Estados Unidos se ha pospuesto varias veces, y se está estudiando un nuevo aplazamiento, al 21 de julio de 2016, a propuesta de los reguladores del país. En el Reino Unido, los reguladores esperan ultimar normas en 2016 y que los bancos les den pleno cumplimiento para 2019, pero hay una considerable resistencia del sector.



Aún no está claro si esas medidas podrán impedir que los grandes bancos sigan creciendo y facilitar su gestión y control por las autoridades gubernamentales. Las presiones de algunos agentes financieros han hecho que las regulaciones propuestas sean mucho más complejas de lo necesario. Las excepciones, la falta de claridad de las definiciones y las decisiones de las autoridades de supervisión podrían debilitar los resultados de las reformas. En los Estados Unidos hay importantes excepciones a la prohibición de realizar transacciones por cuenta propia y otras actividades de negociación. Cabe citar, entre otras, la autorización de las actividades de cobertura destinadas a mitigar riesgos, las transacciones por cuenta propia con instrumentos de deuda del Gobierno de los Estados Unidos y las actividades de creación de mercado. La falta de una definición clara de las transacciones por cuenta propia permite

a los bancos decidir por sí mismos las actividades de negociación que están o no autorizadas. Y, a pesar de las reformas de Alemania y Francia, parece que lo que se pretende es mantener el modelo de banca universal, aunque los supervisores nacionales tendrán discrecionalidad para separar ciertas actividades del negocio bancario básico, pero solo cuando consideren que la solvencia de una institución financiera esté en peligro.

Por consiguiente, queda por ver hasta qué punto las diversas medidas de reforma regulatoria y estructural serán suficientemente eficaces para reducir la complejidad e interconectividad de los grandes bancos a fin de hacerlos más seguros, y si disuadirán a esos bancos de seguir creciendo, o contribuirán a revertir las tendencias de la concentración de la banca a largo plazo.

---

## C. Surgimiento del sistema bancario paralelo

---

### 1. Aparición y principales características del sistema bancario paralelo

---

Tras la crisis financiera mundial de 2008-2009, los grandes bancos redujeron algunas de sus actividades crediticias para corregir sus balances y adaptarse a las regulaciones más estrictas. Ello ha hecho que el crédito de los bancos al sector privado de los países desarrollados registre una tendencia a la baja.

A pesar de esta evolución, la deuda mundial total creció en 57 billones de dólares entre 2007 y 2014, lo que hizo que la relación entre la deuda mundial y el PIB aumentara 17 puntos porcentuales, hasta un 286% del PIB (McKinsey, 2015). El crecimiento del endeudamiento se registró principalmente fuera del sistema bancario regulado tradicional. En los países desarrollados, algunas formas de financiación no bancaria, como los bonos empresariales y

el crédito emitido por instituciones no bancarias, se han disparado desde la crisis mundial. Entretanto, los directivos de los bancos han seguido excluyendo actividades de sus balances después de titularizar paquetes de préstamos para venderlos en los mercados. Si bien ha perdido importancia respecto de antes de la crisis, la titulización sigue siendo significativa: en 2014, el 32% del volumen de deuda de los hogares (principalmente hipotecas y préstamos con tarjetas de crédito) de los países desarrollados estaba titularizado, frente al 36% en 2007 (McKinsey, 2015).

El paso de la intermediación crediticia del sector bancario al no bancario refleja la importancia que ha ido adquiriendo el sector de gestión de activos. (IMF, 2015). Se trata de un sector integrado por inversores institucionales, como las aseguradoras, y fondos de inversión, como los fondos de cobertura y los fondos mutuos, además de entidades fuera de balance, como las entidades de finalidad específica, que compran y

venden valores y otros activos financieros<sup>17</sup>. La financiación mediante los mercados de capitales recurre tanto a mecanismos de “financiación directa”, en que los inversores soportan todo el riesgo crediticio, como al llamado sistema bancario paralelo. Ambos complementan los servicios bancarios tradicionales (pero también compiten con ellos) y son fuentes alternativas de financiación de la actividad económica real. La actividad bancaria paralela, sin embargo, plantea una serie de peligros para la estabilidad financiera, ya que desempeña las mismas funciones que la banca tradicional sin una regulación adecuada.

En el sistema bancario paralelo, la intermediación crediticia se desarrolla con menor transparencia que en la banca tradicional. En ese sistema, los agentes reciben depósitos (al igual que los bancos) o aceptan inversiones similares a depósitos, conceden créditos y proceden a la transformación de vencimientos y liquidez, a menudo recurriendo a técnicas de apalancamiento para aumentar la rentabilidad. Convierten pasivos a corto plazo, como las participaciones similares a depósitos en los fondos mutuos de inversión del mercado monetario, en una amplia gama de activos a largo plazo —desde títulos del Estado hasta bonos emitidos mediante complejas técnicas de titulización—. Las empresas financieras que se dedican a la intermediación similar a la bancaria están sujetas a menos restricciones de tamaño y apalancamiento, pero no tienen acceso a garantías de liquidez explícitas. Esto hace que el sistema bancario paralelo sea intrínsecamente frágil.

El papel del sistema bancario paralelo en la crisis financiera de 2008 es bien conocido y ha sido documentado y analizado en anteriores informes de la UNCTAD (por ejemplo, *TDR 2009* y *2011*). El G20 y el CEF han señalado varios problemas en ese sistema que contribuyen a la fragilidad financiera mundial. Sin embargo, no se ha hecho lo suficiente en lo que respecta a la regulación del sistema bancario paralelo. Es evidente que se necesitan reformas más ambiciosas.

La actividad bancaria paralela es el resultado de la desregulación del sistema financiero observada

en los últimos cuarenta años. Este sistema basado en el mercado se desarrolló principalmente en los llamados países anglosajones, y posteriormente se extendió a la mayoría de los demás países, incluidos los países en desarrollo. En el proceso, los inversores institucionales (como las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos mutuos) pasaron a ser importantes participantes en los mercados financieros mundiales, y el tamaño de los activos que gestionan alcanzó rápidamente el nivel de los del sistema bancario. Posteriormente, la mayor parte de las instituciones acudieron a gestores de activos especializados para que las ayudaran a invertir, lo que impulsó el crecimiento de los mercados de valores en los años ochenta y del sector de los fondos de cobertura en los noventa. La inversión directa de los inversores institucionales constituyó una fuente

de financiación estable y fiable para los prestatarios y brindó a los inversores la oportunidad de tener una cartera diversificada de activos financieros.

El desarrollo de formas innovadoras de intermediación en los mercados permitió a muchos gestores de activos (como los fondos de cobertura) y agentes de bolsa (que a menu-

do pertenecen a conglomerados financieros) ampliar sus inversiones mediante un apalancamiento en el sistema financiero y la financiación de las adquisiciones de activos con su deuda. Como una proporción considerable de la deuda emitida por los intermediarios era a corto plazo, las empresas financieras procedían a una transformación de vencimientos. En el sistema bancario tradicional, la intermediación entre depositantes y prestatarios se produce en una única entidad. En cambio, en el proceso de intermediación crediticia del sistema bancario paralelo puede intervenir no solo una, sino una red de instituciones financieras especializadas que canalizan la financiación de los prestamistas a los inversores mediante múltiples transacciones e instrumentos de crédito basados en el mercado.

Un sencillo ejemplo facilita la comprensión del funcionamiento básico del sistema bancario paralelo. El prestamista típico de la cadena de intermediación crediticia es un hogar que invierte su efectivo disponible en acciones de fondos mutuos de inversión

---

En el sistema bancario paralelo, la intermediación crediticia se caracteriza por una menor transparencia y regulación y un mayor apalancamiento que en la banca tradicional.

---

del mercado monetario en busca de un rendimiento mayor que el que suele ofrecer un depósito en un banco comercial<sup>18</sup>. El prestamista también puede ser el tesorero de una gran empresa que quiera invertir su efectivo disponible en un instrumento distinto de los depósitos bancarios, que en la mayoría de los países no están garantizados para grandes sumas. En el sistema bancario paralelo, el prestatario final es cualquier entidad que emita valores (es decir, un gobierno o una empresa privada) para financiar sus gastos o inversiones. También puede ser un hogar cuyos préstamos o deudas (por ejemplo, hipoteca o deuda de las tarjetas de crédito) sean titulizados en paquetes por bancos o instituciones financieras especializadas. Los bonos titulizados (incluidos los valores estructurados) son, de hecho, un componente clave del sistema bancario paralelo. Los recursos en efectivo de los fondos mutuos de inversión del mercado monetario y las empresas se invierten en títulos de deuda a corto plazo (es decir, pagarés de empresa y letras del Tesoro o cualquier deuda de pronto vencimiento) y en acuerdos de recompra (repos) a corto plazo (a menudo un día). Los repos son un tipo de préstamos respaldados por garantías, por lo que parecen más seguros que los depósitos bancarios no garantizados (véase el recuadro 4.1). Las inversiones en letras o en pagarés de empresa no conllevan riesgos de vencimiento importantes, puesto que la financiación a corto plazo se acompaña de inversiones a corto plazo. Sin embargo, con frecuencia el prestatario acaba utilizando los recursos líquidos obtenidos mediante repos para comprar directamente un valor u otro activo a largo plazo, de manera que el sistema realiza una transformación de vencimiento similar a la de los bancos pero menos transparente. De hecho, el agente de bolsa puede utilizar los fondos obtenidos mediante repos para comprar valores de alta calidad, que luego utiliza como garantía para la transacción<sup>19</sup>. Se suelen utilizar fondos de cobertura en los repos y otros tipos de préstamos a corto plazo para el apalancamiento de inversiones.

La actividad bancaria paralela está creciendo fuertemente en las economías en desarrollo, aunque las etapas de las cadenas de intermediación crediticia tienden a ser más sencillas. No obstante, todavía puede crear riesgos sistémicos, tanto de manera directa, a medida que aumenta su importancia en el sistema financiero general, como indirecta, a través de sus interconexiones con el sistema bancario regulado (Ghosh *et al.* 2012).

## 2. Dimensión de la actividad bancaria paralela

El perímetro del sistema bancario paralelo y su magnitud global son actualmente objeto de debate. El CEF, que desde 2011 participa en un proyecto mundial para vigilar y medir las actividades bancarias paralelas, las definió inicialmente como actividades de intermediación crediticia con entidades ajenas al sistema bancario ordinario (FSB, 2014c). Según esta definición, la dimensión del sistema viene determinada por el volumen de los activos financieros totales de los intermediarios financieros no bancarios, a excepción de las compañías de seguros, los fondos de pensiones y las instituciones financieras públicas (que están regulados). Muchos consideraron que esta definición era demasiado amplia. Abarca las actividades no apalancadas de los gestores de fondos que administran inversiones en nombre de sus clientes, quienes asumen directamente las ganancias y pérdidas, por lo que no hay intermediación en sí. En respuesta a esto, el CEF comenzó a aplicar un criterio más estricto, excluyendo las actividades financieras no bancarias que no tienen relación directa con la intermediación crediticia (por ejemplo, las transacciones de los fondos de capital no apalancados) o que están consolidadas prudencialmente en grupos bancarios (por ejemplo, los productos titulizados de los bancos y los activos obtenidos en las actividades de intermediación de los bancos universales).

El FMI ha propuesto medir el volumen de los pasivos “no básicos” tanto de los bancos como de las instituciones financieras no bancarias para estimar la dimensión del sistema bancario paralelo (IMF, 2014). Son pasivos no básicos todas las fuentes de financiación de las empresas financieras distintas de los depósitos bancarios. Según esta definición, que incluye toda la intermediación financiera no tradicional, la titulización también forma parte de la actividad bancaria paralela, independientemente de que sea llevada a cabo directamente por un banco en el balance o indirectamente a través de una entidad de finalidad específica. El FMI también ha propuesto un criterio más estricto para medir el sistema bancario paralelo, que excluye la deuda interbancaria.

Sobre la base del criterio de medición amplio aplicado por el CEF, la actividad bancaria paralela ha aumentado considerablemente desde 2002, en

**Recuadro 4.1****REPOS: LA TRANSACCIÓN BÁSICA DEL SISTEMA BANCARIO PARALELO**

Un acuerdo de recompra (o repo) es una adquisición de fondos mediante la venta de valores, con un acuerdo simultáneo del vendedor de recomprar esos valores—u otros sustancialmente similares— en una fecha posterior, a menudo al día siguiente. El prestatario paga intereses a un tipo negociado con el prestamista, y asume el riesgo y el rendimiento de esa garantía, de manera que la función del valor objeto de la transacción es únicamente la de garantía para el prestamista. Por lo tanto, los repos son una forma de préstamo garantizado de fondos a corto plazo. En la práctica, sin embargo, una parte considerable de los fondos utilizados permanece en reposo durante períodos relativamente prolongados al renovarse los contratos diarios. En ese sentido, los repos son para el prestatario una fuente de financiación similar a los depósitos. Entretanto, los propietarios de los fondos pueden tratarlos prácticamente como depósitos a la vista, ya que pueden acceder fácilmente al efectivo, en caso necesario, al no renovar o prorrogar el repo.

Los repos son atractivos para los tesoreros de las empresas y otros titulares de importante efectivo disponible porque pueden obtener una tasa de rentabilidad de mercado garantizada hasta su utilización para los pagos. Además, los repos pueden parecer más seguros que los depósitos bancarios, que no están protegidos por una garantía de depósito para las grandes sumas. Los repos, al igual que los pagarés de empresa, también son un producto de inversión típico para los fondos mutuos de inversión del mercado monetario, cuyos accionistas también son prestamistas de última instancia en el sistema bancario paralelo.

En la transacción de repo, el prestatario puede utilizar el efectivo para financiar una posición larga en el activo utilizado como garantía, por una cantidad y a un precio que refleje el valor proporcionado al prestamista (ICMA, 2015). Los agentes de bolsa también organizan con frecuencia repos en reversa para tomar en préstamo los valores que desean comprometer en un repo; al simultanear un repo y un repo en reversa, pueden beneficiarse de la diferencia de los tipos de interés. Los agentes también utilizan repos en reversa para adquirir valores a fin de realizar una venta al descubierto.

La ventaja de los repos para los prestatarios, incluidos los bancos comerciales y los agentes de bolsa, es que no están obligados a mantener reservas sobre los fondos obtenidos mediante los repos<sup>a</sup>. Otra ventaja es la flexibilidad para anotar estas transacciones en los libros, al menos en el caso de las empresas que operan en los Estados Unidos con arreglo a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA). Por ejemplo, algunos prestamistas optan por anotar la titularidad de los valores en lugar de la titularidad de los repos, lo que puede considerarse menos arriesgado y, por lo tanto, menos costoso desde el punto de vista de los requisitos de capital. Para los prestatarios, los activos vendidos en repos pueden eliminarse (temporalmente) de los balances, ocultando así el verdadero nivel de apalancamiento (ICMA, 2015)<sup>b</sup>.

El “refugio seguro” que representan los repos en caso de quiebra ha sido un factor que ha contribuido significativamente al crecimiento de la actividad bancaria paralela (Gorton and Metrick, 2009). En los Estados Unidos, los repos están exentos de normas básicas de la quiebra como la paralización automática del cobro de la deuda prevista en el capítulo 11 del Código de Quiebra de los Estados Unidos. Con arreglo a la legislación de Nueva York (la jurisdicción principal para los repos en los Estados Unidos), una parte en un contrato de repo está autorizada a aplicar unilateralmente las cláusulas de rescisión del acuerdo si la otra parte se declara en quiebra vendiendo la garantía para recuperar el depósito. Sin esa protección, una parte en un repo sería deudora en los procedimientos de quiebra (Gorton and Metrick, 2009)<sup>c</sup>. En Europa, el repo transfiere la titularidad legal de la garantía del vendedor al comprador mediante una venta directa. Por consiguiente, en los principales centros financieros, los repos pueden actuar para los grandes depositantes como sustitutos de los depósitos a la vista garantizados.

particular en las economías desarrolladas, y cabe señalar que siguió aumentando después de la crisis financiera. Según las estimaciones, a finales de 2013 su dimensión global en términos de activos ascendía a 75,2 billones de dólares, es decir, alrededor de una cuarta parte de la intermediación financiera total en todo el mundo, lo que representa un mercado

aumento en comparación con 67 billones de dólares en 2011 y 71 billones en 2012. Los mayores sistemas bancarios paralelos están ubicados en los Estados Unidos, la eurozona y el Reino Unido (gráfico 4.2), pero la intermediación bancaria paralela también se ha ido expandiendo en algunos países en desarrollo como China (véase el recuadro 4.2).

**Recuadro 4.1 (continuación)**

Una característica interesante de los repos es que la garantía prestada por un cliente a su agente también puede ser utilizada por este, para sus propios fines, como garantía ante un tercero ajeno a la transacción. Por lo tanto, la misma garantía puede respaldar múltiples transacciones. De hecho, los agentes pueden rehipotecar los activos recibidos como garantía, por ejemplo de un fondo de cobertura, para acceder al dinero que prestan a su cliente. El cliente que tomó el dinero prestado (el fondo de cobertura) puede utilizar sus activos adicionales para una nueva transacción de repo. El agente utiliza el valor para conseguir más fondos, y así *ad infinitum* (Singh and Aitken, 2010). El apalancamiento ilimitado tiene limitaciones prácticas. Los participantes en el mercado suelen aplicar recortes de valoración (un porcentaje de descuento) a los activos de garantía del repo para calcular su precio de compra. Aplicar recortes equivale a pedir una sobregarantía. El ajuste tiene por objeto tener en cuenta las pérdidas imprevistas que una parte en el acuerdo de repo pueda afrontar al comprar (o vender) los valores por incumplimiento de la otra parte. Los recortes limitan el apalancamiento. Por ejemplo, un fondo de cobertura que financie su posición de activos mediante un repo (y utilizando el activo adquirido como garantía) tendrá que comprar parte de su posición con sus propios recursos. Una multiplicación infinita también tropezaría con los límites de crédito impuestos por las instituciones financieras a sus contrapartes y, si se aplican, con los límites establecidos por las restricciones regulatorias.

Según la International Capital Market Association (ICMA), hay grandes mercados de repos en Europa, los Estados Unidos, América Latina y el Japón, y están surgiendo rápidamente mercados de repos (si bien aún relativamente pequeños) en China y varios países africanos. Los contratos de repo vigentes en el mercado de repos europeo ascendían a un total estimado de 5,5 billones de euros en diciembre de 2014, pero esa estimación no es exhaustiva, ya que solo incluye a los participantes más activos en el mercado de repos europeo (ICMA, 2015). El Banco de la Reserva Federal de Nueva York informó de que las operaciones de repos en curso de los agentes primarios (que pueden representar hasta el 90% del mercado estadounidense) ascendieron a casi 5 billones de dólares en 2014. El Centro de la ICMA en la Universidad de Reading ha señalado que, si bien el mercado mundial de repos se ha contraído desde 2007, puede haberse cifrado en 15 billones de euros en 2012. Gorton y Metrick (2009) sugieren una cifra hasta tres veces mayor en el caso los Estados Unidos.

- <sup>a</sup> Si se trata de bancos, puede ser aplicable el coeficiente de apalancamiento, según las normas de contabilidad de las jurisdicciones en que estén basados.
- <sup>b</sup> Las empresas suelen aprovechar lagunas específicas de los PCGA de los Estados Unidos. Para que en el balance quede claro qué bienes se han vendido en repos, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) exigen que los valores aportados en un repo se reclasifiquen de “inversiones” a “garantías” y se compensen con una obligación de “préstamo garantizado”.
- <sup>c</sup> Según Morrison y otros (2014), los datos demuestran que las exenciones aplicables a los repos respecto de la aplicación normal del Código de Quiebra distorsionan las decisiones de las empresas financieras sobre estructura de capital al subvencionar la financiación a corto plazo en detrimento de otros canales de deuda más seguros, como la financiación a largo plazo. Cuando las empresas financieras prefieren la deuda volátil a corto plazo a la deuda más estable a largo plazo, estas (y en general los mercados) tienen más probabilidades de experimentar un “pánico” en caso de perturbación en el mercado, como la caída de los precios de la vivienda ocurrida durante la crisis financiera mundial.

Otras formas de actividad bancaria paralela registraron una tendencia de crecimiento similar hasta 2007, pero esta cambió después de la crisis, cuando se estancó o disminuyó, según las mediciones del FMI<sup>20</sup>. Ello se debió principalmente, tanto en los Estados Unidos como en la eurozona, a la escasa actividad de los emisores de valores respaldados

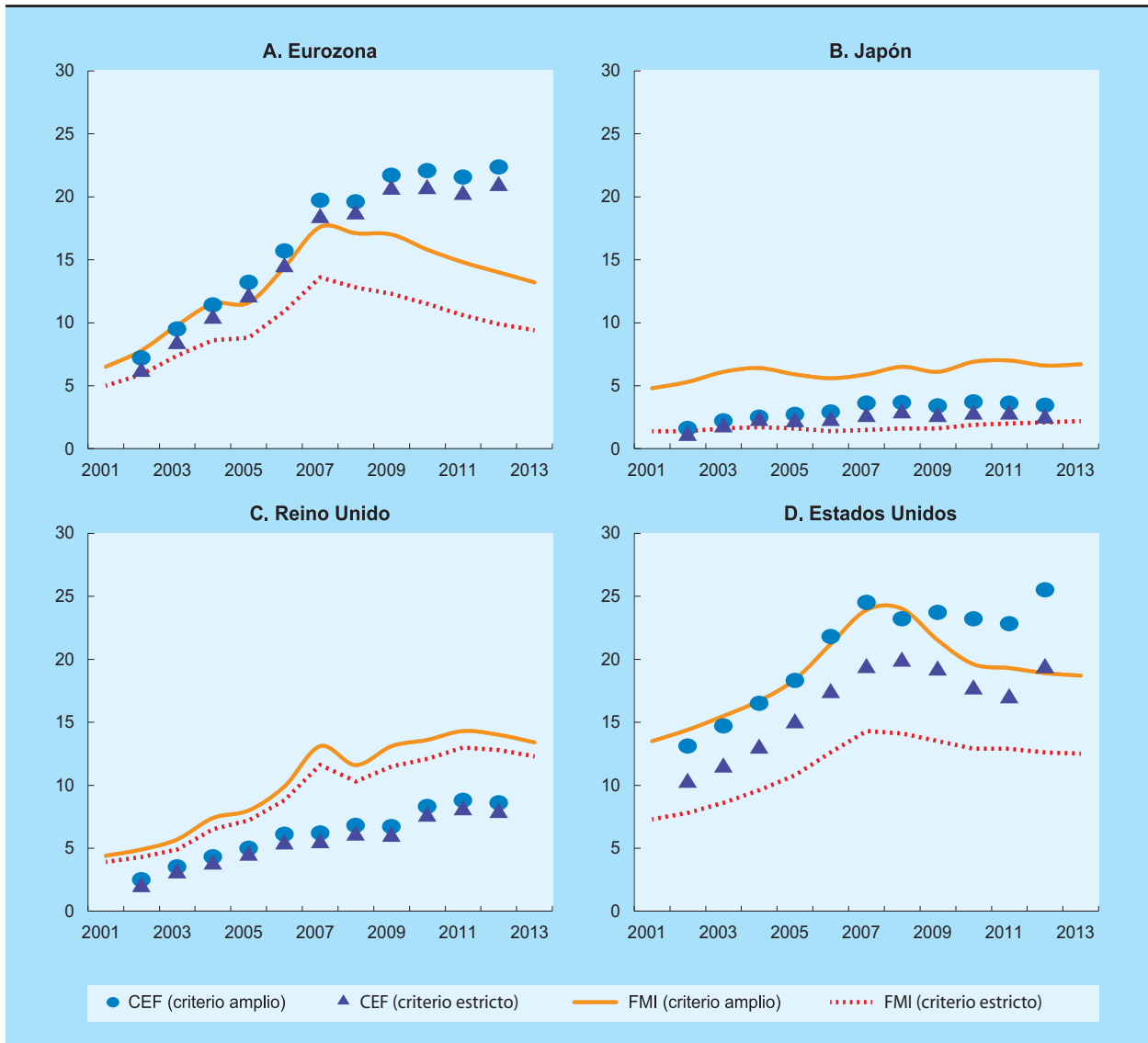
por activos y a una caída de la emisión de deuda de los bancos comerciales. Las participaciones en los fondos mutuos de inversión del mercado monetario, que también disminuyeron después de la crisis, contribuyeron aún más a la reducción de los pasivos no básicos totales. En cambio, las estimaciones del CEF indican un repunte de la actividad bancaria



Gráfico 4.2

### DIMENSIÓN DE LA ACTIVIDAD BANCARIA PARALELA SEGÚN DISTINTOS CRITERIOS DE MEDICIÓN, 2001-2013

(Billones de dólares)



Fuente: Harutyunyan y otros, 2015; y CEF, 2014c.

paralela tras el leve descenso de 2008, lo que refleja un aumento de los volúmenes intermediados por los fondos de inversión y los efectos de valoración positivos tras la recuperación de los precios de los activos respecto de sus bajos valores de 2008-2009.

No obstante, la dimensión de la actividad bancaria paralela tiende a subestimarse demasiado, ya que la mayoría de los criterios de medición excluyen a las entidades bancarias paralelas domiciliadas en

muchos centros financieros transnacionales o paraísos fiscales. El CEF reconoció que la incorporación de datos de esos centros transnacionales, que no son jurisdicciones miembros del CEF, ayudaría a colmar lagunas en el actual ejercicio de vigilancia mundial. Esas lagunas pueden ser importantes, puesto que las entidades financieras trasladan una parte considerable de sus actividades paralelas a centros transnacionales para evitar las regulaciones de sus países de origen.

## Recuadro 4.2

## LA ACTIVIDAD BANCARIA PARALELA EN CHINA

En China, la aparición de un sistema bancario paralelo es bastante reciente, puesto que los bancos han dominado por completo el sistema de crédito desde las reformas del mercado de finales del decenio de 1970. Incluso ya a finales de 2008, los préstamos bancarios representaban casi el 90% del crédito pendiente en China (Elliott *et al.* 2015; Elliott and Yan, 2013). Las reformas de los sectores financiero y bancario del país en las décadas de 1990 y 2000 (Okazaki, 2007; Kruger 2013) aumentaron la sofisticación de los instrumentos financieros y también facilitaron la elusión de los controles de los organismos de regulación.

En China, los préstamos paralelos se otorgan por conducto de una amplia gama de entidades recurriendo a las cinco principales fuentes de financiación: los productos de gestión patrimonial, los préstamos comisionados, los préstamos fiduciarios, las empresas de financiación y los préstamos informales. Muchas actividades bancarias paralelas están específicamente diseñadas para eludir la regulación bancaria y, por lo tanto, pueden considerarse formas de arbitraje regulador interno (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). Por ejemplo, pese a la limitación máxima del volumen de los préstamos de los bancos y a las restricciones de los préstamos a prestatarios de riesgo potencial (como los gobiernos locales por sus instrumentos de financiación, los promotores inmobiliarios, las empresas de extracción de carbón y las empresas de construcción naval), esos préstamos de hecho siguieron aumentando porque se canalizaban a través de créditos en el sistema bancario paralelo.

Los productos de gestión patrimonial ofrecen una rentabilidad basada en el rendimiento de los activos subyacentes (un préstamo simple o una cartera de préstamos), por lo general superior a las tasas de los depósitos bancarios a las que las autoridades monetarias imponen límites máximos, lo que permite una liberalización “sigilosa” de los tipos de interés (Kruger, 2013). Se promueven como instrumentos de bajo riesgo y un considerable número de ellos ofrecen una rentabilidad garantizada (IMF, 2014). Los préstamos comisionados son préstamos entre empresas en que una empresa actúa como el prestamista de última instancia e inscribe el préstamo en el activo de su balance, mientras que los bancos actúan como intermediarios a cambio de una comisión. Por lo general, los fondos de los préstamos comisionados se canalizan a activos como bienes inmuebles y acciones, y son un riesgo potencial para la estabilidad financiera porque generan una nueva ronda de crédito y un mayor apalancamiento. Existen otras vías por las que las empresas no financieras se ofrecen créditos entre ellas, como el descuento de aceptaciones bancarias, que también puede utilizarse para aumentar el apalancamiento (Elliott *et al.*, 2015).

Las sociedades de garantía, creadas inicialmente para ayudar a las pymes a acceder a préstamos bancarios, cobran una comisión a los solicitantes del crédito y a cambio actúan como avalistas ante el banco, comprometiéndose a pagar por las pérdidas incurridas en caso de impago. En efecto, la sociedad de “garantía de crédito” vende al banco un seguro para un préstamo de riesgo y el prestatario debe asumir la prima. Al igual que cualquier plan de seguros, este mecanismo puede ser arriesgado si hay correlación entre los riesgos de los prestatarios. Por último, otras formas de intermediación son los préstamos informales de los prestamistas particulares (como las casas de empeño y los prestamistas informales) a familias y pequeñas empresas.

Las estimaciones independientes de la dimensión de la actividad bancaria paralela en China varían enormemente, desde entre un 8% y un 22% del PIB hasta un 70% del PIB en 2013 (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). Según el FMI (2014), la financiación social mediante actividades bancarias paralelas había aumentado al 35% del PIB a principios de 2014, y está aumentando a un ritmo dos veces superior al de los créditos bancarios. El valor de los activos totales de los productos de gestión patrimonial representaba el 25% del PIB, tras aumentar un 50% desde principios de 2013 y triplicarse desde principios de 2011. Según las definiciones más amplias de la actividad bancaria paralela, el sector bancario paralelo de China sigue siendo mucho más reducido respecto de su PIB que los de los Estados Unidos (150%), el Reino Unido (378%) y muchos países de la eurozona.

En el marco de sus esfuerzos por limitar los riesgos asociados al sector financiero informal, las autoridades chinas establecieron garantías para los depósitos bancarios de hasta 500.000 yuan por depositante y banco en abril de 2015, tanto para los particulares como para las empresas. Así se aclararía la distinción entre los depósitos bancarios y los productos de gestión patrimonial desprotegidos, pero es probable que siga habiendo intensas presiones políticas para que se intervenga y se rescate a los inversores desprotegidos cuando esos sistemas fallen (EIU, 2015). Los funcionarios han señalado con frecuencia que el Gobierno no respaldará las transacciones bancarias paralelas de los bancos, aunque la cuestión es compleja, habida cuenta de que en China la banca está en manos del Gobierno en forma de acciones.

### 3. Riesgos asociados a la actividad bancaria paralela

La especialización de las distintas instituciones que participan en la cadena de intermediación del sistema bancario paralelo permite a prestamistas y prestatarios evitar los diferenciales de crédito y otras comisiones que cobran los bancos tradicionales. En ese sentido, la actividad bancaria paralela puede propiciar una mayor eficiencia gracias a la especialización, con menores costos para los clientes y una competencia saludable para los bancos. Se ha argumentado que la titulización permite la movilización de activos ilíquidos, por lo que amplía el abanico de posibles prestamistas, y que las técnicas de financiación estructurada pueden servir para adaptar la distribución de riesgos y rendimientos a fin de responder mejor a las necesidades de los inversores de última instancia (IMF, 2014). No obstante, las actividades que se asemejan a las transacciones bancarias, en particular la aceptación de depósitos, crean riesgos financieros específicos. A diferencia de los bancos, a los que las autoridades imponen requisitos de capital y otras normas, las transacciones del sistema bancario paralelo no están reguladas y carecen de garantías de crédito explícitas del sector público o de acceso a liquidez de apoyo de los bancos centrales. Por lo tanto, los problemas de la cadena de intermediación pueden provocar una crisis sistémica en todo el sistema financiero.

Desde la crisis de 2008, se ha destacado que varias características del sistema bancario paralelo resultan sumamente problemáticas para la estabilidad financiera. Una importante preocupación es la calidad de varios productos financieros que se negocian en ese sistema. Algunos de los préstamos titulizados en paquetes para su venta en el mercado (es decir, valores respaldados por activos) a menudo no cuentan con una garantía suficiente, ya que los emisores no anotan los riesgos en sus balances, sino que los trasladan a los compradores (Coval *et al.*, 2008)<sup>21</sup>. Como ha demostrado la crisis de 2008, el “modelo de creación y distribución de crédito” entraña riesgo moral. Es probable que los

bancos sean más cuidadosos en su evaluación de riesgos cuando prevén anotar un préstamo en sus libros, mientras que la titulización puede provocar un debilitamiento de las normas de concesión de préstamos y un deterioro de la calidad de los créditos. Son motivo de especial preocupación las estructuras de titulización complejas (por ejemplo, las obligaciones de deuda garantizadas), en las que es particularmente difícil evaluar los riesgos.

Una segunda preocupación, directamente relacionada con la estabilidad macroeconómica, es que la actividad bancaria paralela es muy procíclica. Cuando los precios de los activos son altos, el valor de las garantías de los repos aumenta, lo que propicia un mayor apalancamiento. Por consiguiente, la actividad bancaria paralela contribuye a que aparezcan burbujas de precios de los activos (Pozsar *et al.*, 2013), así como a una contracción del crédito cuando un ciclo financiero concluye repentinamente. Algunos tipos de garantías utilizadas en transacciones pueden incluso llegar a ser inaceptables en períodos de agitación.

De hecho, una tercera preocupación es que el sector bancario paralelo está especialmente expuesto al riesgo de que los clientes retiren fondos de manera repentina y masiva. En efecto, el pánico de 2007-2008 fue producto de una corrida del mercado de repos provocada por la retirada de acuerdos de recompra (Gorton and Metrick, 2009). La incertidumbre sobre el valor real de los activos que servían de garantía provocó una oleada de reembolsos en el mercado de repos.

Una cuarta preocupación se refiere al efecto de contagio de la corrida en el sistema bancario paralelo al resto del sistema financiero. El contagio puede producirse a través de los precios de los activos. En caso de corrida en el sistema bancario paralelo, la venta masiva de activos puede repercutir en los precios de los activos financieros y reales y afectar directamente a la determinación del valor de mercado de los valores en los libros de los bancos tradicionales. Otro mecanismo de contagio tiene que ver con el hecho de que los bancos también financian actividades en el mercado mayorista, donde la falta de

---

La actividad bancaria paralela puede propiciar una mayor eficiencia gracias a la especialización, con menores costos para los clientes y una competencia saludable para los bancos, pero muchas de sus características son sumamente problemáticas para la estabilidad financiera.

---

liquidez causada por las actividades bancarias paralelas puede inducir a los bancos a proceder a un rápido desapalancamiento. Esto puede provocar una nueva caída de los precios y crear un bucle de retroalimentación negativa. Esos efectos indirectos también se producen a nivel internacional. Por último, dado que los bancos y las compañías de seguros proporcionan a las entidades paralelas líneas de liquidez de apoyo y garantías implícitas a sociedades instrumentales, todo incidente en el sector bancario paralelo puede afectar directamente a los intermediarios tradicionales (Greene and Broomfield, 2014).

#### 4. Insuficiencia de las reformas

Es sorprendente que, hasta el momento, las reformas de la regulación hayan prestado relativamente poca atención a las muchas entidades y actividades del sistema bancario paralelo. En realidad, el hecho de que se centren principalmente en la reforma del sector financiero regulado podría provocar incluso el desplazamiento de las actividades bancarias hacia el sistema paralelo, como se ha indicado anteriormente (véase también IMF, 2014).

En la cumbre del G20 celebrada en Seúl en noviembre de 2010, los dirigentes pidieron al CEF que formulara recomendaciones para reforzar la supervisión y regulación de las actividades bancarias paralelas<sup>22</sup>. En respuesta, el CEF elaboró un marco para llevar a cabo ejercicios de supervisión anuales a fin de identificar entidades y actividades de intermediación crediticia y evaluar las tendencias y los riesgos mundiales del sistema bancario paralelo<sup>23</sup>. Las recomendaciones del CEF para mejorar la infraestructura de los mercados y la resiliencia de las instituciones están siendo estudiadas actualmente por las autoridades nacionales. Abordan varios problemas reconocidos, como la fuerte dependencia de algunos intermediarios de la financiación mayorista a corto plazo, el debilitamiento de las normas de concesión de préstamos debido a ciertos activos titulizados y productos estructurados, y la falta general de transparencia que esconde un aumento del apalancamiento y los desajustes de vencimiento, así como la identidad de quien asume en última instancia los riesgos asociados.

Las reformas propuestas abarcan cuatro esferas (que se examinan más adelante) y algunos países ya han aprobado nuevas regulaciones.

- i) A fin de mitigar los riesgos de la interacción de los bancos con las entidades del sistema bancario paralelo, se ha recomendado establecer requisitos de capital sensibles al riesgo para las inversiones de los bancos en fondos de capital y se ha propuesto un marco de supervisión para medir y controlar las grandes exposiciones de los bancos, en particular respecto de las actividades bancarias paralelas. Los países que son miembros del Comité de Basilea han acordado aplicar plenamente el marco a más tardar en 2019.
- ii) Para limitar las liquidaciones masivas y repentinas, se proponen las siguientes medidas: restringir la aplicación de un valor neto constante a los activos para que el precio de las acciones de esos fondos varíe en función del valor de mercado de los activos de los fondos, imponer colchones de capital, exigir restricciones de reembolso, establecer requisitos de liquidez y vencimiento de las carteras y exigir pruebas de resistencia<sup>24</sup>.
- iii) Con objeto de mejorar la transparencia en la titulización, se recomienda imponer requisitos de retención del riesgo a las entidades promotoras de valores, y exigir a los bancos y demás promotores financieros de operaciones de titulización que anoten parte de los préstamos en sus libros. Esto último fue aprobado por los Estados Unidos en 2014.
- iv) En relación con los acuerdos de repo, en octubre de 2014 la CEF publicó un marco regulador de las operaciones de financiación de valores con objeto de limitar el apalancamiento excesivo y los riesgos de desajustes de vencimiento y liquidez. Consiste en normas cualitativas mínimas para las metodologías utilizadas por los participantes en el mercado que financian valores a fin de calcular los recortes de valoración de la garantía recibida, y en niveles mínimos de recorte numéricos que se aplicarán a los repos que no han sido compensados a través de una cámara central, en los que se ofrece financiación a cambio de una garantía distinta de los títulos

del Estado a entidades que no son bancos ni agentes de bolsa.

En el CEF hay también una labor en curso sobre otras entidades bancarias paralelas para enumerar las entidades que podrían quedar abarcadas, definir los regímenes de regulación y supervisión existentes, determinar las lagunas de esos regímenes y proponer nuevas medidas prudenciales para esas entidades, en caso necesario.

Esas propuestas de reforma de la regulación tienen por objeto transformar el sector bancario paralelo en un sistema de financiación resiliente basado en el mercado. Sin embargo, si bien abordan riesgos específicos, las medidas propuestas parecen ser insuficientes para hacer frente a los riesgos sistémicos inherentes al sistema. Un reto importante de la reforma de la regulación del sistema bancario paralelo es encontrar el modo de asegurar una supervisión apropiada y reducir al mínimo los riesgos para la estabilidad financiera sin impedir las vías de financiación no bancarias sostenibles que no plantean riesgos importantes, en particular cuando el sistema bancario paralelo subsana una carencia.

En el caso de la titulización, la exigencia de una retención de capital en el balance inferior al 5% parece arbitraria y escasa; los inversores aún pueden confundir los fondos mutuos de inversión del mercado monetario con depósitos y ser vulnerables a los movimientos de pánico. En cuanto a los repos, solo se proponen recortes de valoración para las transacciones bilaterales, lo que deja abierta la posibilidad de un gran nivel de rehipotecación (y apalancamiento) en los mercados de compensación centralizada. El CEF incluso abandonó el requisito de recorte mínimo sobre los repos con bonos del Estado que había propuesto inicialmente para encarecer el

apalancamiento respaldado por repos (FSB, 2012). Además, el ejercicio de supervisión del CEF es incompleto, puesto que no prevé la obtención de datos de los centros financieros transnacionales.

Medidas como la imposición a los repos de un impuesto sobre las transacciones financieras, que reduciría significativamente el apalancamiento en el sistema bancario paralelo, no están previstas en el programa de reforma del CEF y han sido duramente rechazadas por la mayoría de los participantes en el mercado (incluidos los bancos centrales)<sup>25</sup>. Se han propuesto otras reformas ambiciosas que responden más a un enfoque basado en el mercado, pero estas no han recibido la debida consideración. Por ejemplo, Gorton y Metrick (2009) han propuesto principios para la regulación de las entidades del sistema bancario paralelo partiendo de la premisa de que cualquier tipo de actividad bancaria debe someterse al marco regulador. Sobre la base de esta premisa, los reguladores tendrían que establecer directrices estrictas sobre los tipos de garantía que se pueden utilizar para los repos y sobre los recortes de valoración mínimos (para limitar el apalancamiento y reducir la rehipotecación). Todavía podrán autorizarse repos no sujetos a ninguna regulación, pero las autoridades tendrán que dejar claro que el comprador del repo no recibirá protección especial en caso de quiebra.

En resumen, pese a algunas iniciativas para endurecer las normas aplicables a determinadas actividades, el sistema bancario paralelo sigue escapando en su mayor parte a la regulación, probablemente por la presión para evitar toda repercusión en el precio de los servicios financieros o en la rentabilidad de las instituciones financieras. Esto significa que los riesgos sistémicos derivados de la naturaleza misma del sistema bancario paralelo podrían seguir poniendo en peligro la estabilidad financiera mundial.



---

## D. Otras cuestiones importantes relacionadas con la regulación financiera

---

La crisis financiera mundial planteó preocupaciones sin precedentes sobre la gobernanza de las instituciones financieras y la falta de transparencia de la información en los mercados financieros. La lista de incentivos distorsionados que originaron la crisis es larga, pero cabe citar en primer lugar el papel de las calificaciones crediticias en las normas de evaluación de riesgos (que se examina más adelante) y, de particular importancia para los países en desarrollo, la ausencia de regulaciones macroprudenciales internacionales para controlar los movimientos de capital internacionales especulativos. En este contexto, los bancos extranjeros con sucursales y filiales en países en desarrollo son importantes canales para la transmisión de los efectos financieros mundiales a esas economías y, por consiguiente, plantean problemas de regulación específicos.

### 1. **Agencias de calificación crediticia: Necesidad de algo más que un código de conducta**

---

Las agencias de calificación crediticia son en la actualidad una institución fundamental de los mercados financieros<sup>26</sup>. Al calificar a los grandes prestatarios empresariales, los bonos soberanos, los bonos municipales, las obligaciones de deuda garantizadas y otros instrumentos financieros, las agencias de calificación orientan a los posibles inversores sobre la solvencia crediticia del prestatario. El papel de las calificaciones es ofrecer a los inversores información y opiniones sobre la posibilidad de que un emisor de bonos incumpla sus compromisos. Los servicios de calificación están dirigidos tanto a obligacionistas no especializados (por ejemplo, la población general y

las pequeñas empresas financieras) como a inversores especializados (es decir, intermediarios financieros como bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones). Ayudan a los primeros proporcionando la información necesaria para evaluar la solvencia crediticia de los prestatarios, y pueden ayudar a los segundos a obtener información sobre mercados de bonos desconocidos o nuevas actividades crediticias.

Las actividades de las agencias de calificación, conocidas por las noticias sobre calificaciones, repercuten en la asignación de activos, ya que las calificaciones contribuyen a la determinación de los tipos de interés, o el precio, que los prestatarios deben pagar para conseguir financiación. La dependencia de las calificaciones crediticias ha ido aumentando con el desarrollo de los mercados financieros y el uso de las calificaciones en las regulaciones, normas y directrices de inversión a nivel nacional e internacional, como lo demuestran sus frecuentes referencias a las calificaciones de las agencias. Constituyen un componente fundamental del cálculo del riesgo regulatorio, y pueden utilizarse para determinar los requisitos de capital de las instituciones bancarias. También influyen en las decisiones sobre si los activos calificados pueden utilizarse como garantía, y determinan puntos de referencia para las estrategias de los gestores de activos. El marco de Basilea II sobre el nivel de recursos propios permite a los bancos tener en cuenta las evaluaciones crediticias externas del prestatario —o de valores específicos emitidos por el prestatario— para determinar la ponderación del riesgo para las exposiciones de los bancos. Otro ejemplo es la utilización por muchos bancos centrales de las evaluaciones que hacen las agencias de calificación de los instrumentos financieros que aceptan para operaciones en el mercado abierto, como garantía y para compra directa.

No obstante, ahora se ha empezado a reconocer que el uso generalizado de esas calificaciones constituye una amenaza para la estabilidad financiera y una causa de riesgos sistémicos.

La crisis financiera mundial de 2008-2009 sirvió como recordatorio de una serie de graves problemas en el sector de las calificaciones. Resultó evidente que muchas calificaciones, como las relativas a las obligaciones de deuda garantizadas y otros valores de alto riesgo, también del Estado, se habían inflado artificialmente. Ello se debió al modelo operativo de las agencias de calificación, que presenta graves conflictos de interés: esencialmente, las agencias de calificación reciben sus honorarios de los propios emisores de los valores que estas califican<sup>27</sup>. La sobrecalificación de la deuda y la subestimación del riesgo de impago permite al emisor atraer inversores. Los inversores del “lado comprador” pueden tener incentivos para aceptar calificaciones infladas, puesto que ello les proporciona mayor margen para la adopción de decisiones en materia de inversión y reduce la cantidad de capital que deben retener por sus inversiones. Ello explica también por qué las instituciones compran valores con un precio excesivo (Calomiris, 2009).

La utilización excesiva de las evaluaciones de las agencias de calificación de los productos financieros estructurados contribuyó de manera significativa a la crisis de las hipotecas de alto riesgo de 2007-2008, como bien ha documentado, por ejemplo, el FMI (2010). Sin embargo, el debate es considerablemente anterior a la crisis mundial de 2008, cuando las agencias de calificación claramente no hicieron bien su trabajo al calcular el riesgo de las deudas de alto riesgo. Fueron muy criticadas por su papel en la crisis financiera asiática de 1997 y la burbuja tecnológica de 2001, por haber tardado en anticipar esas crisis, y luego por haber rebajado bruscamente la calificación de los deudores.

La rebaja de las calificaciones ha provocado ventas masivas de valores al tener que adaptarse los participantes en el mercado a las regulaciones y las políticas de inversión (“efectos de precipicio”). La gran inestabilidad que sufrió el mercado europeo de

deuda soberana en 2011 tras una serie de rebajas de calificación es un ejemplo de los vínculos existentes entre las rebajas de calificación y los precios de los instrumentos de deuda. A la inversa, las mejoras de calificación pueden contribuir a la compra automática de activos en “épocas de prosperidad”, que puede impulsar la creación de burbujas financieras. Otra importante preocupación con respecto a las agencias de calificación guarda relación con las deficiencias de su proceso de evaluación crediticia. También causa inquietud que las calificaciones de esas agencias, que se basan en criterios subjetivos, y no en parámetros económicos fundamentales, para determinar la sostenibilidad de la deuda soberana, tienen una fuerte influencia en los mercados, los emisores de valores y los encargados de la formulación de políticas (véase también el recuadro 4.3).

---

Al evaluar la sostenibilidad de la deuda soberana, las agencias de calificación crediticia se basan en prejuicios ideológicos y no en parámetros económicos fundamentales.

---

Así pues, la dependencia excesiva de las calificaciones se ha convertido en una preocupación para las autoridades reguladoras internacionales. El CEF publicó en 2010 sus *Principios para reducir la dependencia de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia*, que fueron refrendados por

el G20. El objetivo de los Principios es reducir la utilización de las agencias de calificación y ofrecer incentivos para mejorar las evaluaciones del riesgo de crédito independientes y las capacidades de diligencia debida. Las jurisdicciones miembros se han comprometido a presentar un calendario y medidas concretas para introducir cambios en la regulación. Al mismo tiempo, el CEF ha propuesto que las referencias a las calificaciones de las agencias se eliminen o sustituyan cuando se encuentren en las leyes y regulaciones disposiciones alternativas que puedan aplicarse en condiciones de seguridad.

Las iniciativas de regulación también han tratado de establecer un código de conducta para las agencias de calificación crediticia. Un informe de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2015) se centra en la calidad e integridad del proceso de calificación, la evitación de los conflictos de intereses, la transparencia, la oportunidad de la publicación de las calificaciones y la información confidencial. Los reguladores regionales y nacionales tienen discrecionalidad para imponer regulaciones

más estrictas a las agencias de calificación. Por ejemplo, en los Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank ha tratado de solucionar los problemas que plantean las calificaciones de las agencias exigiendo a los bancos que dejen de usar esas calificaciones en sus evaluaciones de riesgo para determinar requisitos de capital. La normativa reciente de la Unión Europea requiere una mayor divulgación de información sobre los productos financieros estructurados y los honorarios que las agencias cobran a sus clientes (EC, 2013 y 2014). Sin embargo, el ritmo de los cambios en la regulación ha sido lento.

Las agencias de calificación crediticia siguen teniendo importancia para el sector financiero, a pesar de la desastrosa inexactitud de sus calificaciones antes de la crisis. Tras el reconocimiento general de que la concentración del sector en las tres mayores agencias de calificación internacionales ha creado una situación de falta de competencia, por lo que es necesario reducir su poder, se han hecho distintas propuestas para que se introduzcan cambios más sustanciales. La OCDE puso de relieve la necesidad de poner fin a los conflictos de intereses, un problema que las agencias podrían solucionar, por ejemplo cambiando el modelo empresarial de manera que pague el suscriptor en vez del emisor (OECD, 2009). Pero este nuevo modelo requeriría algún tipo de intervención del sector público para evitar que se beneficiaran quienes no aportan nada. Otros han propuesto medidas más radicales, como eliminar por completo el uso de las calificaciones a efectos reguladores (Portes, 2008) o transformar las agencias de calificación en entidades públicas, ya que prestan un servicio público (Aglietta and Rigot, 2009). Asimismo, los bancos podrían pagar honorarios a una entidad pública que decidiera quiénes deben calificar los valores. Otra posibilidad sería que los bancos volvieran a asumir lo que tradicionalmente ha sido una de sus tareas más importantes: evaluar la solvencia crediticia de los posibles prestatarios y la viabilidad económica de los proyectos que van a financiar (Schumpeter, 1939; Brender, 1980).

Los encargados de la formulación de políticas deben conocer las deficiencias actuales en la determinación de los criterios de medición del riesgo y

es preciso establecer un marco conceptual para un enfoque alternativo. Las fuentes alternativas de evaluación crediticia deben evitar repetir el mismo tipo de errores que llevaron a las agencias de calificación a subestimar los riesgos.

## 2. Efectos negativos de los flujos internacionales de capital especulativo

Otra importante preocupación acerca de las nuevas reformas financieras es la casi total ausencia de regulaciones internacionales concretas para controlar los flujos internacionales de capital especulativo a corto plazo. En los últimos decenios, muchos países han experimentado una fuerte volatilidad macroeconómica y financiera debido a que las entradas de capital apartaron a los tipos de cambio de los parámetros económicos fundamentales, a lo que siguió una inversión de los flujos de capital provocada por la alteración de las condiciones monetarias internacionales (*TDR 2009 y 2011*). Algunas propuestas que podrían haber solucionado este problema, como la de un acuerdo internacional para establecer un impuesto sobre las transacciones monetarias internacionales, se han examinado en un plano normativo, pero de momento han recibido escaso apoyo de los países desarrollados.

Los riesgos relacionados con los flujos internacionales de capital no solo preocupan a los países desarrollados y las economías en desarrollo más grandes consideradas mercados emergentes. Cada vez es más frecuente que muchos países de renta media y baja considerados “mercados fronterizos” también tengan que hacer frente a flujos de capital inestables. Su creciente dependencia de los mercados internacionales de capitales para conseguir financiación, lo que fue posible gracias a los bajos tipos de interés y a la inclinación cada vez mayor de los inversores a asumir riesgos, los hace vulnerables a los giros repentinos de los flujos de capital extranjero. Fueron esos giros los que provocaron varias crisis financieras en los grandes países en desarrollo a finales de la década de 1990.

---

Las reformas financieras no han previsto una regulación internacional concreta para controlar los flujos transfronterizos de capital especulativo.

---

## Recuadro 4.3

### INFLUENCIAS SESGADAS EN LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA POR LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

La calificación de los deudores soberanos entraña un grado considerable de apreciación sobre factores del país, como las perspectivas económicas, el riesgo político y las características estructurales de la economía. Las agencias de calificación no dan muchas indicaciones sobre la forma en que ponderan cada factor, aunque sí proporcionan información sobre las variables que tienen en cuenta para determinar las calificaciones soberanas. En términos generales, las variables económicas tienen por objeto medir la solvencia crediticia de una economía mediante una evaluación de la posición de pagos exteriores del país y su capacidad para cumplir sus obligaciones externas, así como la influencia de los acontecimientos externos.

Las evaluaciones de las agencias de calificación parecen basarse en un sesgo contra la mayor parte de los tipos de intervención del Estado. Además, a menudo se asocian las “rigideces” del mercado de trabajo a una merma de producción y se considera que un alto grado de independencia del banco central tiene un efecto positivo en la sostenibilidad de la deuda (Krugman, 2013).

Las calificaciones de la deuda soberana de las tres principales agencias de calificación presentan una fuerte correlación (véase el cuadro), lo que posiblemente indica una muy escasa competencia en el mercado de esas agencias. Al mismo tiempo, sus calificaciones presentan una considerable correlación con

CORRELACIÓN ENTRE LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA DE LAS “TRES GRANDES”, ENERO DE 1990 A MARZO DE 2015			
	Fitch	Moody's	Standard and Poor's
Fitch	1	0.955	0.970
Moody's		1	0.956
Standard and Poor's			1

**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en la base de datos de *Thomson Reuters Eikon*.

**Nota:** La muestra incluye a 129 emisores. El número de observaciones es: Fitch respecto de Moody's: 17.908; Fitch respecto de Standard and Poor's: 18.317; y Moody's respecto de Standard and Poor's: 23.258.

indicadores que determinan en qué medida el entorno económico es favorable a la actividad empresarial, con independencia de la influencia que ello pueda tener en la dinámica de la deuda.

Un modelo econométrico basado en una muestra agrupada del valor medio de las calificaciones de la deuda soberana de 51 países en desarrollo otorgadas por las “Tres Grandes” durante el período 2005-2015 indica un estrecho ajuste lineal ( $R^2$  del 44%) entre esas calificaciones y las siguientes variables estimadas por la Heritage Foundation: “libertad laboral”, “libertad fiscal”, “libertad empresarial” y “libertad financiera” (gráfico 4B.1A). No obstante, estas variables no parecen tener apenas relación con los parámetros económicos fundamentales de los países, que determinarían su capacidad para atender el servicio de su deuda soberana.

Por ejemplo, la “libertad financiera” se considera una medida de la independencia del control del Estado y la “injerencia” de este en el sector financiero. Por

consecuente, un entorno bancario y financiero se considera ideal cuando el nivel de intervención del Estado es mínimo, el crédito se asigna en condiciones de mercado y no hay instituciones financieras de propiedad del Estado. Asimismo, en ese entorno los bancos tienen libertad para conceder créditos, aceptar depósitos y realizar operaciones en moneda extranjera, y las instituciones financieras extranjeras puedan operar libremente y reciben el mismo trato que las instituciones nacionales. El índice de “libertad laboral” es una medida cuantitativa que tiene en cuenta diversos aspectos del marco jurídico y regulador del mercado de trabajo de un país, como la regulación relativa al salario mínimo y el despido, los requisitos en materia de indemnización por despido, las restricciones normativas mensurables a la contratación y el horario de trabajo. La “libertad fiscal” es una medida de la carga fiscal impuesta por el Estado, basada en una combinación de los tipos impositivos marginales máximos aplicables a la renta de particulares y empresas y la carga tributaria total como porcentaje del PIB. Por último, la “libertad empresarial” se refiere a la capacidad para crear, explotar y cerrar una empresa (Heritage Foundation, 2015).

**Recuadro 4.3 (continuación)**

En cambio, las estimaciones econométricas muestran una correlación mucho más débil ( $R^2$  del 16%) cuando a las calificaciones de las agencias se les aplica una regresión con arreglo a las cuatro variables más pertinentes utilizadas por la doctrina macroeconómica tradicional para evaluar la dinámica de la deuda (gráfico 4B.1B). Esas variables son: el nivel de excedente fiscal primario, la relación entre la deuda pública y el PIB, el crecimiento económico y la balanza por cuenta corriente.

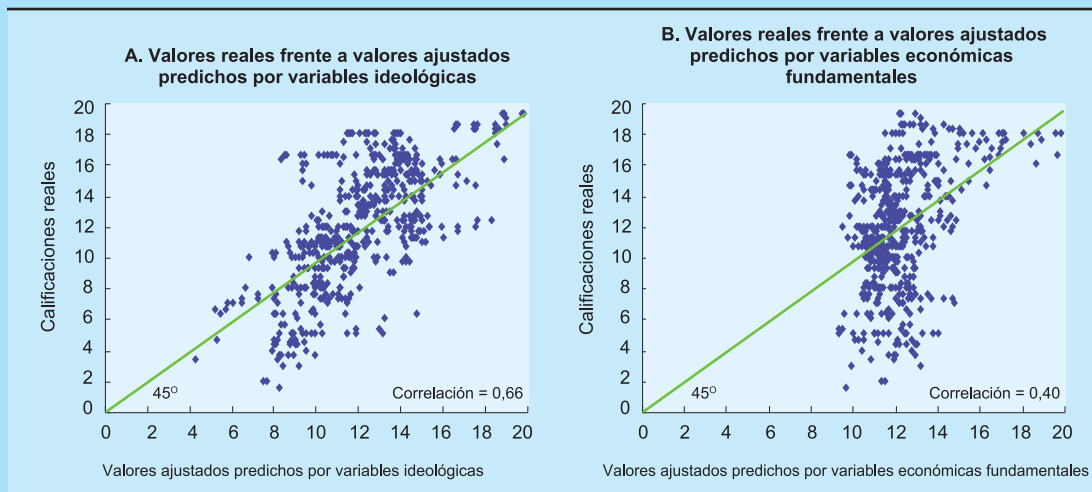
Estas estimaciones indican que la calificación de la deuda soberana que hacen las agencias se basa mucho más en evaluaciones subjetivas y prejuicios (por ejemplo, que la intervención del Estado reduce el crecimiento y la eficiencia) que en los parámetros económicos “fundamentales” relacionados con la sostenibilidad de la deuda.

Existe un gran riesgo de que los enfoques alternativos de la evaluación crediticia reproduzcan los mismos defectos de los modelos subyacentes de las agencias de calificación. De hecho, otras agencias, como la china Dagong, han hecho apreciaciones similares a las de las “Tres Grandes”: Moody’s, Standard and Poor’s y Fitch (gráfico 4B.2). Esto sugiere ya sea que otros participantes basan sus apreciaciones en modelos similares, o que las “Tres Grandes” son creadoras de mercado en la industria de las calificaciones. Por lo tanto, existe la preocupación adicional de que las evaluaciones internas del riesgo crediticio realizadas por los departamentos de riesgo de las instituciones de inversión también realicen calificaciones con fallas similares.

**Gráfico 4B.1**

**CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, VALORES REALES Y AJUSTADOS, 2005-2015**

(Promedio de las calificaciones de las “Tres Grandes”)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de las bases de datos de *Bloomberg* y *Heritage Foundation*; y FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, 2015.

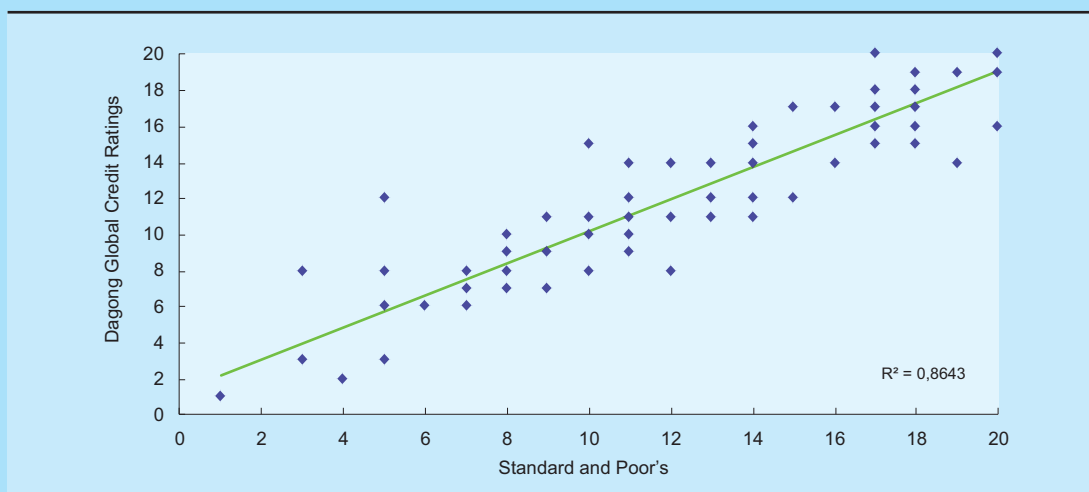
**Nota:** Se ha incluido a los países sobre los que se disponía de datos de todas las agencias de calificación seleccionadas. Las calificaciones de los países se han pasado a formato numérico y oscilan entre 0 (valores fallidos) y 20 (máxima calificación). En el gráfico A, los valores ajustados corresponden a la mejor predicción posible de la calificación media basada en una regresión lineal con arreglo a cuatro variables tomadas del Índice de Libertad Económica de la Heritage Foundation: la “libertad laboral”, la “libertad fiscal”, la “libertad empresarial” y la “libertad financiera”. En el gráfico B, los valores ajustados son la mejor predicción posible de la calificación media basada en una regresión lineal con arreglo a cuatro variables macroeconómicas: el excedente fiscal primario, la relación entre la deuda pública y el PIB, la balanza por cuenta corriente y la tasa de crecimiento del PIB.



## Recuadro 4.3 (continuación)

Gráfico 4B.2

## CORRELACIÓN ENTRE LAS CALIFICACIONES DE PAÍSES DE DETERMINADAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Standard and Poor's y Dagong.

**Nota:** Las calificaciones de los países se han pasado a formato numérico y oscilan entre 0 (valores fallidos) y 20 (máxima calificación). Se ha incluido a los países sobre los que se disponía de datos de ambas agencias de calificación. Datos correspondientes al mes de julio de 2015.

La gestión de la cuenta de capital para regular la cuantía y composición de los flujos de capital extranjero puede ayudar a mitigar esos riesgos. El Brasil, Indonesia y la República de Corea, entre otros, han introducido medidas para reducir las entradas de capital excesivas con un éxito razonable. Además, no todos los países en desarrollo han promovido una rápida integración financiera internacional. Si bien algunos han tratado de mejorar su integración en el sistema financiero mundial, favorecido el establecimiento de bancos extranjeros y comenzado a emitir deuda externa comercial, otros han preferido aplazar esa integración. Etiopía, por ejemplo, no ha recurrido al capital extranjero fácilmente disponible y ha impuesto restricciones a la cuenta de capital en su balanza de pagos. Los bancos extranjeros no pueden realizar transacciones en ese país. Esta estrategia no impide el desarrollo de un sistema financiero interno para atender las necesidades de la economía real gracias a una estrategia de provisión de crédito a largo plazo por conducto de su banco de desarrollo y a una importante financiación aportada por los bancos

nacionales privados (Alemu, 2014). En consecuencia, su sistema financiero puede canalizar fondos a sectores prioritarios, como la manufactura y la infraestructura.

### 3. Presencia de bancos extranjeros en los países en desarrollo

Una cuestión conexas ha sido la presencia comercial cada vez mayor de bancos de propiedad extranjera en los países en desarrollo. Esta tendencia se inició a finales del decenio de 1990 y continuó con toda su fuerza en el nuevo milenio hasta la crisis financiera mundial. En un principio, en los años noventa, la privatización de los bancos de propiedad estatal contribuyó de manera importante a incrementar la presencia de bancos extranjeros en los países en desarrollo. Posteriormente, la copropiedad con bancos privados locales y las filiales de propiedad total cobraron importancia.

Según una estimación reciente, la proporción media actual de bancos extranjeros respecto del número total de bancos es del 24% en los países de la OCDE y de alrededor del 40% en los países en desarrollo (Claessens and van Horen, 2014). Entre 1995 y 2009, el porcentaje de bancos extranjeros respecto del número total de bancos se duplicó en esos países, y la gran mayoría de ellos proceden de economías desarrolladas (Buch *et al.*, 2014). Además, esta proporción suele ser mayor en los países más pobres y pequeños que en las principales economías en desarrollo, llegando en algunos casos al 100%. Entre los principales países en desarrollo hay considerables variaciones en la presencia de bancos extranjeros. La República de Corea, que no tenía bancos extranjeros antes de pasar a ser miembro de la OCDE en 1996, ha registrado el aumento más rápido de su presencia en los últimos 20 años, aunque su proporción respecto del número total de bancos en el país sigue siendo inferior al promedio de otros importantes países en desarrollo. En China, la India y Sudáfrica la presencia de bancos extranjeros también es menor que en otros países en desarrollo, tanto en lo que respecta al número de bancos como a su participación en los activos bancarios totales.

Además de la copropiedad con socios locales, los bancos extranjeros se han implantado en los países anfitriones mediante el establecimiento de sucursales o filiales de propiedad total, siendo las primeras más habituales en los países de Asia y África y las segundas en América Latina. Las sucursales extranjeras revisten la forma de bancos no constituidos en sociedades u oficinas bancarias en el extranjero. Son partes integrales de su banco matriz, y no entidades jurídicas independientes con cuentas y recursos propios separados. No pueden contraer obligaciones ni poseer activos por derecho propio; sus obligaciones constituyen créditos reales con su banco matriz. Ofrecen créditos nacionales financiados con fondos de todo el mundo. En cambio, las filiales extranjeras son entidades jurídicas independientes creadas con arreglo a la legislación del país anfitrión. Tienen cuentas y recursos propios separados de los de su matriz y son financieramente independientes. Deben cumplir la regulación y supervisión del país anfitrión y se benefician de los planes de garantía de depósitos del país anfitrión.

Se ha escrito mucho sobre las ventajas e inconvenientes de la presencia de bancos extranjeros en los

países en desarrollo. Algunos expertos señalan que los bancos extranjeros pueden aumentar la eficiencia, mejorar la competitividad, reducir los costos de intermediación y generar efectos indirectos positivos en los bancos locales de los países en desarrollo, y también reforzar su resiliencia a las conmociones financieras externas.

No obstante, su presencia también puede ser problemática. Por ejemplo, los bancos extranjeros suelen elegir a los mejores acreedores y depositantes, dejando a los bancos locales los clientes más pequeños y marginales, incluidas las pymes. Además, los bancos extranjeros tienden a centrarse más en actividades lucrativas en que tienen un margen competitivo, en particular en la financiación del comercio, donde gozan de una ventaja de costos sobre los bancos locales al poder confirmar cartas de crédito a través de sus oficinas centrales; y a menudo su intermediación financiera internacional, y no la intermediación nacional, atrae a los mejores clientes en busca de esos servicios. También pueden beneficiarse en mayor medida del arbitraje regulador al mover sus operaciones entre el país de origen y el anfitrión. Pueden evitar fácilmente el costo de las reservas legales mediante el traslado de grandes depósitos a cuentas extraterritoriales, lo que también les permite ofrecer tipos de interés más altos. Como a los bancos locales les resulta difícil evitar esos costos, pueden afrontar desventajas competitivas.

Asimismo, los bancos extranjeros intermedian entre los mercados financieros internacionales y los prestatarios nacionales mucho más fácilmente que los bancos locales, al financiar préstamos locales desde el exterior, entre otros por conducto de sus bancos matrices. Durante el reciente aumento de los flujos de capital hacia los países en desarrollo, los bancos extranjeros han participado ampliamente en intermediaciones similares a operaciones de *carry trade* y se han beneficiado de importantes márgenes de arbitraje de tipos de interés entre los países emisores de reservas y los países en desarrollo, así como de las apreciaciones monetarias de estos últimos, como se examina en los capítulos II y III.

Desde la crisis financiera mundial, se ha venido reconociendo cada vez más que la importante presencia de bancos extranjeros en los países en desarrollo podría tener consecuencias para la volatilidad financiera (Fiechter *et al.*, 2011). De hecho, debido a sus

estrechas vinculaciones internacionales, los bancos extranjeros canalizan hacia esos países los impulsos de expansión y contracción de los ciclos financieros mundiales, en particular habida cuenta de la liberalización cada vez mayor de los flujos financieros internacionales. Por consiguiente, cuando la liquidez y la afición por el riesgo son favorables a nivel mundial, los bancos extranjeros pueden contribuir a la acumulación de un exceso de crédito; y cuando las condiciones financieras mundiales se endurecen, esos bancos pueden aumentar sus efectos desestabilizadores y deflacionarios en los países anfitriones, al transmitir las contracciones del crédito del país de origen al país anfitrión, en lugar de aislar a los mercados de crédito locales de las perturbaciones financieras internacionales. El hecho de que los bancos internacionales cambien los préstamos transfronterizos por los préstamos locales hace que, en caso de tensión en el país de origen, el desapalancamiento de los bancos matrices pueda provocar una contracción del crédito en los países anfitriones.

Así ocurrió en Asia durante la crisis de la eurozona, donde los préstamos de las filiales y sucursales locales constituían una parte sustancial de los créditos totales de los bancos europeos (Aiyar and Jain-Chandra, 2012; He and McCauley, 2013). Otros estudios concluyen también que las filiales extranjeras redujeron los préstamos en mayor medida que los bancos de propiedad nacional durante la crisis mundial (Claessens and van Horen, 2014; Chen and Wu, 2014). Así ocurrió en particular cuando financiaron una gran proporción de sus préstamos con fuentes externas en lugar de depósitos locales (Cetorelli and Goldberg, 2011). En el momento álgido de la crisis en 2008, el crecimiento del crédito de los bancos extranjeros en el Brasil y China era inferior al de los bancos nacionales, y los bancos extranjeros presentes en una economía de mercado emergente salieron de los mercados interbancarios antes que los bancos nacionales (BIS, 2010b). Durante la crisis asiática de 1997 y la crisis en los

países desarrollados en 2008, los bancos extranjeros tardaron más que los bancos nacionales en ajustar sus préstamos a los cambios de las políticas monetarias de los países anfitriones, lo que redujo su eficacia (Jeon and Wu, 2013 y 2014).

La experiencia reciente indica que las filiales locales de los bancos internacionales de propiedad extranjera no pueden estabilizar las variaciones bruscas de los tipos de interés en los mercados locales de bonos de las economías en desarrollo. Cuando se hundió el mercado de bonos en 2008, en lugar de aumentar su exposición para contrarrestar los efectos de la salida de los inversores extranjeros, esos bancos se unieron a ellos reduciendo sus reservas de bonos del Estado locales y sus actividades de creación de mercado (Turner, 2012).

La presencia de bancos extranjeros también plantea problemas relacionados con la estructura del sistema bancario. Esos bancos pueden tener una importancia sistémica para el país anfitrión, aunque sus actividades representen tan solo una pequeña parte de sus negocios mundiales. Esto crea

---

Los bancos extranjeros en los países en desarrollo canalizan los impulsos de expansión y contracción de los ciclos financieros mundiales.

---

dificultades de regulación para los supervisores del país, en especial cuando el país de origen y el país anfitrión no coordinan la supervisión de las actividades de los bancos transnacionales. Esto es particularmente grave cuando los supervisores del país anfitrión tienen que hacer frente a problemas de resolución provocados por quiebras trans-

fronterizas. Una respuesta a esos problemas ha sido velar por que los bancos extranjeros sean objeto de una regulación efectiva por parte de los supervisores del país anfitrión. Otra es que el país anfitrión exija a las sucursales de los bancos extranjeros que tengan su propio capital, como han hecho algunos países. Otras medidas (adoptadas en México, por ejemplo) imponen mayores requisitos de capital a los bancos extranjeros o límites a las transferencias de ingresos y las adquisiciones de activos de los bancos a su matriz (FSB, 2014b).

## E. Soluciones para el sistema financiero: necesidad de un programa más positivo

Las reformas del sistema financiero internacional ciertamente no han sido suficientes para que este pueda evitar las perturbaciones y sea más resiliente. Las actuales prácticas reguladoras y las reformas propuestas parecen tener más por objeto preservar —con ciertos ajustes— que transformar el sistema existente. Las nuevas normas de Basilea, que supuestamente deben hacer que los bancos sean más seguros, siguen recurriendo a la ponderación del riesgo para el cálculo del capital y, más lamentablemente, pueden basarse en la persistente convicción de que las instituciones privadas pueden por sí mismas —o mediante valoraciones de agencias de calificación crediticia— determinar correctamente el nivel de capital necesario para soportar pérdidas imprevistas. Además, esas normas no responden de manera satisfactoria a las preocupaciones acerca del riesgo moral, que se ha convertido en un problema importante en lo que respecta a las instituciones de importancia sistémica. Todavía sería necesario rescatar a esas instituciones para evitar posibles efectos de contagio, por lo que es poco probable que funcione la “disciplina de mercado” en la que reposan las normas de Basilea. Entretanto, el sistema bancario paralelo sigue prácticamente sin regular.

En lo que respecta a las iniciativas de segregación adoptadas en varias jurisdicciones, las nuevas normas aún no se han aprobado plenamente, y en todo caso pueden resultar ineficaces, ya que las restricciones se han diluido con multitud de exenciones, como las que se aplican a la prohibición de la norma Volcker de realizar transacciones por cuenta propia en los Estados Unidos.

La lentitud de los avances en las reformas se ha debido en parte a la oposición sistemática de poderosos intereses vinculados a la industria financiera a una regulación más amplia y estricta, así como a obstáculos ideológicos. La idea de que un sector privado con libertad para operar encontrará la mejor manera de asignar los recursos financieros sigue estando profundamente arraigada en los círculos normativos nacionales e internacionales.

Dado que los diversos intentos recientes de volver a regular el sector financiero no han logrado cambios fundamentales en el sistema, los factores que contribuyeron a las crisis financieras siguen siendo una amenaza constante para la estabilidad y el crecimiento. El sistema sigue dependiendo de la interacción de instituciones demasiado grandes para quebrar con mercados de capitales muy inestables, continúa estando muy apalancado, y seguiría necesitando importantes rescates públicos en caso de crisis.

Los Acuerdos de Basilea no son suficientes para lograr la estabilidad financiera ni para garantizar que las instituciones financieras tratarán de alcanzar objetivos sociales y de desarrollo.

Por ello, la aplicación de las normas de Basilea no debe ser el principal objetivo o prioridad de los países en desarrollo que pretendan la mejora del sistema financiero. Una importante deficiencia de las estructuras de incentivos creadas por las prácticas normativas y la desregulación del sector financiero ha sido la homogeneización de las instituciones financieras y de la proliferación de “bancos universales”,

---

La lentitud de los avances en las reformas se ha debido en parte a la oposición sistemática de los poderosos intereses de la industria financiera a una regulación más amplia y estricta.

---

que realizan actividades tanto comerciales como de mercado. Cuando todos los bancos, con independencia de su finalidad y su estructura de propiedad, se rigen por un marco regulador similar, como las normas de Basilea inicialmente concebidas para los bancos con actividad internacional, tienen incentivos para adoptar pautas de comportamiento similares.

En los últimos diez años, en particular, los bancos recurrieron colectivamente a operaciones de alto riesgo potencialmente más rentables con actividades de intermediación y prácticas de inversión parecidas a las de los fondos de cobertura de las grandes mesas de negociación por cuenta propia (Haldane, 2009). En consecuencia, muchos bancos de desarrollo cooperativos, e incluso bancos públicos, acabaron comportándose como bancos comerciales, pese a que su única motivación no era la búsqueda de rentabilidad, sino garantizar ciertos tipos de financiación en determinados contextos.

Esta tendencia a la homogeneización ha hecho que las carteras y exposiciones sean similares. En Europa, muchos bancos participaron en actividades de riesgo poco relacionadas con su actividad central y registraron importantes pérdidas en sus operaciones durante la crisis de 2008-2009 (Ayadi, 2010). No obstante, algunas instituciones, como los bancos cooperativos y de ahorro de Alemania, que no se ajustaban a los modelos de banca universal, resistieron la crisis y, por ende, no necesitaron rescates públicos (CEPS, 2010). El gran banco cooperativo francés, *Crédit Mutuel*, obtuvo los mejores resultados del país en las pruebas de resistencia coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea en 2014<sup>28</sup>.

La homogeneización es igualmente preocupante en todos los países, aunque algunos aspectos afectan más a los países en desarrollo. La falta de diversidad hace que no haya suficiente variedad de instituciones para atender a las diferentes necesidades, especialmente a las exigencias e intereses de los pequeños productores y los que de otro modo no tendrían acceso a financiación formal

(Ghosh, 2012). Por lo tanto, el régimen regulador debería reconocer la importancia de las diferencias y regular las instituciones financieras en función de sus competencias. Así, las normas aplicables a los bancos comerciales o los bancos de inversión no deberían ser las mismas que las que se aplican a los bancos de desarrollo, los bancos de ahorro y los bancos cooperativos.

---

Se necesita un programa de reformas más ambicioso si se quiere que el sistema financiero sea menos frágil e inestable y atienda mejor a las necesidades de la economía real y de la sociedad.

---

Es evidente que se necesita un programa de reformas más ambicioso si se quiere que las finanzas sean menos frágiles e inestables y atiendan mejor a

las necesidades de la economía real y de la sociedad. Las iniciativas en curso no serán suficientes por sí solas para reforzar la regulación prudencial; también será preciso introducir reformas estructurales que se centren tanto en la estabilidad financiera como en los objetivos sociales y de desarrollo. Esas reformas deberían exigir una separación estricta entre la banca comercial y la de inversión. Tal segregación no significa que las grandes instituciones financieras privadas ya no podrán decidir las actividades a que se dedicarán, sino que cada actividad deberá estar institucionalmente separada en diferentes entidades jurídicas y sujeta a regulaciones específicas.

Las reformas estructurales también deben someter al sistema bancario paralelo al marco regulador, si bien permitiendo que mantenga sus funciones de intermediación. Los fondos mutuos de inversión del mercado monetario (o su equivalente) podrían convertirse en “bancos de ahorro limitados”, como sugieren

---

Las entidades bancarias paralelas, como cualquier tipo de actividad bancaria, deben someterse al marco regulador.

---

Gorton y Metrick (2010). Por consiguiente, las entidades que deseen ofrecer servicios bancarios, como cuentas de operaciones, retiradas de fondos a la vista a la par y garantías de mantenimiento del valor de la cuenta, deberían reorganizarse como bancos de finalidad espe-

cífica sujetos a una regulación prudencial y supervisión adecuadas. A cambio, esas entidades deberían tener acceso a los servicios de prestamista de última instancia del banco central. Alternativamente, esos fondos podrían ofrecer cuentas con tipos de interés más altos que los depósitos, pero con un valor



variable que refleje el valor de mercado de la cartera de activos, pero naturalmente sin acceso a garantías públicas. En lo que respecta a la titulización, solo las entidades específicas (denominadas por Gorton y Metrick “bancos de financiación limitados”) con estatutos, requisitos de capital y una supervisión estricta deberían estar autorizadas a comprar activos respaldados por valores, mientras que otras instituciones deberían tenerlo prohibido. Los inversores finales, en lugar de comprar activos titulizados, comprarían las obligaciones de esos bancos limitados. El regulador también tendría que determinar los criterios para las carteras de los bancos de financiación limitadas, así como el capital mínimo que necesitarían para operar.

Sin embargo, esta segregación por sí sola no garantizará que el sistema financiero asigne recursos suficientes para alcanzar los objetivos generales de desarrollo. Como los riesgos que entraña la financiación del desarrollo superan los límites que los bancos comerciales están dispuestos a aceptar, el Estado debería utilizar diversos instrumentos para contribuir a configurar un sistema más diversificado, tanto en sus instituciones como en sus funciones.

Como se examina más a fondo en el capítulo VI, la canalización de los recursos financieros para fines socialmente productivos exige cierto grado de intervención estatal, que podría consistir en incentivos públicos cuando la rentabilidad no atraiga de manera espontánea al sector privado. Ello también requiere una mayor intervención de los bancos centrales (*TDR 2011*). Además de centrarse en luchar

contra la inflación, también deberían poder intervenir en la concesión y orientación de los créditos, como hicieron durante decenios en muchos prósperos países industrializados de Europa, pero también de Asia Oriental, y siguen haciendo en varios países en desarrollo (*TDR 2013*). Como mínimo, la regulación no debería ser un obstáculo para la financiación de inversiones a largo plazo, innovaciones y pymes simplemente por el hecho de que puede parecer que presentan más riesgos desde un punto de vista estrictamente prudencial. La financiación de esas actividades y agentes es esencial para el crecimiento y el desarrollo de una economía, lo que también mejora la calidad general de los activos en poder de los bancos, mientras que la falta de crecimiento provocaría la acumulación de activos improductivos.

Por consiguiente, un marco regulador debería aspirar a algo más que a garantizar la estabilidad sobre la base de rígidas normas prudenciales; las regulaciones también deberían promover la proliferación de distintos tipos de productos y organizaciones financieros para atender a las diferentes necesidades de la economía real (Kregel and Tonveronachi, 2014).

En conclusión, se necesita un programa de reformas más ambicioso a fin de estrechar el vínculo entre los sistemas financieros y la economía real. Esto es fundamental para lograr un crecimiento económico sostenible y apoyar las aspiraciones mundiales reflejadas en la agenda para el desarrollo después de 2015 y sus Objetivos de Desarrollo Sostenible asociados. ■

---

## Notas

---

- 1 El BCBS se concibió como un foro de cooperación regular en materia de supervisión bancaria, pero inicialmente estaba integrado únicamente por representantes de los bancos centrales de 13 países: Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Suiza y Reino Unido. A raíz de una propuesta presentada por el G20 en noviembre de 2008, se amplió la composición a los representantes de los bancos centrales de la Arabia Saudita, la Argentina, el Brasil, China, la Federación de Rusia, Hong Kong (China), la India, Indonesia, México, la República de Corea, Singapur, Sudáfrica y Turquía.
- 2 Otras importantes iniciativas coordinadas por el CEF son la elaboración de principios para el establecimiento de unas prácticas sensatas de remuneración de ejecutivos; la reforma del mercado extrabursátil de productos derivados con objeto de aumentar la transparencia para regular esas transacciones; y la puesta en marcha del *Sistema Mundial de Identificación de Entidades Jurídicas*, cuyo propósito es identificar de manera única a las entidades jurídicas que participan en transacciones financieras.
- 3 Cabe señalar que los Acuerdos de Basilea I y II trataron de establecer reglas de juego uniformes para los bancos con actividad internacional, mientras que Basilea III tuvo por objeto mejorar la resiliencia de los bancos ante la crisis mundial.
- 4 Por ejemplo, antes de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, el cálculo del capital regulatorio sobre la base de activos ponderados en función del riesgo alentó a los bancos a acumular los tramos triple A de los valores estructurados con garantía hipotecaria.
- 5 El marco de Basilea ofrece un abanico de opciones en lo que respecta a los requisitos de capital mínimo para el riesgo de crédito: i) el enfoque normalizado, que consiste en modificar la ponderación del riesgo sobre la base de las evaluaciones periódicas de las agencias de calificación; ii) el enfoque normalizado simplificado, bastante similar al de Basilea I, al que también se asignan coeficientes de ponderación fijos; iii) el enfoque basado en calificaciones internas (IRB), que se basa en los modelos de evaluación del riesgo de los propios bancos para determinar el capital; y iv) el enfoque avanzado basado en calificaciones internas (A-IRB), que también se basa en los modelos de evaluación del riesgo de los propios bancos para determinar el capital, pero se distingue del enfoque IRB en que utiliza la pérdida en caso de impago como insumo variable en lugar de la probabilidad de impago.
- 6 Estudios realizados por el BCBS (2013) confirman estas disparidades.
- 7 La ortodoxia económica imperante sostenía que la relajación de los requisitos de capital reducía el costo de los servicios financieros y que los bancos podían gestionar su actividad sin riesgo con escasos fondos propios.
- 8 Alessandri y Haldane (2009) sugieren que el capital de los bancos debe cifrarse al menos entre el 20% y el 30% de sus activos ponderados totales.
- 9 En octubre de 2012, el Comité de Basilea, reconociendo que los problemas de los bancos “demasiado grandes para quebrar” no afectaban únicamente a los grandes bancos mundiales, publicó un conjunto de principios sobre la metodología de evaluación y la exigencia de una mayor capacidad de absorción de pérdidas para los bancos de importancia sistémica nacional.
- 10 La aprobación de estas normas está prevista en 2019.
- 11 En lo que respecta a los requisitos de liquidez, estaba previsto que China, la India, Sudáfrica y Turquía tuvieran en vigor normas definitivas a partir de enero de 2015, mientras que la Argentina, el Brasil, Indonesia y México habían publicado proyectos de regulación.
- 12 Un estudio del BPI (2014) muestra que solo algunos países, como Belarús, Colombia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Kenya, Liberia, el Pakistán, el Perú, Qatar y Zimbabwe, están incorporando parcialmente las nuevas directrices en sus marcos reguladores.
- 13 Los PESF son elaborados conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial para las economías en desarrollo y emergentes, y únicamente por el FMI para los países desarrollados.
- 14 Según el Banco Mundial, que evalúa con el CEF los efectos de las reformas, los coeficientes de capital y

- de apalancamiento de los bancos de algunos países en desarrollo son más altos que los exigidos en Basilea III (World Bank, 2013).
- 15 Por transacciones por cuenta propia se entiende la negociación por los bancos de acciones, bonos y otros instrumentos financieros con sus propios recursos, y no en nombre de sus clientes, a fin de obtener un beneficio.
- 16 Las actividades segregadas deben ser jurídica, financiera y operacionalmente independientes del resto del grupo financiero (FSB, 2014a: 7).
- 17 Una entidad de finalidad específica, o sociedad instrumental, es una entidad jurídica establecida con una finalidad específica y limitada por otra entidad, el patrocinador, que suele ser un banco. Una característica esencial de las sociedades instrumentales es que son “ajenas a insolvencias”, es decir, que legalmente no pueden declararse en quiebra (Gorton and Souleles, 2005). Las sociedades instrumentales suelen estar domiciliadas en centros financieros extraterritoriales para llevar a cabo sus actividades financieras en un entorno fiscal más favorable. Las instituciones financieras también utilizan sociedades instrumentales a fin de aprovechar la regulación menos restrictiva de sus actividades. Los bancos, en particular, las utilizan para obtener capital de nivel 1 en las jurisdicciones de los centros financieros extraterritoriales con impuestos más bajos. Las instituciones no bancarias también establecen sociedades instrumentales para aprovechar que las normas de compensación son más liberales que en sus países de origen, lo que les permite reducir sus requisitos de capital (FSF, 2000).
- 18 Las participaciones de los fondos del mercado monetario son redimibles a la par y, por lo tanto, se consideran ampliamente (aunque a veces erróneamente) tan seguras como los depósitos bancarios.
- 19 Es posible que el agente de bolsa no tenga directamente los activos de alta calidad que necesita para financiar el repo, pero puede obtenerlos a través de una operación de préstamo de valores (una permuta entre dos valores). En la transacción de préstamo de valores, un tercero (por lo general un inversor institucional, como una compañía de seguros o un fondo de pensiones) presta valores de alta calidad al agente de bolsa para “mejorar” el rendimiento de la cartera, y recibe valores de elevado rendimiento como garantía. Dado que estas transacciones son simultáneas, el agente de bolsa consigue los fondos para adquirir el activo de riesgo. Si el rendimiento del activo es suficientemente alto, el agente podrá pagar los tipos de interés del repo y del préstamo de valores y seguir obteniendo un beneficio. Véase un análisis de los préstamos de valores en Pozsar y Singh, 2011; y Adrian y otros, 2013.
- 20 Véase Harutyunyan y otros (2015).
- 21 Lo que desencadenó la crisis mundial de 2008 fue precisamente una serie de incumplimientos de obligaciones de deuda garantizadas, un tipo particular de deuda estructurada constituida a partir de hipotecas de alto riesgo. En el caso de estos valores estructurados, incluso los tramos “preferentes”, que se esperaba que fueran más seguros al tener la máxima prioridad para recibir los flujos de efectivo de los prestatarios de última instancia y obtener la calificación de triple A de las principales agencias de calificación crediticia, tuvieron que ser cancelados por los inversores finales (veáanse *TDR 2009* y *2011*).
- 22 Antes de que el CEF recibiera su mandato del G20, la Ley Dodd-Frank de los Estados Unidos, de julio de 2010, abordó cuestiones relacionadas con la actividad bancaria paralela. La Comisión Europea inició un proceso similar y publicó un libro verde en 2012 y su propio plan de acción en 2013 (EC, 2012).
- 23 Véase FSB, 2012 y 2014c.
- 24 Por ejemplo, en julio de 2014 la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos aprobó enmiendas a las normas que rigen los fondos mutuos de inversión del mercado monetario, que deberán aplicarse a más tardar en 2016. Estas exigen que los activos de los fondos primarios con inversores institucionales tengan un valor neto variable. En el caso de los fondos que solo tienen inversores particulares, las nuevas normas establecen comisiones de liquidez y restricciones de reembolso temporales a fin de gestionar las presiones para exigir un reembolso; requisitos más estrictos en materia de diversificación, divulgación y pruebas de resistencia; y la presentación de informes actualizados.
- 25 El proyecto de directiva para la imposición de un impuesto sobre las transacciones financieras publicado por la Comisión Europea en 2011 causó gran conmoción entre los participantes en el mercado, y acabó siendo abandonado en 2013. Las instituciones financieras declararon que la iniciativa socavaría la competitividad de la banca europea, aumentaría la inestabilidad financiera al encarecer la gestión de riesgos y reduciría la inversión en empresas de rápido crecimiento (Gabor, 2014).
- 26 Si bien hay multitud de agencias de calificación en todo el mundo —más de 70, según el FMI (2010)—, el mercado mundial está dominado por las “Tres Grandes”: Standard & Poor’s y Moody’s, cuyas respectivas cuotas de mercado se estiman en un 40%, y Fitch, con una cuota de mercado estimada del 15% (Schroeter, 2011).
- 27 Salvo los de los deudores soberanos.
- 28 La prueba de resistencia de 2014 se llevó a cabo en cooperación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, así como las autoridades competentes de todas las jurisdicciones nacionales pertinentes de la Unión Europea y Noruega (EBA, 2014).

---

## Bibliografía

---

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do about It*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Adrian T, Begalle B, Copeland A and Martin A (2013). Repo and securities lending. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 529, New York.
- Aglietta M and Rigot S (2009). *Crise et Rénovation de la Finance*. Paris, Odile Jacob.
- Aiyar S and Jain-Chandra S (2012). The domestic credit supply response to international bank deleveraging: Is Asia different? Working Paper No. 12/258, IMF, Washington, DC.
- Alemu G (2014). Financial inclusion, regulation and inclusive growth in Ethiopia. Working paper 408, Overseas Development Institute, London.
- Alessandri P and Haldane AG (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago 12<sup>th</sup> Annual International Banking Conference, Chicago, 25 September.
- Ayadi R (2010). Diversity in European banking: Why does it matter?, CEPS Commentary, 18 October. Available at: <http://www.ceps.eu/ceps/dld/3815/pdf>.
- Barth J, Caprio G and Levine R (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. Cambridge, Cambridge University Press.
- BCBS (2011). Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2013). Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014a). Basel III: The net stable funding ratio. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014b). Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity. Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (2010a). Long-term issues in international banking. Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System. CGFS Papers No. 41, Basel.
- BIS (2010b). The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Paper No. 54, Basel.
- BIS (2014). Financial Stability Institute : FSI Survey, Basel II, 2.5 and III Implementation. Available at: <http://www.bis.org/fsi/fsiop2014.pdf>.
- BIS (2015). Progress report on adoption of the Basel regulatory framework. Basel.
- Brender A (1980). Analyse cybernétique de l'intermédiation financière. *Cahiers de l'ISMEA*, CM n° 7, Paris.
- Buch CM, Neugebauer K and Schröder C (2014). Changing forces of gravity: How the crisis affected international banking. ZEW Discussion Paper No. 14-006, Centre for European Economic Research, Mannheim. Available at: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14006.pdf>.
- Calomiris CW (2009). The debasement of ratings: What's wrong and how we can fix it. New York, NY, Columbia University. Available at: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/RatingAgenciesE21.pdf>.
- CEPS (2010). *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*. Brussels, Centre for European Policy Studies.
- Cetorelli N and Goldberg L (2011). Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis. *IMF Economic Review*, 59(1): 41–76.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). Who's afraid of China's shadow banking? *Business Line*. Available at: <http://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/whos-afraid-of-chinas-shadow-banking/article7244825.ece>.
- Chen G and Wu Y (2014). Bank ownership and credit growth in emerging markets during and after the 2008–09 financial crisis: A cross-regional comparison. Working Paper 14/171, IMF, Washington, DC.
- Claessens S and van Horen N (2014). Foreign banks: trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46 (1): 295–326. February.
- Coval JD, Jurek JW and Stafford E (2008). The economics of structured finance. Finance Working Paper No.



- 09-060, Harvard Business School, Cambridge, MA. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>.
- Drehmann M and Tsatsaronis K (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: Questions and answers. *BIS Quarterly Review*, March. Basel, Bank for International Settlements.
- EBA (2014). Results of 2014 EU-wide stress test. London, European Banking Authority. Available at: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results>.
- EC (2012). Green paper: Shadow banking. Brussels. Available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf).
- EC (2013). Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. Press Release, 18 June, Brussels.
- EC (2014). EU moves to strengthen regulatory control of credit rating agencies. Brussels, 3 October. Available at: <http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/eu-moves-to-strengthen-regulatory-control-of-credit-rating-agencies/>.
- EIU (2015). Financial Services Report China 2nd Quarter 2015. Economist Intelligence Unit, 8 May.
- Elliott D, Kroeber A and Qiao Y (2015). Shadow banking in China: A primer. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Elliott, D and Yan K (2013). The Chinese financial system: An introduction and overview. Monograph Series No. 6, John L. Thornton China Center at the Brookings Institution, Washington, DC.
- Fiechter J, Ötoker-Robe Í, Ilyina A, Hsu M, Santos A and Surti J (2011). Subsidiaries or branches: Does one size fit all? Discussion Note SDN 11/4, IMF Washington, DC.
- Fitch (2015). Mexico's smaller banks to be more challenged meeting LCR. Fitch Ratings, New York/Monterrey.
- FSB (2010). Principles for reducing reliance on CRA ratings. Available at: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1).
- FSB (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report. Basel, 18 November.
- FSB (2014a). Overview of progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. Basel.
- FSB (2014b). Structural banking reforms: Cross-border consistencies and global financial stability implications. Report to G20 leaders for the November 2014 Summit. Basel.
- FSB (2014c). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. Available at: <http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/>.
- FSF (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Available at: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0004b.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004b.pdf?page_moved=1).
- Gabor D (2014). A step too far? The European financial transactions tax and shadow banking. Bristol, University of the West of England.
- Ghosh J (2012). Appreciating diversity: Regulatory reform and banking practices in the developed and developing worlds. *PSL Quarterly Review*, 65(263): 429–436.
- Ghosh S, Gonzalez del Mazo I and Ötoker-Robe Í (2012). Chasing the shadows: How significant is shadow banking in emerging markets? Economic Premise Number 88, World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, Washington, DC.
- Gorton G and Souleles N (2005). Special purpose vehicles and securitization. Working Paper Series 11190, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2009). Haircuts. Working Paper Series No. 15273, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2010). Regulating the shadow banking system. Brookings Papers on Economic Activity No. 2, Brookings Institution, Washington, DC.
- Greene E and Broomfield EL (2014). Dividing (and conquering?) shadows: FSB and US approaches to shadow banking at the dawn of 2014. *Butterworth Journal of International Banking and Financial Law*, 29(2): 111–115.
- Haldane AG (2009). Rethinking the financial network. Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 April. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane AG (2014). Managing global finance as a system. Speech at the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Birmingham University. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf>.
- Haldane AG and Madouros V (2012). The dog and the frisbee. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366<sup>th</sup> economic policy symposium on The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming, 31 August. Available at: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.
- Harutyunyan A, Massara A, Ugazio G, Amidzic G and Walton R (2015). Shedding light on shadow banking. IMF Working Paper WP/15/1. Washington, DC.
- He D and McCauley RN (2013). Transmitting global liquidity to East Asia: Policy rates, bond yields, currencies and dollar credit. Working Paper 431, BIS, Basel.
- Heritage Foundation (2015). Index of Economic Freedom. Washington, DC. Available at: <http://www.heritage.org/index/about>.



- ICMA (2015). Frequently asked questions on repo. Zurich, International Capital Market Association. Available at: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>.
- IMF (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, DC. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf>.
- IMF (2014). *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*. Washington, DC.
- IMF (2015). *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, DC. Available at: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>.
- Ingves S (2014). Implementing the regulatory reform agenda: The pitfall of myopia. Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, 6 November. Available at: <http://www.bis.org/speeches/sp141118.htm>.
- IOSCO (2015). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Final report of The Board of the International Organization of Securities Commissions, FRO/2015, London.
- Jeon BM and Wu J (2013). Foreign banks, monetary policy, and crises: Evidence from bank-level panel data in Asia. In: Jeon BM and Olivero MP, eds. *Global Banking, Financial Markets and Crises. International Finance Review*, 14. Bingley, Emerald Group Publishing Limited: 91–113.
- Jeon BM and Wu J (2014). The role of foreign banks in monetary policy transmission: Evidence from Asia during the crisis of 2008–9. Working Paper 01/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Available at: [http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01\\_2014-final-.pdf](http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01_2014-final-.pdf).
- Kregel J and Tonveronachi M (2014). Fundamental principles of financial regulation and supervision. Working Paper Series No. 29, Financialisation, economy, society and sustainable development (FESSUD), University of Leeds, Leeds.
- Kruger M (2013). Reform and risk in the Chinese financial system. China Institute Occasional Paper Series Issue No. 2. Available at: <http://www.china.ualberta.ca/Research%20and%20Publications/~media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/ChinaInstituteOccasionalPaper2-MarKruger.pdf>.
- Krugman P (2013). Ideological ratings. *New York Times*, 8 November 2013. Available at: [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?_r=0).
- McKinsey (2015). Debt and (Not Much) deleveraging. McKinsey Global Institute.
- Moody's (2014). Indian public-sector banks will require more capital for Basel III compliance. *Global Credit Research*, 22 September.
- Moosa I and Burns K (2013). The Basel III controversy: A critical assessment of the views of Australian regulators. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2: 26–29.
- Morrison ER, Roe MJ, Sontchi HCS (2014). Rolling back the repo safe harbors. *The Business Lawyer*, 69(4): 1015–1048.
- OECD (2009). *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Paris.
- Okazaki K (2007). Banking system reform in China: The challenges of moving toward a market-oriented economy. Occasional paper, Rand Corporation. Available at: [http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional\\_papers/2007/RAND\\_OP194.pdf](http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional_papers/2007/RAND_OP194.pdf).
- Portes R (2008). Rating agency reform. Working paper, London Business School and CEPR, London. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>.
- Powell A (2004). Basel II and developing countries: Sailing through the sea of standards, Policy Research Working Paper Series 3387, World Bank, Washington, DC.
- Pozsar Z and Singh M (2011). The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. Working Paper 11/289, IMF, Washington, DC.
- Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A and Boesky H (2013). Shadow banking. *Economic Policy Review*, 19(2). Federal Reserve Bank of New York, NY.
- Schroeter UG (2011). Credit ratings and credit rating agencies, In: Caprio G, ed, *Encyclopedia of Financial Globalization*, Elsevier.
- Schumpeter JA (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto and London, McGraw-Hill.
- Singh M and Aitken J (2010). The (sizable) role of rehypothecation in the shadow banking system. Working Paper 10/172, IMF, Washington, DC.
- Slovik P (2012). Systemically important banks and capital regulation challenges. OECD Economics Department Working Paper no. 916, OECD Publishing, Paris.
- Turner P (2012). Weathering financial crisis: Domestic bond markets in EMEs. BIS Papers 63, BIS, Basel.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations

- General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York.
- Vināls J, Pazarbasioglu C, Surti J, Narain A, Erbenova M and Chow J (2013). Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen structural measures help? Staff Discussion Notes No. 13/4, IMF, Washington, DC.
- Walter AW (2008). *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Walter AW (2015). Emerging countries and Basel III: Why is engagement still low? *New Thinking and the New G20 Series*, Paper No. 4, Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.
- Wolf M (2014). *The Shifts and the Shocks: What We've Learned – and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*. London, Penguin Press.
- World Bank (2013). Implementing post-crisis financial regulatory reforms: What does it mean for emerging market and developing economies and how the World Bank Group can help. Washington, DC, Available at: [http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs\\_note.pdf](http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs_note.pdf).



**Capítulo V****LA DEUDA EXTERNA Y LAS CRISIS DE LA DEUDA:  
AUMENTO DE LAS VULNERABILIDADES Y  
NUEVOS RETOS****A. Introducción**

En los anteriores capítulos se han analizado las principales deficiencias del actual sistema monetario y financiero internacional, que limitan la capacidad de este para promover y mantener la estabilidad económica mundial. Además, restringen las medidas que pueden emprender los encargados de la formulación de políticas, sean de países desarrollados o en desarrollo, para seguir vías de crecimiento más incluyentes y sostenibles. A nivel macroeconómico, el sistema actual no ha conseguido reducir sustancialmente la inestabilidad de los mercados financieros ni corregir los persistentes desequilibrios globales. Además de ocasionar a menudo altos costos sociales y económicos para los países, ello ha dado lugar a una acumulación constante de grandes deudas externas. A nivel microeconómico, como se ha visto en el anterior capítulo, la regulación no ha logrado frenar la conducta arriesgada y procíclica de diversas instituciones financieras, que fue la causa inicial de la crisis financiera mundial de 2008-2009. Así pues, persiste el riesgo de que se produzcan crisis financieras y de deuda en el futuro.

En el presente capítulo se aborda una antigua deficiencia del sistema monetario y financiero internacional, a saber, la falta de un mecanismo eficaz que permita gestionar mejor las crisis de deuda externa. Se dedica especial atención a la deuda soberana, ya que, según se ha visto en el capítulo II, aun cuando, como sucede a menudo, las crisis nazcan en el sector

privado, suelen dar lugar a un sobreendeudamiento público y a un período prolongado de dificultades económicas y sociales<sup>1</sup>.

Antes de que se produjeran las ocho mayores crisis de las economías emergentes (desde la de México en 1994, pasando por las de Tailandia, Indonesia, República de Corea, Federación de Rusia, Brasil, Turquía, hasta la de la Argentina en 2001), la deuda soberana solamente suponía un problema en cuatro economías: Argentina, Brasil, México y Federación de Rusia. Sin embargo, a raíz de la crisis, la deuda soberana aumentó bruscamente en casi todas ellas. Ese aumento se debió a varios factores. En la mayoría de las economías una gran parte de la deuda privada, tanto interna como externa, fue socializada a través de planes estatales de rescate. También se utilizaron fondos públicos para recapitalizar bancos insolventes y afrontar los costos de las devaluaciones que de lo contrario habría tenido que soportar el sector privado, financiero o no financiero. Como consecuencia de las crisis hubo una disminución de los ingresos fiscales y un aumento de los tipos de interés de la deuda pública. Recientemente, durante la crisis de la eurozona, se repitió prácticamente esa misma pauta en España e Irlanda.

En la siguiente sección del capítulo se hace una breve introducción de los problemas que plantea la deuda externa soberana. A continuación se presentan

las recientes tendencias globales y regionales en cuanto a volumen y composición de la deuda externa de los países en desarrollo (sección C). En la sección D se resumen las características básicas de las crisis financiera y de deuda que afectan a las economías en

desarrollo, en general, y se examinan, en particular, los enfoques históricos de la solución de los problemas de deuda soberana. En la sección E se analizan las propuestas de reforma del actual sistema fragmentado de resolución de la deuda soberana.

## B. Sostenibilidad de la deuda externa: principales problemas

La deuda externa no es un problema en sí misma. De hecho, los instrumentos de deuda son un elemento importante de toda estrategia de financiación. Sin embargo, la deuda puede convertirse en un problema cuando el endeudamiento externo no va acompañado de inversión productiva, o cuando un país deudor neto ve sus variables macroeconómicas fundamentales afectadas por una grave perturbación externa. En tales circunstancias, las obligaciones del deudor pueden rebasar rápidamente su capacidad de generar los recursos necesarios para el servicio de su deuda. Si dichas obligaciones no son compensadas por la entrada de nuevos créditos (o por un aumento de los intereses procedentes de las inversiones en el extranjero), el servicio de la deuda equivale a una transferencia de recursos al resto del mundo, que, si es importante, reduce el gasto y el crecimiento internos, poniendo en riesgo la capacidad de los países para afrontar los vencimientos.

El endeudamiento externo elevado no responde a las mismas causas ni surte los mismos efectos en todos los grupos de economías. En la mayoría de los países de bajos ingresos, se debe a un déficit crónico por cuenta corriente, que básicamente refleja unas capacidades exportadoras limitadas y una gran dependencia de las importaciones tanto para consumo como para inversión. El grueso de los flujos de capitales que generaron directamente la deuda externa de esos países provenía de fuentes oficiales. En cambio, desde mediados de los años setenta, una

gran proporción de la deuda externa de los países de ingresos medios provenía de acreedores privados, a medida que esos países fueron integrándose en el sistema financiero internacional, lo que les permitió acceder a los mercados financieros internacionales.

---

Los instrumentos de deuda son un elemento importante de toda estrategia de financiación...

---

La sostenibilidad de la carga de la deuda externa depende de la relación entre el crecimiento de los ingresos internos o procedentes de las exportaciones y las tasas medias de interés y el perfil de madurez de la deuda. Así pues, en la medida en que sirvan para ampliar, directa o indirectamente, las capacidades productivas mediante la mejora de las infraestructuras, especialmente en el sector de bienes comerciables, las entradas de capital extranjero contribuirán a incrementar los ingresos nacionales y los ingresos procedentes de las exportaciones necesarios para el servicio de la deuda. Sin embargo, cada vez es más frecuente que la deuda externa tenga su origen en entradas de capital privado disociadas de las necesidades de financiación del comercio y las inversiones. Además, dado que su volumen, habitualmente grande en relación con el tamaño de las economías receptoras, tales flujos han ocasionado burbujas económicas, sobrevaloración de la moneda, importaciones superfluas e inestabilidad macroeconómica, lo que hace que aumente el riesgo de impago. Esos flujos también exponen a las economías afectadas a los vaivenes de los mercados internacionales de capital, al facilitar o incluso fomentar la acumulación de deuda externa



durante la fase expansiva del ciclo financiero, aunque ello pueda ocasionar una crisis de deuda en caso de interrupción o reversión de los flujos de capital.

Al margen de estas relaciones macroeconómicas fundamentales, la sostenibilidad de la deuda externa también depende de su estructura y su composición. La definición usual de la deuda externa bruta, adoptada también en este capítulo, se basa en el criterio de residencia, y se refiere a los activos crediticios en manos de no residentes con cargo a recursos de la economía deudora. Concretamente, la deuda externa bruta corresponde en este caso al monto pendiente de reembolso constituido por “pasivos asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos”

(TFFS, 2013:5). Otros posibles criterios para calificar la deuda como “interna” o “externa” se basan en su denominación en moneda nacional o bien en divisas, en la jurisdicción de origen de la deuda y en la que se resolverán los litigios en caso de impago.

Cuando la mayor parte de la deuda externa consistía en préstamos, y no en bonos, los criterios de residencia, moneda y jurisdicción solían coincidir: el prestamista era no residente y el empréstito se emitía en moneda extranjera con arreglo a leyes extranjeras. Desde el comienzo de los años noventa, esto cambió considerablemente. En los últimos veinte años, el aumento de la deuda ha ido acompañado de un proceso de desintermediación (es decir, un cambio en los instrumentos de la deuda, con la sustitución de los préstamos bancarios sindicados por bonos de deuda, que presentan mayor liquidez). Dado que los bonos emitidos en moneda nacional con arreglo al derecho interno pueden ser adquiridos por inversores extranjeros y que, a la inversa, la deuda soberana denominada en moneda extranjera puede ser adquirida por residentes nacionales, hay una porción de la deuda que podría considerarse externa según ciertos criterios e interna según otros.

La cantidad de deuda emitida en moneda extranjera puede afectar considerablemente a la sostenibilidad de la deuda. Ello se debe a que, para servir dicha deuda, el deudor no solo debe generar los ingresos

necesarios, sino que además debe adquirir las divisas correspondientes. Su capacidad para hacerlo dependerá de la situación de su balanza de pagos. Ahora bien, será preciso un equilibrio entre las condiciones necesarias para la obtención de excedentes comerciales y las que determinan los beneficios de los deudores (o el excedente primario en el caso de los Estados). Por ejemplo, podría ser necesario aplicar devaluaciones de la moneda nacional y políticas de ajuste recesionalistas para aumentar las exportaciones y reducir las importaciones, pero también harán que aumente el valor real de la deuda en divisas y reducirán los ingresos del deudor.

La mayoría de los países en desarrollo de altos ingresos, últimamente tienden a denominar su deuda externa en moneda nacional, en vez de en

divisas. Ello ha sido posible principalmente por la fuerte expansión de la liquidez a nivel mundial y los aumentos concomitantes de las entradas de capitales en esas economías, que reflejan la disposición de los prestamistas a asumir riesgos cambiarios y a operar en el marco jurídico local. En ese caso el criterio de residencia sigue siendo pertinente a efectos de la sostenibilidad de la deuda, ya que las inversiones que hacen los no residentes en bonos y obligaciones nacionales aumentan la liquidez de los mercados de deuda nacionales. Además, la creciente participación de no residentes en dichos mercados reduce la estabilidad de la tenencia, al contrario de lo que sucede con la participación de inversores institucionales nacionales, que suelen estar sujetos a normas que les obligan a invertir un porcentaje determinado de sus activos en instrumentos de deuda nacionales. En cambio, los acreedores no residentes que liquidan sus títulos de deuda denominada en moneda local tienden a convertir el importe obtenido en divisas y a repatriar las ganancias.

Por último, la jurisdicción en la que se emite la deuda influye en la sostenibilidad de esta, ya que determina las normas aplicables en la resolución de posibles litigios entre deudores y acreedores, y en particular hasta qué punto se permitirá que los acreedores no cooperativos interfieran en los acuerdos de reestructuración de la deuda aprobados por la mayoría de los acreedores privados y los Estados.

---

... pero la deuda externa puede convertirse en un problema si el endeudamiento externo no está ligado a la inversión productiva.

---

De manera más general, si la deuda externa de los países en desarrollo se emitió en jurisdicciones extranjeras, como garantía suplementaria para los inversores que no confían en el sistema judicial del país emisor, ello podría complicar las situaciones de crisis, ya que la economía deudora puede verse obligada a lidiar con diferentes jurisdicciones y marcos jurídicos. Además, los países que han suscrito acuerdos internacionales de inversión, en particular los que incluyen cláusulas de solución de controversias entre inversores y Estados, pueden ser demandados ante tribunales de arbitraje como el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) o la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI). Suele tratarse de un arbitraje *ad hoc*, con un sesgo favorable a los inversores demandantes. Además, generalmente se basa en la lógica comercial propia del sector privado, sin tener en cuenta los efectos socioeconómicos de largo plazo en el conjunto de la economía deudora (Van Harten, 2007; véase también *TDR 2014*).

La deuda soberana merece una atención especial por varias razones. En ciertos casos los Estados pueden tropezar con dificultades para servir deudas externas que contrajeron para financiar el gasto público. En las etapas en que resulta fácil y barato obtener crédito, pueden subestimar el riesgo que entraña la exposición a la volatilidad del sistema financiero internacional y a las conmociones financieras provocadas por cambios de políticas monetarias en el extranjero. No obstante, en muchos otros casos, el desencadenante de la crisis de deuda soberana es la conducta imprudente de los operadores privados, tanto en calidad de prestatarios como de prestamistas. En principio, el impago de la deuda externa de los deudores privados está sometido al régimen de insolvencia aplicable en la jurisdicción en la que se haya contraído la deuda. Ese marco jurídico suele prever cierto grado de protección para el deudor y la reestructuración de la deuda (que puede incluir o no la anulación de una parte de la misma), o un procedimiento de quiebra y la subsiguiente liquidación de activos del deudor. Ahora bien, cuando una oleada de suspensiones de pagos privadas amenaza la estabilidad del sistema financiero, el sector

público a menudo se hace cargo de la deuda privada, especialmente la de los grandes bancos, lo que tiene como consecuencia un sobreendeudamiento público (véase el capítulo II del informe).

Sin embargo, los problemas de deuda soberana no están sujetos al mismo régimen que la suspensión de pagos privada. Necesitan un tratamiento específico, sobre todo habida cuenta de que los gobiernos y las administraciones públicas tienen por misión proporcionar bienes públicos mediante la aplicación de políticas macroeconómicas y microeconómicas adecuadas, con miras a lograr objetivos de desarrollo a largo plazo. Así pues, cualquier obstáculo que impida cumplir esos deberes, por causa de sobreendeudamiento o de condicionalidades ligadas a la ayuda para la reestructuración de la deuda, tendrá importantes consecuencias sociales, económicas y políticas. Cabe, pues, preguntarse cuál es la mejor manera de plantear la reestructuración de la deuda soberana en el marco de una economía cada vez más globalizada.

La preocupación ante la falta de un mecanismo de resolución de la deuda externa soberana no es nueva<sup>2</sup>. Desde mediados de los años ochenta, en los informes sobre el comercio y el desarrollo de la UNCTAD se viene propugnando la sustitución de los mecanismos de reestructuración de la deuda activados a instancia del deudor, *ad hoc* y arbitrarios, utilizados tanto para la deuda pública como para la privada, por mecanismos normativos que permitan una evaluación imparcial de la situación de la deuda del país y promuevan un reparto justo de la carga y el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda. En el *TDR 1986* se decía que la falta de un marco bien estructurado e imparcial para la resolución de los problemas internacionales de la deuda entrañaba un peligro considerable de que los deudores internacionales sufrieran las peores consecuencias de los dos mundos posibles: una estigmatización financiera y económica al ser considerados *de facto* en quiebra y el verse privados al mismo tiempo de los beneficios de la ayuda financiera y la reorganización financiera que acompañarían una bancarrota *de jure* gestionada de modo similar al establecido en el capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos. Al

---

A menudo la causa de las crisis de la deuda soberana es la conducta imprudente de agentes privados, sean prestatarios o prestamistas.

---

igual que sucede con otras reformas necesarias del sistema monetario y financiero internacional, puede haber un equilibrio entre conveniencia y viabilidad,

al menos a corto plazo. Por consiguiente, es preciso considerar una serie de opciones para abordar los problemas de la deuda soberana.

---

## C. Tendencias en cuanto al volumen y la composición de la deuda externa

---

### 1. *Evolución de la deuda externa de las economías en desarrollo y en transición*

---

En términos nominales (y según el criterio de residencia explicado anteriormente), la deuda externa de los países en desarrollo y las economías en transición ha tendido a aumentar a largo plazo. Salvo África, que seguía siendo un mercado menos atractivo para los inversores privados y que se había beneficiado mucho de los programas de reducción de la deuda, todas las regiones tenían a mediados de 2013 una deuda considerablemente mayor que en los años noventa (gráfico 5.1). No obstante esa tendencia no fue homogénea: América Latina y Asia Sudoriental, las dos regiones en desarrollo más integradas en el sistema financiero internacional, tuvieron niveles de deuda externa relativamente estables entre 1997-1998 y 2006-2007. El motivo fue que, al final de los noventa, esos países habían sufrido crisis de deuda que restringieron temporalmente su acceso al crédito privado extranjero. No obstante, también se debió en parte a los esfuerzos que hicieron tras la crisis para reducir su dependencia de las entradas de capitales, evitando incurrir de nuevo en déficits por cuenta corriente y llegando a generar superávits significativos. En ese sentido, se vieron beneficiados por la devaluación real de sus monedas durante la crisis y, en algunos casos, por mejoras de su relación de intercambio después de 2003. Sin embargo, desde la crisis financiera mundial de 2008, el volumen de su deuda externa ha vuelto a aumentar, a veces de manera extraordinaria, tanto por el empeoramiento de la cuenta corriente como por la entrada de nuevos capitales extranjeros impulsados por las políticas

monetarias expansionistas aplicadas en los países desarrollados.

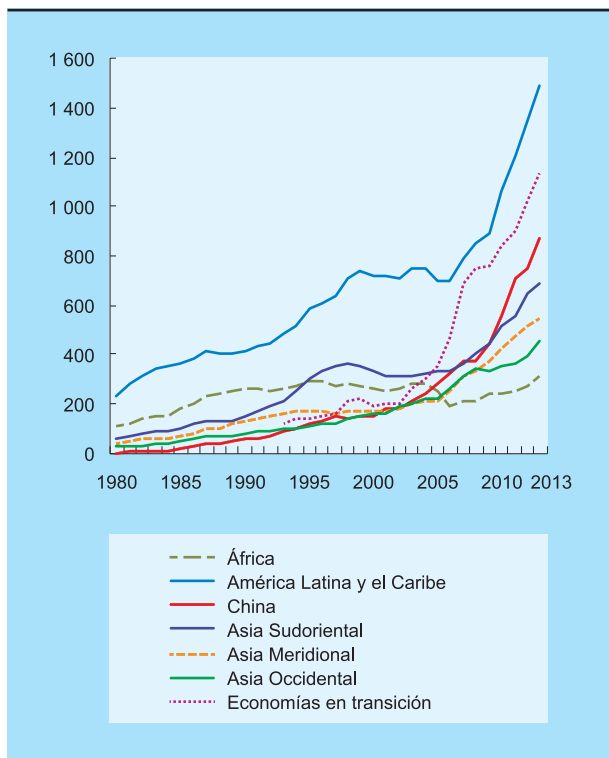
La relación entre el volumen de la deuda externa y el ingreso nacional bruto (INB), disminuyó a distinto ritmo en todas las regiones en desarrollo desde finales de los años noventa hasta la crisis de 2008 (gráfico 5.2), gracias a las circunstancias macroeconómicas favorables y a un crecimiento económico vigoroso. La mayor reducción del coeficiente de endeudamiento externo en relación con el ingreso nacional bruto tuvo lugar en África, donde, en promedio, cayó de más del 100% en 1994 a menos del 20% en 2013. Además de registrar una aceleración del crecimiento en el primer decenio del siglo, la región se benefició más que ninguna otra de los programas oficiales de alivio de la deuda. Sin embargo, después de 2008 se frenó esa tendencia, al volver a aumentar ligeramente el coeficiente de endeudamiento en relación con el INB. En las economías en transición el endeudamiento externo aumentó gradualmente, desde un nivel bajo a principios de los años noventa hasta alcanzar alrededor del 60% del INB en 2013, si se excluye la Federación de Rusia, y solo el 15% de INB si se incluye.

La reducción general del volumen relativo de la deuda externa, junto con la caída general de los tipos de interés en los finales años noventa, explica en gran medida que en todas las regiones en desarrollo haya disminuido el pago de intereses en proporción a las exportaciones. En África, esa proporción disminuyó de una media del 13% registrada en los años ochenta a alrededor del 1% en 2012-2013, en Asia Sudoriental y Asia Meridional cayó del 11% a menos del 2%, en Asia Occidental, del 18% al 6% y

Gráfico 5.1

### DEUDA EXTERNA, GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS Y CHINA, 1980-2013

(En miles de millones de dólares corrientes de los Estados Unidos)



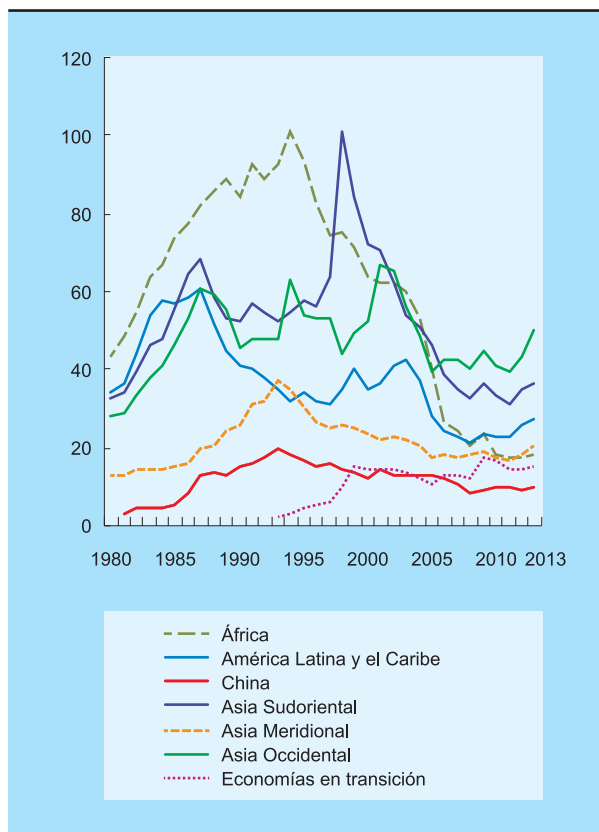
**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de los indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial y fuentes nacionales.

**Nota:** Los cálculos agregados se basan en los países para los que hay datos completos desde 1980 (excepto para las economías en transición que comenzaron en 1993). África comprende: Argelia, Benin, Bostwana, Burkina Faso, Burundi, Camerún, Chad, Comoras, Congo, Côte d'Ivoire, Djibouti, Egipto, Etiopía, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Kenya, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Marruecos, Mauricio, Mauritania, Níger, Nigeria, República Centroafricana, República Democrática del Congo, República Unida de Tanzania, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Seychelles, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Swazilandia, Togo, Túnez, Uganda, Zambia y Zimbabwe. América Latina y el Caribe comprende: Argentina, Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana, San Vicente y las Granadinas y Venezuela (República Bolivariana de). Asia Sudoriental comprende: Filipinas, Indonesia, Malasia, Myanmar, República Democrática Popular Lao y Tailandia. Asia Meridional comprende: Bangladesh, India, Irán (República Islámica del), Maldivas, Nepal, Pakistán y Sri Lanka. Asia Occidental comprende: Jordania, Líbano, República Árabe Siria, Turquía y Yemen. Las economías en transición incluyen: Albania, Armenia, Azerbaiyán, Belarús, ex República Yugoslava de Macedonia, Federación de Rusia, Georgia, Kazajstán, Kirguistán, República de Moldova, Serbia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.

Gráfico 5.2

### DEUDA EXTERNA, EN PROPORCIÓN AL INB, GRUPOS SELECCIONADOS DE PAÍSES Y CHINA, 1980-2013

(En porcentaje)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat, la base de datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial y fuentes nacionales.

**Nota:** Véase el gráfico 5.1. Los agregados regionales corresponden a los mismos países que en el gráfico 5.1, salvo Etiopía y el Yemen, de cuyo INB no hay datos.

en América Latina del 28% al 6% durante el mismo período (gráfico 5.3).

En consecuencia, los países en desarrollo, incluidas las economías emergentes, afrontaron la crisis financiera mundial con unos balances relativamente sólidos en su sector público, lo que en un primer momento contribuyó a que se recuperaran bien de esa conmoción. Asimismo se convirtieron en destinos atractivos para los capitales que buscaban mayor rentabilidad que la ofrecida en las economías desarrolladas. Sin embargo, esa estabilidad y solidez macroeconómicas aparentes fueron efímeras: las

Gráfico 5.3

recientes turbulencias en los mercados financieros internacionales, provocadas por las previsiones de reducción paulatina de la expansión cuantitativa en los Estados Unidos y de una normalización de sus tipos de interés han perjudicado a las economías emergentes (UNCTAD 2014). Más generalmente, el reciente exceso de liquidez registrado en los mercados financieros internacionales, prácticamente dissociado de la financiación del desarrollo a largo plazo, junto con un creciente endeudamiento en divisas del sector privado, ha incrementado la exposición de los países en desarrollo a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales.

## 2. Endeudamiento y préstamos del sector público y el privado

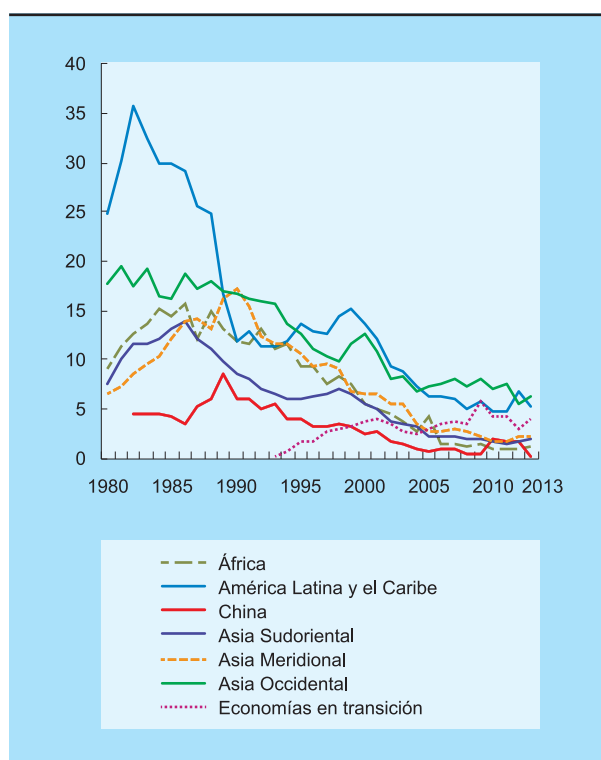
La proporción relativa de la deuda externa que corresponde a los deudores públicos y los privados tiene influye considerablemente en la sostenibilidad de la deuda<sup>3</sup>. Históricamente, el grueso de la deuda externa de los países en desarrollo era deuda pública. Por ejemplo, en 2000 su proporción en la deuda externa de largo plazo de todos los países en desarrollo era del 72%, pero en 2013 esa proporción había disminuido a cerca de la mitad de la deuda total (gráfico 5.4).

La deuda privada externa, por el contrario, ha sido tradicionalmente bastante limitada, razón por la cual atrajo escasa atención de los órganos de supervisión. Además, estos órganos solían estar bajo la influencia de los promotores del libre mercado, que se oponían a la intervención estatal para frenar el aumento de las deudas privadas externas, aduciendo que tales pasivos eran el resultado de actividades de los que denominaban “agentes racionales”, fruto de decisiones de ahorro e inversión de carácter privado, por lo que no ocasionarían dificultades financieras. Sin embargo, la experiencia ha refutado ese argumento, sobre todo tras la crisis financiera mundial, cuando la elevada deuda externa privada se convirtió en el principal motor de las crisis del sector público<sup>4</sup>.

Por consiguiente, los responsables de las políticas no deben congratularse en exceso por los niveles globalmente bajos de deuda pública observados en

### PAGO DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA EN PROPORCIÓN DE LAS EXPORTACIONES, GRUPOS SELECCIONADOS DE PAÍSES Y CHINA, 1980-2013

(En porcentaje)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos de los indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial.

**Nota:** Los agregados regionales corresponden a los mismos países que en el gráfico 5.1, salvo Djibouti, Etiopía, la Federación de Rusia, Guinea, Guinea-Bissau, Guyana, Haití, la República Islámica del Irán, el Líbano, el Paraguay, la República Árabe Siria, la República Democrática Popular Lao, la República Unida de Tanzania, Santo Tomé y Príncipe, Somalia, Tailandia y el Yemen, de los que no hay datos.

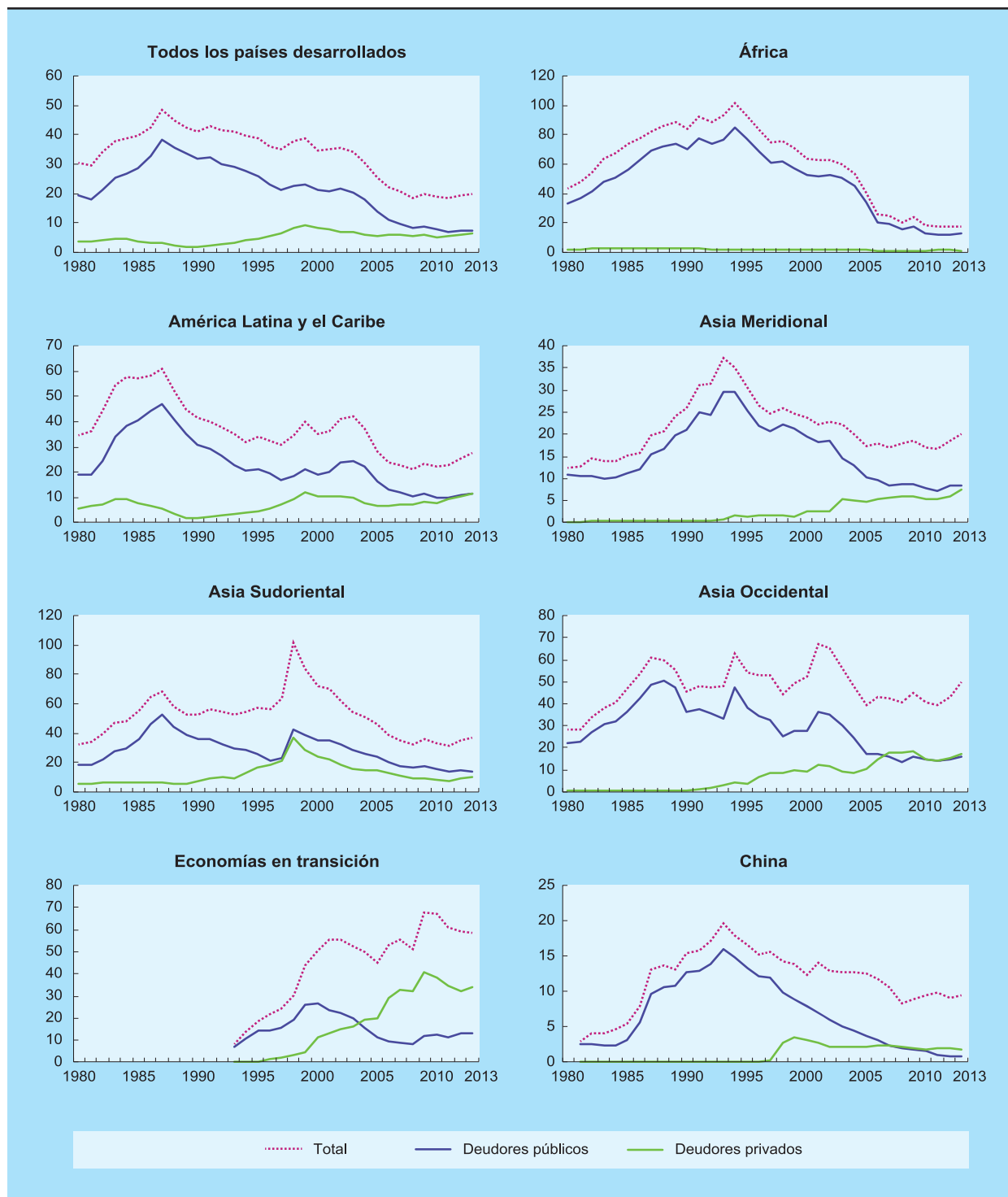
muchas economías en desarrollo; antes bien, deberían mostrarse precavidos frente al considerable riesgo que entraña para la estabilidad financiera el aumento del coeficiente de endeudamiento externo privado en relación con el ingreso nacional bruto (gráfico 5.4). Ello incluye el creciente endeudamiento externo del sector privado contraído en los últimos años por empresas no financieras, principalmente para realizar operaciones financieras mediante la emisión de títulos de deuda en el exterior (Avdjiev *et al.*, 2014). A ello se suman los riesgos derivados



Gráfico 5.4

### DEUDA EXTERNA POR TIPO DE DEUDOR, GRUPOS SELECCIONADOS DE PAÍSES Y CHINA, 1980-2013

(En porcentaje del INB)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat y de la base de datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial.

**Nota:** Los agregados regionales corresponden a los mismos países que en el gráfico 5.1, excepto Etiopía, la Federación de Rusia y el Yemen, para los que no hay datos. El gráfico indica que la deuda externa total es mayor que la suma correspondiente a los deudores públicos y privados, porque la deuda externa no siempre está completamente desglosada en función de los deudores públicos y privados.

de los tipos de cambio y el peligro de que los flujos de capitales cambien bruscamente de dirección, por ejemplo a raíz de la normalización de los tipos de interés de los Estados Unidos o la inestabilidad de los precios de los productos básicos. Por ello, una expansión rápida de la deuda externa privada podría ir seguida de una crisis de deuda y de un aumento rápido de la deuda externa pública. De hecho, después de las crisis de deuda en América Latina en los años ochenta, una gran parte de la deuda externa del sector privado fue transferida al sector público. De manera similar, antes de la crisis financiera asiática de 1997 una proporción considerable de la deuda de esa región consistía en préstamos bancarios a prestatarios del sector privado que fueron nacionalizados de hecho al comienzo de la crisis.

La estructura de la deuda externa también ha evolucionado considerablemente por lo que respecta a los acreedores. En la mayoría de los países en desarrollo hasta los años setenta y a veces en los decenios siguientes, una amplia proporción de la deuda externa de largo plazo estaba en manos de acreedores oficiales y era principalmente bilateral. Así sucedía en particular en los países en desarrollo que mantenían fuertes vínculos económicos con sus antiguas metrópolis y en los países menos adelantados a los que los bancos comerciales se resistían a conceder préstamos. A principios de los años setenta, en todas las regiones salvo América Latina la deuda externa con acreedores oficiales era mayor que la contraída con acreedores privados. En el período 1970-1972, el 67% de la deuda externa africana estaba en manos de acreedores oficiales bilaterales o multilaterales; en Asia Occidental esa proporción era del 92% y en Asia Meridional ascendía al 93%. En cambio, el 70% de la deuda de América Latina y casi la mitad de la deuda de Asia Sudoriental se había contraído con acreedores privados (gráfico 5.5). En los últimos años, la proporción de deuda oficial en las economías en desarrollo y emergentes se ha mantenido a niveles inferiores al 20% de la deuda externa total.

A lo largo del decenio de 1970, hubo un fuerte aumento de la deuda externa de los países en desarrollo (principalmente de prestatarios latinoamericanos). Su deuda externa total a largo plazo pasó de alrededor del 13% de su INB conjunto en 1970 al 21% en 1980, principalmente al dispararse su deuda con acreedores privados, del 6% al 13% de su INB. La liberalización de la cuenta de capital y los esfuerzos de los bancos

comerciales por “reciclar” los petrodólares jugaron un papel importante en esa evolución. Esta se vio facilitada además por la adopción en las economías desarrolladas de leyes encaminadas a reforzar y aclarar los derechos de los acreedores en caso de impago soberano en el extranjero, por ejemplo, la Ley sobre Inmidades Soberanas Extranjeras, promulgada en 1976 por los Estados Unidos y la Ley de Inmidad de los Estados promulgada en 1978 por el Reino Unido (Bulow and Rogoff, 1990).

Si bien la conmoción causada por los tipos de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos y las consiguientes crisis de la deuda de los países en desarrollo prácticamente detuvieron la entrada de capitales en estas economías, la deuda privada siguió aumentando, como porcentaje del INB, hasta 1987, debido al crecimiento bajo (o negativo) de la producción y a las fuertes devaluaciones que hubo en las economías afectadas por la crisis. La deuda oficial — bilateral y multilateral— también creció rápidamente en proporción al INB de esos países, sobre todo a causa de las intervenciones de los acreedores oficiales para evitar una cesación de pagos masiva. Debido a ello, entre 1979 y 1987 la deuda externa de los países en desarrollo con acreedores oficiales bilaterales y multilaterales aumentó del 8 al 19% de su INB.

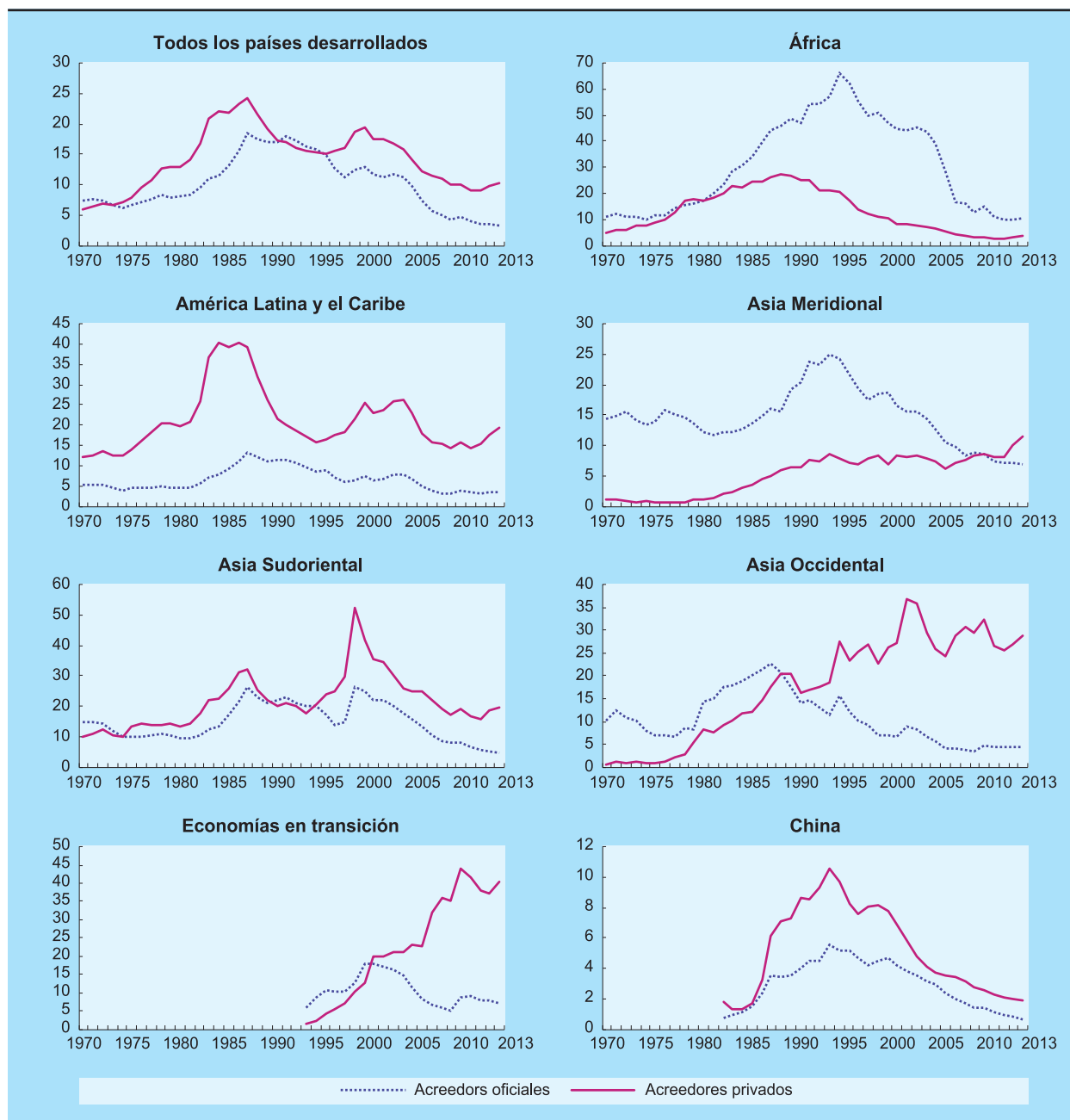
Después de 1987, la deuda de prestatarios de países en desarrollo con prestamistas privados disminuyó desde el máximo del 24% de su INB alcanzado ese año al 9% en 2011. Esa disminución global estuvo marcada por varios episodios de auge y caída en varias grandes economías en desarrollo, que provocaron nuevas crisis financieras y se tradujeron en aumentos temporales pero muy acusados de la deuda externa con el sector privado (que llegó al 19% del INB de los países en desarrollo a finales de los años noventa). La deuda externa contraída con acreedores oficiales disminuyó de manera más constante, en parte debido a las medidas de alivio de la deuda aplicadas a los países más pobres, y en parte por la voluntad política de los países de ingresos medios de hacer un menor uso de la financiación internacional.

La cuasiaceptación de la acumulación de atrasos en el servicio de la deuda —incluida la política seguida por el FMI de concesión de préstamos a países con atrasos— junto con el hecho de que los grandes bancos privados de los centros financieros

Gráfico 5.5

### DEUDA EXTERNA DE LARGO PLAZO POR TIPO DE ACREEDOR GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS Y CHINA, 1970–2013

(En porcentaje del INB)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de UNCTADstat; y base de datos International Debt Statistics del Banco Mundial.

**Nota:** Los agregados se basan en los países para los que se dispone de datos completos desde 1980 (salvo las economías en transición, para las que la fecha inicial es 1993). África comprende: Argelia, Benin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Camerún, Chad, Comoras, Congo, Côte d'Ivoire, Djibouti, Egipto, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Kenya, Lesotho, Madagascar, Malawi, Marruecos, Mauricio, Mauritania, Níger, Nigeria, República Centroafricana, República Democrática del Congo, Rwanda, Senegal, Seychelles, Sierra Leona, Sudán, Togo, Túnez, Uganda, Zambia y Zimbabwe. América Latina y el Caribe comprende: Argentina, Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana, San Vicente y las Granadinas y Venezuela (República Bolivariana de). Asia Sudoriental comprende: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Asia Meridional comprende: Bangladesh, India, Nepal, Pakistán y Sri Lanka. Asia Occidental comprende: Jordania, Líbano y Turquía. Las economías en transición comprenden: Albania, Armenia, Azerbaiyán, Belarús, ex República Yugoslava de Macedonia, Georgia, Kazajstán, Kirguistán, República de Moldova, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán. Los datos corresponden a la deuda total desembolsada y pendiente al cierre del ejercicio.

habían conseguido suficiente solidez para soportar la venta de su cartera de créditos con un descuento empujó al Gobierno de los Estados Unidos a aprobar el Plan Brady de 1989. Supuso un reconocimiento implícito de la imposibilidad de que los deudores en apuros pagaran el servicio de la deuda y restablecieran al mismo tiempo el crecimiento, lo que abrió el camino para que las negociaciones entre los bancos acreedores y las naciones deudoras se centraran principalmente en el alivio de la deuda en vez de en su reestructuración. Casi todas las reestructuraciones mediante bonos Brady consistieron en el canje de préstamos bancarios por bonos, bien de idéntico valor nominal (pero con un interés fijo inferior al tipo de interés del mercado) o bien de menor valor nominal. El plan abrió así un proceso de desintermediación financiera, es decir, de obtención de una mayor cantidad de préstamos directamente en los mercados de capitales mediante la emisión de bonos en vez de por mediación de los bancos comerciales. Desde entonces esa tendencia se ha acelerado (gráfico 5.6). Si bien esta modificación de los instrumentos de financiación ha conferido un mayor grado de liquidez a la deuda de los países en desarrollo, también ha hecho más compleja su renegociación, al multiplicar el número de tenedores de títulos, además de incrementar la exposición de los países en desarrollo a una deuda externa de mayor riesgo.

### **3. Cuestiones relativas a la moneda**

La denominación elegida para la deuda externa influye considerablemente en su sostenibilidad. La deuda denominada en divisas conlleva mayor riesgo que la denominada en moneda nacional, porque, en caso de devaluación de esta, se produce inmediatamente un aumento de la carga de la deuda en la moneda nacional, a veces muy importante. Más generalmente, incluso cuando no hay devaluación, los deudores podrán reembolsar su deuda externa únicamente si generan suficientes ingresos (y, en el caso de los Estados, si realizan un superávit fiscal primario suficiente). Ahora bien, puede resultar difícil cumplir ambas condiciones al mismo tiempo. La obtención de mayores ingresos públicos y privados requiere un crecimiento de la producción que no suele ser posible sin que aumenten las importaciones, lo que merma la capacidad de generar un superávit

comercial. Por otra parte, la aplicación de un ajuste deflacionista mediante la disminución de las importaciones como método para conseguir un superávit comercial dificulta mucho el logro de excedentes fiscales primarios, lo que entraña un riesgo de insolvencia de los deudores privados. Esta necesidad de lograr un equilibrio entre la balanza comercial y la fiscal es otro de los factores que explican por qué la deuda externa en divisas suele ser menos sostenible que la deuda en moneda nacional.

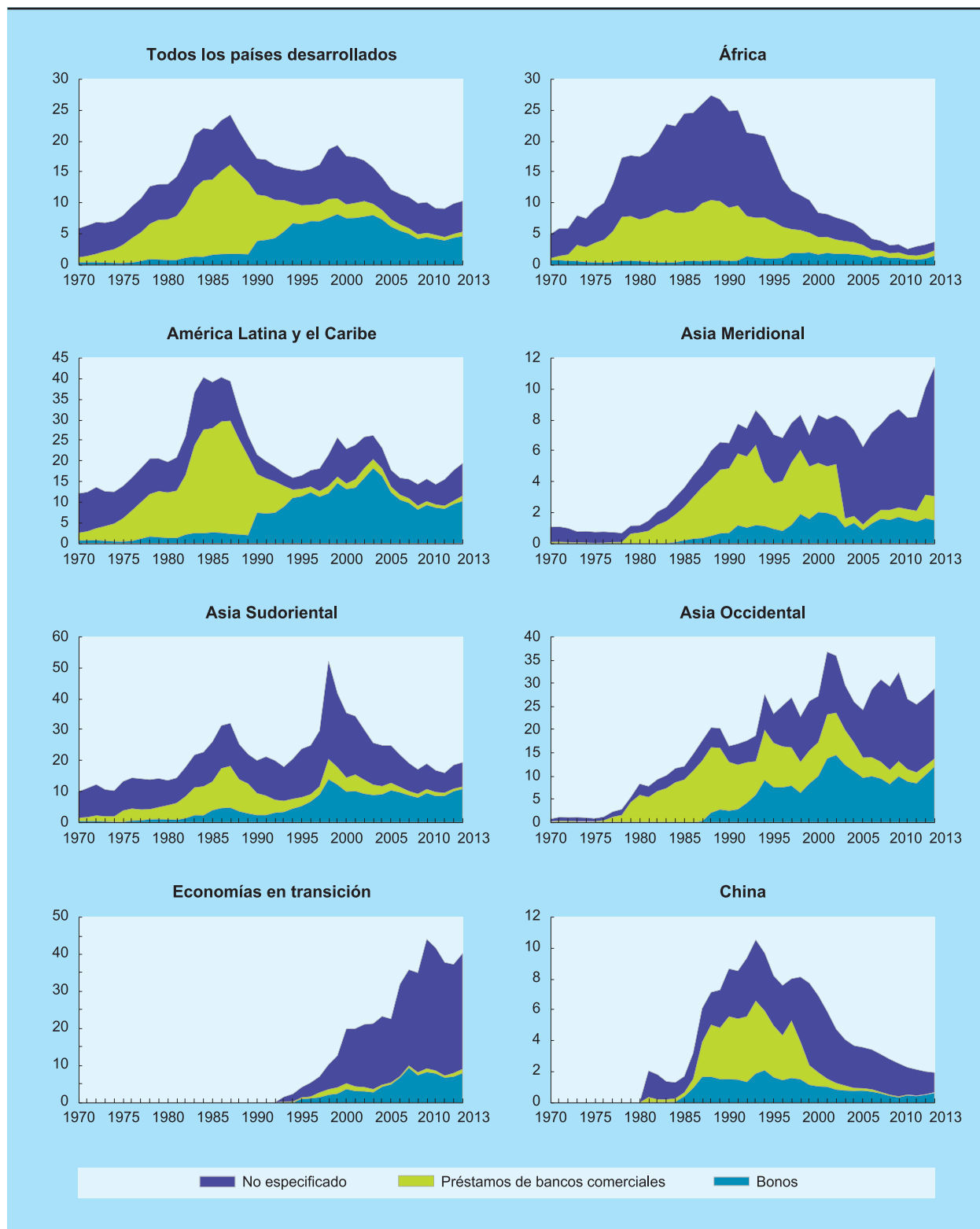
Es importante señalar que los deudores afectados por problemas de insolvencia o liquidez en relación con sus pasivos en divisas no cuentan con el apoyo de un prestamista de última instancia nacional (como los bancos centrales nacionales), y que incluso los deudores solventes pueden verse forzados a suspender el pago de su deuda si no pueden obtener suficiente moneda fuerte debido a restricciones de la balanza de pagos ajenas a su voluntad. En cambio, la deuda en moneda nacional reduce el riesgo de desfase entre la deuda, por una parte, y los activos y los ingresos, por otra, y son los acreedores quienes afrontan el riesgo cambiario. Además, este tipo de deuda permite la intervención del banco central nacional ante una situación de emergencia.

Por consiguiente, cada vez son más las economías en desarrollo que vuelven a optar por denominar la deuda en moneda nacional. No obstante, los inconvenientes de la deuda en divisas representan un problema también para esos países, ya que gran parte de su deuda externa bruta consiste aún en préstamos bancarios y deuda oficial, por lo que está denominada en divisas. Es el caso en particular de los países en desarrollo más pobres, con mercados nacionales de deuda pequeños, muy dependientes de los créditos oficiales y con baja calificación crediticia, pero también el de algunos grandes países en desarrollo de ingresos medios y de países con economías en transición. Por ejemplo, en 2013, la proporción de la deuda externa denominada en moneda extranjera era del 95% en la Argentina, el 93% en Turquía, el 80% en la India, el 74% en la Federación de Rusia, el 70% en la República de Corea y el 64% en México<sup>5</sup>. De entre las economías en desarrollo y con mercados emergentes miembros del G20 (y para las que hay datos), Sudáfrica era la única que tenía una mayor proporción de deuda externa denominada en moneda nacional que en divisas (el 55% de su posición de deuda externa bruta). A pesar de que estas cifras

Gráfico 5.6

### DEUDA EXTERNA DE LARGO PLAZO CON ACREEDORES PRIVADOS, POR TIPO DE DEUDA GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS Y CHINA, 1970-2013

(En porcentaje del INB)



Fuente: Véase el gráfico 5.5.

Nota: Véase el gráfico 5.5.



representan un porcentaje relativamente bajo del INB, persiste el riesgo de que la deuda externa aumente considerablemente en caso de depreciación de la moneda nacional.

Las grandes ventajas que presenta la deuda contraída en moneda nacional hacen que los países cuya moneda se acepta para efectuar pagos internacionales y constituir reservas internacionales y que tienen la posibilidad de emitir bonos y obtener préstamos en su propia moneda, tiendan a contraer una gran deuda externa, incluso en tiempos difíciles. Por ejemplo, entre 2003 y 2013, la deuda externa bruta de los Estados Unidos aumentó del 60% del INB a casi el 100%. Entre 2001-2003 y 2013, ese coeficiente pasó del 31% al 55% en el Japón, del 113% al 144% en Alemania y del 114% al 194% en Francia. Por último cabe señalar que en el Reino Unido, aumentó del 198% en 1999 al 354% en 2013<sup>6</sup>. Una contrapartida importante de esos grandes aumentos de la deuda externa de los países desarrollados es la acumulación de reservas de divisas en muchos países en desarrollo desde fines de los años noventa. Ello brinda a ciertos países —en particular los que presentan un déficit por cuenta corriente— la posibilidad de acumular deuda a un precio bajo.

#### **4. Jurisdicción de emisión de la deuda**

La jurisdicción en la que se contrae la deuda es importante en caso de impago, porque determina las leyes y los tribunales que deciden en última instancia el proceso de reestructuración de la deuda. Schumacher y otros (2014) señalan que en los últimos años, casi un 50% de los casos de impago

soberano conllevaron litigios en el extranjero, en comparación con un mero 5% en los años ochenta, y que en el 75% de esos litigios intervinieron fondos de inversión oportunistas, llamados también “fondos buitres”.

Anteriormente, solían coincidir el lugar de emisión, la jurisdicción de la deuda, la residencia del acreedor final y, en menor medida, la moneda en que estaba denominada la deuda. Sin embargo, algunas indicaciones recientes apuntan a que crece el número de los inversores internacionales que intervinen en los mercados nacionales de deuda de los países en desarrollo y que los inversores nacionales a menudo son tenedores de obligaciones emitidas en mercados internacionales (Panizza, 2008). A veces es difícil obtener esa información, indispensable para identificar la deuda externa en función del lugar de residencia del acreedor.

Considerando todas las obligaciones públicas en circulación (independientemente de la moneda de denominación y del lugar de residencia de los acreedores), los datos recientes muestran que la mayoría se han emitido en mercados nacionales. En algunas subregiones en desarrollo, como Asia Oriental y Meridional, el porcentaje de emisión nacional de obligaciones del Estado ha igualado el promedio de las economías desarrolladas. A comienzos de mayo de 2015, en las economías en transición, en América Latina y el Caribe y en Asia Occidental se habían emitido en mercados internacionales, respectivamente, el 28%, el 28% y el 32% de las obligaciones del Estado en circulación (y normalmente bajo jurisdicciones extranjeras)<sup>7</sup>. Esto abre la posibilidad de que en caso de futuras reestructuraciones de la deuda los fondos buitres presenten demandas en jurisdicciones extranjeras.

---

## D. Resolución de la deuda externa

---

Dada la frecuencia de las crisis de deuda y la vulnerabilidad que la economía globalizada y financiada sigue presentando a las mismas, las autoridades nacionales e internacionales necesitan instrumentos más adecuados para gestionarlas a fin de minimizar sus costos. En principio, los mecanismos para la resolución de la deuda deberían prevenir el riesgo de que surjan crisis financieras o de deuda cuando los países afronten dificultades para cumplir sus obligaciones externas, impidiendo que se produzca una repentina pérdida de confianza en el mercado que puede tener efectos desastrosos a largo plazo para la economía deudora. Asimismo, una vez que estalla la crisis, tales mecanismos deberían estar orientados a una distribución justa de la carga de la reestructuración de la deuda entre deudores y acreedores. Por último, deberían respetar la soberanía nacional y preservar un espacio de políticas a nivel nacional que permita a la economía deudora crecer, aumentar la sostenibilidad de la deuda y poner en práctica sus propias estrategias de desarrollo. En esta sección se resumen las principales características de las crisis de deuda externa, y a continuación se analiza la evolución histórica de los problemas de deuda soberana y, en particular, los enfoques para solucionarlos.

### 1. *Las crisis de deuda externa como problema recurrente*

---

Si bien las causas estructurales de las crisis de deuda de los países en desarrollo son diversas, las crisis recientes están estrechamente ligadas a la rápida liberalización de los mercados financieros, la inestabilidad intrínseca de esos mercados y los ciclos financieros mundiales que han generado en las últimas décadas (UNCTAD, 2014). En general, las crisis

de deuda ocurren en coyunturas precisas de los ciclos financieros. Comienzan cuando un número significativo de deudores (o algunos grandes deudores) se ven en la incapacidad de servir la deuda acumulada durante la fase expansiva. En consecuencia, la percepción del riesgo pasa de un exceso de confianza a una inquietud extrema, lo que provoca restricciones de liquidez, caídas de los precios de los activos y por último un parón económico. Las consiguientes ventas de activos ahondan la caída de los precios, en particular de los activos que han sido objeto de mayor especulación durante el período de auge y usados como garantía de la deuda. Las consecuencias no se limitan a la quiebra de los operadores más endeudados, sino que también afectan a los operadores más prudentes que en circunstancias normales serían solventes. Una vez que se produce la crisis, es necesario emprender un proceso de consolidación financiera que puede ser largo, hasta que la economía pueda comenzar a recuperarse, se vuelvan a conceder créditos y se logre finalmente salir de la crisis.

Las características de la deuda externa, analizadas en las anteriores secciones del capítulo, tienden a agravar las vulnerabilidades propias de los ciclos financieros. La mayor apertura de muchas economías en desarrollo a mercados financieros internacionales mal regulados es la causa principal de que acumularan deuda externa y de que, de manera concomitante, aumentara su exposición a un riesgo elevado de inestabilidad macroeconómica. En teoría, la apertura a los flujos de capital puede tener un efecto anticíclico al permitir que los países en desarrollo se endeuden en las fases de estancamiento económico y reembolsen su deuda en fase de expansión. No obstante, para ello sería preciso que los flujos de capital respondieran pasivamente a la demanda de los países en desarrollo y que fueran utilizados efectivamente para aplicar medidas anticíclicas. En realidad, frecuentemente

responden a los factores de empuje prevalecientes en las economías desarrolladas, como sus políticas monetarias, las percepciones del riesgo y los ciclos de apalancamiento de sus bancos (O'Connell, 2014). De hecho, las principales oleadas de afluencia de capitales en dirección de los países en desarrollo desde los años setenta se debieron a las políticas monetarias expansivas adoptadas con el fin de mitigar la recesión económica en los principales países desarrollados (Akyüz, 2012). Enfrentadas a una demanda de crédito limitada

---

Las últimas crisis de deuda externa están directamente relacionadas con la rápida liberalización de los mercados financieros y los consiguientes ciclos financieros mundiales.

---

y a tipos de interés bajos en sus propios mercados, las instituciones financieras de los países desarrollados canalizaron parte de sus créditos hacia las economías en desarrollo o emergentes en busca de una mayor rentabilidad (*TDR 2014*). El volumen de esos flujos excedía a menudo la capacidad de la mayor parte de los países en desarrollo para utilizarlos de manera productiva (Haldane, 2011).

La entrada de gran cantidad de capitales en unas economías relativamente pequeñas tendió a crear un auge del crédito interno, fuertes aumentos de los precios de los activos y apreciaciones de la moneda. También propició la importación de abundantes servicios y productos de consumo, lo que ocasionó déficits por cuenta corriente y sobreendeudamiento, en particular del sector privado. Al cambiar las condiciones económicas y la percepción del riesgo en los países desarrollados o cuando los países en desarrollo encuentran problemas de pago, los movimientos de capitales pueden variar bruscamente, desencadenando crisis de deuda externa. Las fuertes depreciaciones de la moneda aumentan el valor de la deuda externa en moneda nacional, provocando la insolvencia de los operadores que obtienen la mayor parte de sus ingresos en moneda nacional y no cuentan con activos en el exterior que compensen sus pasivos externos. La generalización de las quiebras, que afecta tanto al sector de la

---

Aun cuando los gobiernos no hayan contraído deuda externa durante el período de auge, a menudo se ven obligados a absorber las deudas fallidas privadas. En consecuencia, las crisis de deuda externa también suelen ser crisis del sector público.

---

economía real como al financiero, suele suscitar una intervención del banco central para contener la crisis,

entre otras cosas mediante rescates, financiación de emergencia y medidas anticíclicas. En consecuencia, las crisis de deuda externa son también crisis del sector público. Aun cuando los propios gobiernos no hayan incurrido en un gran endeudamiento externo durante el período de auge, a menudo se ven obligados a absorber las deudas fallidas privadas.

El impago de la deuda externa privada no plantea en sí mismo un problema particular: en la medida en que la deuda no tenga consecuencias sistémicas

para el conjunto de la economía, la gestión de los impagos privados solo requiere aplicar el derecho mercantil vigente en la jurisdicción en la que se haya contraído la deuda. Por el contrario, los problemas de deuda externa soberana se caracterizan por requerir disposiciones especiales en caso de incumplimiento. Los problemas sistémicos derivados de la deuda soberana y su impago, y los consiguientes retos jurídicos y económicos se describen en las siguientes secciones del capítulo.

## 2. *Perspectiva histórica de los problemas de deuda soberana*<sup>8</sup>

En algunos aspectos, los deudores soberanos son más vulnerables que los privados: a diferencia de estos últimos, si no pueden servir la deuda en el plazo establecido, no pueden acogerse al procedimiento judicial de quiebra o aplazar sus pagos. En otros aspectos, son menos vulnerables que los deudores privados, porque los acreedores no pueden embargar la mayor parte de los bienes públicos para obtener el pago de la deuda. De hecho, la mayoría de los bienes se encuentran en el territorio bajo jurisdicción

soberana y están protegidos por las leyes nacionales. Los bienes situados en el extranjero gozan de cláusulas de inmunidad soberana que limitan

el tipo de bienes que pueden ser confiscados por tribunales extranjeros. Solo son embargables los activos empleados en actividades comerciales, no los que se relacionan con funciones intrínsecas del Estado, incluidas las reservas internacionales. Por consiguiente, la principal manera de resolver los problemas de deuda soberana ha consistido históricamente en la renegociación entre los Estados deudores y sus acreedores, siguiendo a grandes rasgos el modelo del derecho privado.

De ahí que durante el siglo XX, las reestructuraciones de la deuda fueran un asunto de orden bilateral, en el que intervenían únicamente el deudor y el acreedor. La solución de la crisis no siempre transcurría sin sobresaltos, pero ambas partes, por su propio interés, procuraban llegar a un acuerdo. En general, no era posible utilizar la devaluación de la moneda nacional, ya que los instrumentos de deuda solían incluir cláusulas oro, que obligaban al Estado deudor a efectuar pagos en ese metal o su equivalente. Por su parte, los acreedores tenían escaso poder de negociación en una época en que el respeto de la inmunidad soberana era mayor que en la actualidad, y carecían de medios efectivos para coordinar sus demandas.

Incluso tras la constitución de estructuras de apoyo, como la Corporation of Foreign Bondholders (en el Reino Unido) y, posteriormente, el Foreign Bondholders' Protective Council, estas no contaban con el apoyo de las autoridades (Eichengreen and Portes, 1986; Feldmann, 1991; Adamson, 2002). Además, les resultaba prácticamente imposible hacer aplicar la ley, ya que las inmunidades se respetaban más estrictamente que hoy en día y protegían efectivamente a los Estados de la ejecución de medidas legales, aunque no de los procesos. Por lo general, raramente se utilizaba el arbitraje internacional y aún menos en relación con la deuda soberana, mientras que la intervención militar y la diplomacia de la cañonera eran la excepción<sup>9</sup>. Así pues, las reestructuraciones de la deuda seguían un modelo de derecho privado, caracterizado por el diálogo horizontal entre partes relativamente iguales, y no requerían la intervención de instituciones internacionales que representaran intereses públicos más generales.

---

Desde el decenio de 1970, el poder negociador en la reestructuración de la deuda se ha ido trasladando a los acreedores, públicos y privados.

---

Las cosas cambiaron después de la Primera Guerra Mundial, cuando los problemas de deuda soberana adquirieron una nueva dinámica en el contexto del incumplimiento por Alemania de su obligación de pago de reparaciones, el amplio impacto económico que tuvo la Primera Guerra Mundial en otras economías y, de manera general, los efectos perjudiciales de un sistema monetario internacional cada vez más frágil. Los esfuerzos multilaterales para evitar las crisis de deuda soberana, y para resolver las que se habían producido, tuvieron un papel importante durante ese período al hacer de la sostenibilidad y la resolución de la deuda una cuestión internacional y al crear conciencia internacional acerca de los intereses públicos que estaban en juego en las negociaciones sobre deuda soberana. Los Estados Unidos tomaron la iniciativa de diseñar un sistema para la liquidación de la deuda que en concepto de reparaciones tras la Primera Guerra Mundial debía pagar Alemania

sin que ello entrañara el hundimiento de su economía y su desintegración política, mediante el Plan Dawes de 1924 y su sucesor, el Plan Young de 1929. Otros intentos multilaterales para abordar los problemas de la deuda soberana fueron obra de la Sociedad de las Naciones. Esta no disponía de fondos para apoyar financieramente a

los Estados deudores en apuros, pero estudiaba en detalle la elaboración de disposiciones contractuales utilizadas para las obligaciones del Estado, aconsejaba a los Estados Miembros acerca de sus reformas económicas y supervisaba la aplicación de sus recomendaciones con el propósito de ayudar a los Estados endeudados para que pudieran acudir de nuevo a los mercados de capitales (Myers, 1945; Florez and Decorzant, 2012). Incluso se estableció una Comisión de Contratos de Préstamo Internacionales que investigó sistemáticamente las cuestiones relacionadas con la deuda soberana entre 1935 y 1939. Al mismo tiempo la Corte Permanente de Justicia Internacional ayudó a los acreedores franceses a hacer valer sus derechos contractuales para obtener del Brasil y Serbia pagos en oro (Waibel, 2011). Globalmente, si bien las reestructuraciones de la deuda soberana conservaron su estructura consensual y horizontal de negociación entre Estados deudores y comisiones de acreedores, generalmente se reconoció la necesidad de que los Estados deudores volvieran rápidamente a

los mercados de capitales, especialmente tras la Gran Depresión y los numerosos casos de incumplimiento que ocasionó (Lindert and Morton, 1989; Feldmann, 1991; Reinhart C. and Rogoff K. (2011)).

Con la aparición del Sistema de Bretton Woods después de la Segunda Guerra Mundial, surgió un nuevo orden económico internacional, que contaba con mayor capacidad para resolver los problemas de deuda soberana, aunque durante el período de Bretton Woods estos fueron menos frecuentes. Mientras que algunos países, como el Reino Unido y los Estados Unidos eliminaron su deuda principalmente interna con medidas de reflación (Grossman, 1988)<sup>10</sup>, otras reestructuraciones planteaban cuestiones de derecho internacional. El caso más conocido, el Acuerdo de Londres de 1953 (véase el recuadro 5.1) sobre la reestructuración de la deuda externa de Alemania, oficial y privada, del período de entreguerras puso de relieve la importancia de aplicar un alivio de la deuda sustancial, no solo en aras de la prosperidad económica del país deudor y sus asociados económicos, sino también de la estabilidad política y la paz globales.

Las economías en desarrollo y emergentes que necesitaban reestructurar su deuda oficial bilateral encontraron desde mediados del siglo pasado un foro de negociación general en el Club de París (Cosío-Pascal, 2008). Sin embargo, durante muchos años, en las reestructuraciones logradas mediante esta institución parecía primar el pago a los acreedores sobre el alivio de la deuda (Eskridge, 1985).

Así pues, globalmente, seguía prevaleciendo el paradigma del derecho privado, aunque ya se empezaba a percibir a comienzos de siglo una preocupación pública general por la sostenibilidad de la deuda. En este contexto, los acreedores han ganado poder de negociación frente a los deudores. Las normas como la Ley de Inmунidades Soberanas Extranjeras de los Estados Unidos, de 1976, la Ley de Inmunidad de los Estados del Reino Unido, de 1978, y otras leyes similares promulgadas por la mayoría de los países de Europa Occidental acabaron con el concepto de inmunidad soberana absoluta. Esto supuso que las autoridades públicas cuyas actividades se consideraran comerciales y no intrínsecamente estatales no pudieran acogerse a la inmunidad soberana y que estuvieran expuestas a litigios ante tribunales extranjeros<sup>11</sup>. Estos cambios fueron particularmente importantes cuando surgieron nuevas crisis de deuda

soberana a principios de los años ochenta, después de casi 30 años sin crisis (Reinhart and Rogoff, 2009).

### **3. Emergencia de un sistema fragmentado de resolución de la deuda externa soberana**

El Plan Brady de 1989 se basó en el reconocimiento de que la solución duradera del sobreendeudamiento de los países en desarrollo requeriría medidas de reestructuración y alivio de la deuda. En ese sentido, inició el paso de los préstamos bancarios sindicados a la financiación de la deuda externa mediante bonos, en un proceso de desintermediación.

A finales del decenio de 1980, nuevos temores acerca de la sostenibilidad de la deuda llevaron también al Club de París (véase *infra*) a incorporar un trato especial para la deuda que los países pobres debían reembolsar a acreedores oficiales. Las “condiciones de Toronto” aprobadas en 1988 concedían por primera vez un alivio de la deuda de hasta el 33% de los créditos, excepto la asistencia para el desarrollo, que los países pobres adeudaban a acreedores públicos. Posteriormente, según las “condiciones de Londres” en 1991, las “condiciones de Nápoles” en 1994 y las “condiciones de Colonia” en 1999, se aumentaron los niveles de anulación de la deuda al 50%, el 67% y el 90%, respectivamente<sup>12</sup>. El Club de París, con arreglo a las “condiciones de Evian” en 2003, también abrió la posibilidad de alivio de la deuda a países en desarrollo distintos de los países pobres muy endeudados, considerados caso por caso (Paris Club, 2015).

Además, con respecto a la deuda oficial multilateral de los países pobres, el FMI y el Banco Mundial lanzaron en 1996 la Iniciativa en favor de los Países Pobres Muy Endeudados, que fue mejorada en 1999. En el marco de la Iniciativa, los países pobres que soportaban una carga de deuda muy elevada obtuvieron alivio de la deuda multilateral y acceso al crédito en condiciones de favor. Además, el FMI liberalizó gradualmente sus prácticas en materia de préstamo, introduciendo la política de “concesión de préstamos a países con atrasos” para los Estados que tenían atrasos en el pago de su deuda a los acreedores privados, siempre que participaran en negociaciones de buena



**Recuadro 5.1****ACUERDO DE LONDRES SOBRE LA DEUDA EXTERNA ALEMANA**

El Acuerdo de Londres entre la República Federal de Alemania (RFA) y sus acreedores, concluido en Londres el 27 de febrero de 1953, fue un acuerdo de alivio de la deuda. Era indispensable para la reconstrucción de la economía de Alemania Occidental inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial y fue un factor fundamental del llamado “milagro económico de la posguerra” de ese país.

El acuerdo abarcaba deuda contraída por Alemania antes y después de la Segunda Guerra Mundial. Poco más de 20.000 millones de marcos de esa deuda, incluidos los intereses, correspondían a préstamos contraídos antes de 1939 para el pago de las reparaciones acordadas tras la Primera Guerra Mundial. El resto, de algo más de 16.000 millones de marcos, correspondía a los préstamos concedidos por los Estados Unidos para la reconstrucción después de la Segunda Guerra Mundial. Aunque solo hubo negociaciones con la RFA, estas abarcaban el total de la deuda alemana con acreedores occidentales que la RFA había heredado íntegramente al final de la Segunda Guerra Mundial. Con arreglo al Acuerdo de Londres, la deuda de Alemania Occidental se redujo en algo más del 60% (incluidos los intereses), a 14.500 millones de marcos.

El Acuerdo de Londres debe entenderse en el contexto de la política general de reconstrucción de la Europa Occidental después de 1945 aplicada por los Estados Unidos. Ya en octubre de 1950, los aliados occidentales firmaron una declaración sobre el problema de la deuda alemana según la cual “los tres países están de acuerdo en que el plan incluya la satisfacción de las exigencias con respecto a Alemania, de modo tal que no ponga en riesgo la situación financiera de la economía alemana al generar efectos indeseables y que no afecte excesivamente a sus posibles reservas monetarias. Los tres países están convencidos de que el Gobierno federal alemán comparte su opinión y de que la restauración de la solvencia alemana irá acompañada de una solución adecuada de la deuda alemana que tenga en cuenta los problemas económicos de Alemania y garantice unas negociaciones justas a todos los participantes” (citado en Toussaint, 2006). La anulación de una parte considerable de la deuda de Alemania del Oeste fue una de las grandes prioridades de los aliados occidentales en el marco de la reconstrucción tras la guerra, al ser un medio para asegurar la futura estabilidad económica y política del país y su firme integración en el nuevo bloque de aliados en la Guerra Fría contra la Unión Soviética. Al margen de estas consideraciones políticas, la lógica económica en la que reposa el acuerdo contrasta fuertemente con las condiciones de austeridad que caracterizan los actuales enfoques de reestructuración de la deuda, por ejemplo las impuestas a Grecia. Aparte de la anulación de la deuda propiamente dicha, las medidas y disposiciones específicas del Acuerdo de Londres presentan otros aspectos:

- *Servicio de la deuda y comercio:* El acuerdo limitó la cantidad de ingresos de la exportación que la RFA podía gastar en el servicio de la deuda a un 5% del total anual. Es una proporción muy inferior a los porcentajes permitidos para el servicio de la deuda de los países en desarrollo desde el decenio de 1980, que oscilaban entre el 8 y el 20% de los ingresos de la exportación. Además, el pago de la deuda estaba ligado a los excedentes comerciales y podía aplazarse si el país tenía un déficit comercial, de modo que no se veía obligado a recurrir a nuevos préstamos de otras fuentes, evitando así la creación de un círculo vicioso de acumulación de deuda. Con ello se aseguraba que las naciones acreedoras tuvieran interés en incrementar su demanda de exportaciones alemanas.
- *Tipos de interés y denominación de la deuda:* Los tipos de interés aplicados a la deuda de la RFA oscilaban entre el 0 y el 3%, también muy por debajo de la media de los tipos de interés que se aplican actualmente a la deuda de los países en desarrollo. Cabe destacar que era posible el pago de la deuda en marcos, en vez de en la moneda del acreedor correspondiente, lo que eximía al país de destinar las divisas procedentes de las exportaciones al pago de la deuda.
- *Reestructuración general de la deuda:* El Acuerdo de Londres reunió en torno a una misma mesa a la mayoría de los acreedores de la RFA, tanto públicos como privados. De ese modo se garantizaba la igualdad de trato de los acreedores y la adopción de decisiones que establecieran un plan de pago de la deuda claro, general y de largo plazo. Los acreedores privados no podían negarse a participar en el acuerdo con el fin de especular con la deuda alemana y obligar al país a entablar largos procesos de renegociación y litigación.

**Recuadro 5.1 (continuación)**

- *Opción de renegociación:* El Acuerdo de Londres ofrecía expresamente a la RFA la opción de suspender el servicio de la deuda y solicitar nuevas condiciones renegociadas en caso de producirse cambios sustanciales en su situación.

El acuerdo se articuló claramente según el razonamiento económico de que era indispensable proteger y promover el potencial de crecimiento futuro de la economía deudora para que esta pudiera servir su deuda. Las políticas económicas expansionistas, con el apoyo decidido de los acreedores eran la condición previa para el pago de la deuda. A la luz del éxito notable que supuso la reconstrucción de la RFA tras la guerra, cabe afirmar que el Acuerdo de Londres constituye un modelo constructivo para los acreedores actuales, privados y públicos.

fe con sus acreedores. Así pues, gradualmente se introdujeron instrumentos específicos para manejar los problemas de deuda externa con acreedores bilaterales y multilaterales, que conllevaban la negociación caso por caso entre los interlocutores oficiales.

En cambio, la serie de crisis de los mercados emergentes, que comenzó en México en 1994, suscitó respuestas de política tradicionales por parte de esas mismas instituciones. Estas condicionaban la concesión de nuevos préstamos a que los prestatarios se comprometieran a aplicar medidas de austeridad, adoptar políticas macroeconómicas “adecuadas” y emprender reformas estructurales. Habida cuenta de que en gran parte se utilizaron para impedir que los países suspendieran el pago de sus deudas con acreedores privados, esos créditos no mitigaron la recesión económica ni redujeron la carga de la deuda

soportada por los países, sino que se asemejaron más bien a un rescate de los acreedores. El elevado costo que suponen esas medidas políticas en términos de pérdidas de producción y de cortapisas a la adopción de políticas nacionales, causó un descontento general con respecto a los mecanismos de resolución de deuda soberana, lo que llevó al FMI a proponer la creación de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana para la deuda en manos de inversores privados. Tras el fracaso de esta iniciativa, que fue rechazada no solo por los acreedores privados, sino también por los Gobiernos de los Estados Unidos y algunas economías emergentes, las cuestiones relacionadas con la deuda externa privada se mantuvieron

en el ámbito de los tribunales de lo mercantil y de las negociaciones directas entre deudores y acreedores.

El resultado de lo que antecede es un sistema fragmentado de resolución de la deuda, con distintos procedimientos para gestionar las dificultades que surgen con cada tipo de deuda externa soberana (bilateral o multilateral, préstamos bancarios y bonos externos (UNCTAD, 2015)). El Club de París es el principal foro de negociación de la reestructuración de la deuda bilateral oficial de sus Estados miembros acreedores. El grupo está integrado por 19 países desarrollados que son los principales proveedores de crédito oficial para los países en desarrollo. Las negociaciones, que abarcan la deuda a medio y largo plazo, incluidos los créditos a la exportación con plazo superior a un año, suelen celebrarse cuando el Estado deudor ha aceptado un préstamo del FMI y su correspondiente condicionalidad, aunque recientemente se han admitido unas pocas excepciones. Al final de las negociaciones se establecen “minutas acordadas” en las que se incluyen las condiciones generales de la reestructuración de la deuda. A continuación se establecen acuerdos bilaterales en los que cada gobierno participante puede presentar algunas diferencias, siempre que se ajusten a las directrices generales. El Club de París ha querido establecer un marco de reestructuración de la deuda intentando conseguir “un trato comparable”, en virtud del cual el Estado deudor se compromete a solicitar un trato similar a los demás acreedores oficiales que no son miembros del Club de París, y también a los acreedores privados

**El actual sistema fragmentado de resolución de la deuda soberana aplica diversos procedimientos para la gestión de los distintos tipos de deuda soberana.**

El resultado de lo que antecede es un sistema fragmentado de resolución de la deuda, con distintos procedimientos para gestionar las dificultades que surgen con cada tipo de deuda externa soberana (bilateral o multilateral, préstamos bancarios y bonos externos (UNCTAD, 2015)). El Club de París es el principal foro de negociación de la reestructuración de la deuda bilateral oficial de sus Estados miembros acreedores. El grupo está integrado por 19 países desarrollados que son los principales proveedores de crédito oficial para los países en desarrollo. Las negociaciones, que abarcan la deuda a medio y largo plazo, incluidos los créditos a la exportación con plazo superior a un año, suelen celebrarse cuando el Estado deudor ha aceptado un préstamo del FMI y su correspondiente condicionalidad, aunque recientemente se han admitido unas pocas excepciones. Al final de las negociaciones se establecen “minutas acordadas” en las que se incluyen las condiciones generales de la reestructuración de la deuda. A continuación se establecen acuerdos bilaterales en los que cada gobierno participante puede presentar algunas diferencias, siempre que se ajusten a las directrices generales. El Club de París ha querido establecer un marco de reestructuración de la deuda intentando conseguir “un trato comparable”, en virtud del cual el Estado deudor se compromete a solicitar un trato similar a los demás acreedores oficiales que no son miembros del Club de París, y también a los acreedores privados

extranjeros<sup>13</sup>. La deuda interna y la deuda multilateral no están sujetas a este requisito.

Las instituciones multilaterales cumplen un papel fundamental en la resolución de la deuda soberana, a pesar de que las *deudas multilaterales* por lo general no sean objeto de medidas de reestructuración o alivio. La intervención del FMI, el Banco Mundial y los bancos multilaterales de desarrollo suele consistir en facilitar financiación excepcional cuando se agotan o dejan de estar disponibles las fuentes de financiación privada voluntaria. Como contrapartida, esas instituciones gozan de la condición de acreedor privilegiado. Su financiación generalmente conlleva condiciones de aplicación de medidas de política estrictas y amplias, originalmente destinadas a garantizar que los países sean capaces de corregir sus desequilibrios y de reembolsar sus préstamos<sup>14</sup>. Por consiguiente, una condición indispensable para negociar la reestructuración o el alivio de la deuda con otros acreedores, ha sido el logro de un acuerdo de crédito con estas instituciones (en particular el FMI), ya que la aceptación de las condiciones correspondientes se entendía como el compromiso del país deudor de solucionar las causas de sus problemas de deuda.

La principal excepción a la regla de la reestructuración o reducción de la deuda multilateral concierne a la deuda de los países pobres, a la que se aplica la Iniciativa en Favor de los Países Pobres Muy Endeudados iniciada en 1996, mejorada en 1999 y ampliada mediante la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral en 2005. La iniciativa original tenía por objeto permitir que los países más pobres salieran de un proceso de sucesivas reprogramaciones de la deuda. Tenía por objeto coordinar los esfuerzos de los acreedores implicados, mediante una participación amplia y equitativa, en primer lugar de los acreedores oficiales de las instituciones multilaterales y el Club de París, pero también de los acreedores oficiales bilaterales que no formaban parte del Club y de prestamistas comerciales<sup>15</sup>. Los sucesivos planes que ofrecieron distintas formas de alivio de la deuda estaban ligados al desempeño de los países. También sistematizaron un método de evaluación cuantitativa

de la sostenibilidad de la deuda, mediante el establecimiento de valores límite para los indicadores normalizados de la deuda basados en la experiencia histórica y la inclusión de un ajuste para integrar las perturbaciones externas. Los intentos posteriores de refinar el método de evaluación, han sido objeto de continuas críticas relativas a la falta de transparencia de los supuestos de base, en cuanto a las “buenas” o “malas” políticas y las medidas institucionales, así como los problemas persistentes para distinguir si las nuevas crisis de deuda son de insolvencia o de liquidez (Ocampo *et al.*, 2007).

La reestructuración de la deuda contraída con acreedores oficiales tiene lugar después de un proceso predeterminado que deja escaso margen de negociación. Distinto es el tratamiento de la deuda soberana contraída con acreedores privados, que consiste en préstamos bancarios y bonos externos. Los *préstamos bancarios* son objeto de negociaciones en el marco del Club de Londres, un grupo oficioso de bancos comerciales internacionales fundado en 1976. Cuando un deudor soberano solicita una reestructuración de deuda mediante el procedimiento del Club de Londres, se constituye un comité asesor bancario presidido por un banco director —que suele ser el más expuesto— cuya tarea principal consiste en coordinar la posición de los acreedores en las negociaciones. El comité asesor bancario llega a un acuerdo con

---

El cambio sustancial en la forma de financiación registrado en los últimos veinte años, que supuso la sustitución de los préstamos bancarios sindicados por bonos externos, hace que la reestructuración de la deuda resulte mucho más compleja.

---

el Estado deudor y procura convencer a todos los acreedores (incluso los que no son miembros del comité) de que lo suscriban. Dado que el Club de Londres no dicta resoluciones vinculantes ni tiene procedimientos de voto establecidos, los acuerdos requieren a veces largas negociaciones y surge el problema recurrente de los beneficiarios oportunistas. Aunque en el marco del derecho privado el proceso de negociación ofrece una flexibilidad considerable, ha mantenido algunos vínculos con las negociaciones relativas a la deuda oficial bilateral y multilateral. Por ejemplo, la obtención de un acuerdo de crédito con el FMI es una condición *de facto* para que un Estado pueda solicitar la reestructuración de su deuda con el Club de Londres y, a su vez, una condición habitual para suscribir un acuerdo con el FMI es mantener al

día los pagos a los bancos privados. En cuanto a los acuerdos con el Club de París, suele pedirse a los bancos comerciales que ofrezcan un trato comparable (es decir, alivio de la deuda) al que brindan los acreedores oficiales. Este último enfoque ha sido objeto de críticas reiteradas por su falta de transparencia en cuanto a la metodología que utiliza para determinar la comparabilidad, y por no contar con medios para asegurar su efectividad (UNCTAD, 2015).

El cambio sustancial en la forma de financiación registrado en los últimos veinte años, que supuso la sustitución de los préstamos bancarios sindicados por *bonos externos* hace que la reestructuración de la deuda resulte mucho más compleja. Millares de bonistas con intereses divergentes pueden enfrentarse a distintas limitaciones normativas y puede haber series de bonos emitidas en distintas jurisdicciones. Generalmente se llevan a cabo negociaciones officiosas en comités en los que están representados los distintos grupos de bonistas<sup>16</sup>. El país deudor puede proponer un canje por bonos con menor valor nominal, períodos de vencimiento más largos y a un tipo de interés inferior. También pueden modificarse otras características básicas de los bonos; los nuevos bonos pueden estar denominados en otra moneda, estar sujetos a otra jurisdicción o incorporar nuevas cláusulas, como las cláusulas de acción colectiva. Los tenedores de bonos deciden en votación si aceptan el canje. Si los bonos originales incluyen una cláusula de acción colectiva, el voto de una mayoría cualificada será vinculante para el conjunto de los bonistas. En caso de que no incluyan tal cláusula o de que no se alcance la mayoría necesaria, los acreedores que no hayan aceptado el canje (acreedores disidentes) pueden tratar de obtener mejores condiciones o incluso el pago íntegro por vía judicial.

Los deudores pueden tratar de conseguir mayor aceptación de su propuesta promoviendo cláusulas “de salida consentida”, por las que se pide a los bonistas que aceptan el canje que voten una modificación de las condiciones de impago de los antiguos bonos para reducir su liquidez y hacerlos menos atractivos para los bonistas que rechacen el acuerdo. También pueden establecer un nivel mínimo de participación,

haciendo que su oferta de reestructuración sea válida solamente si la acepta un número mínimo de bonistas. En ese caso, los acreedores que deseen poner término a una moratoria y empezar a recibir pagos pueden intentar convencer a los demás acreedores de que acepten el trato. Sin embargo, muchos bonistas pueden preferir vender sus bonos en el mercado secundario con un descuento en vez de esperar a que finalicen las negociaciones. Los bonistas tradicionales están siendo sustituidos por inversores especializados que no están interesados en lograr un acuerdo, sino que litigan para obtener el pago íntegro de

la deuda (en particular los llamados “fondos buitres”). Como se ha explicado, este es el mayor problema para la reestructuración de la deuda.

---

El sistema actual de resolución de la deuda tiende a retrasar las medidas urgentes y amplias que se deben adoptar para impedir que la crisis de la deuda se agrave y quede fuera de control.

---

#### 4. Un enfoque ineficiente y desigual de la resolución de la deuda

##### a) Muy poco y muy tarde

El diagnóstico precoz para determinar, en particular, si un país se enfrenta a una crisis de liquidez o bien a una crisis de solvencia es fundamental para gestionar debidamente un problema de deuda. Se ha comprobado que el actual sistema fragmentado resulta ineficiente para formular cuanto antes ese diagnóstico y que a menudo tiende a retrasar las medidas urgentes y amplias que se deberían adoptar rápidamente para impedir que la crisis de deuda se agrave y quede fuera de control.

Se observa que en el marco del actual sistema ni los gobiernos deudores ni los acreedores encuentran incentivos para reconocer una situación de sobreendeudamiento y adoptar medidas rápidas y amplias (Buchheit *et al.*, 2013). Para los Estados endeudados resulta muy disuasiva la probabilidad de que la declaración de una moratoria de deuda desencadene por sí misma una crisis económica. Además, si la decisión de cesación de pagos es demasiado temprana, los acreedores podrían considerar que se trata de una

medida estratégica (evitable) encaminada a reducir el servicio de la deuda. Es posible que los gobiernos quieran evitar el consiguiente daño a su reputación, que podría limitar su acceso al crédito, lo que anularía los posibles beneficios. Así pues, para evitar que se ponga en duda su buena fe y su voluntad de pagar, pueden postergar la suspensión de pagos hasta que resulte claramente inevitable. Por último, es muy frecuente que los gobiernos no perciban plenamente el aumento del riesgo y que reaccionen después de iniciarse la crisis.

A los acreedores también les conviene retrasar la admisión explícita de una crisis de solvencia, frente a una mera crisis de liquidez, ya que, en el primer caso ninguno de ellos podría aspirar a recuperar la totalidad de los préstamos (salvo, en cierta medida, las instituciones multilaterales en su calidad de acreedores privilegiados). Por tanto, los acreedores privados tienden a minimizar el alcance de los problemas de la deuda. Es posible que lo hagan con la aprobación oficial brindada por un diagnóstico inicial del FMI,

que acepta el apoyo de emergencia (como ha sucedido en todas las grandes crisis de endeudamiento desde los años ochenta) y pronostica una recuperación rápida, tras la aplicación de las políticas de ajuste. En general, esas previsiones han pecado de optimistas (IMF, 2003b; *TDR 2011*, chap. III), pese a lo cual han servido de fundamento de la hipótesis del “problema de liquidez”. Como consecuencia de ello, los gobiernos deudores han recibido crédito de fuentes oficiales, en tanto que los acreedores privados se han mostrado reacios a renovar las líneas de crédito y han optado por el reembolso inmediato. Una de las consecuencias ha sido el llamado proceso de puerta giratoria, por el que los fondos de crédito oficial se utilizaron para pagar las deudas con los operadores privados, y no para sostener la economía real y recuperar el crecimiento. Precisamente para evitar esa utilización ineficiente de la financiación excepcional, el Convenio Constitutivo

del FMI incluye la disposición de que “ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capital” (artículo VI). Desde el decenio de 1980 esa regla ha sido repetidamente ignorada en la gestión de las crisis de deuda soberana.

#### b) *Procesos de resolución asimétricos y procíclicos*

A diferencia de las empresas privadas, los Estados endeudados no pueden declararse en quiebra. En última instancia, los procesos de resolución de las crisis de deuda deben atender a la capacidad de la economía deudora para recuperarse cuanto antes y reducir en lo posible los costos sociales, políticos y económicos del ajuste. Para ello se requiere un marco internacional propicio que permita al país deudor aplicar políticas anticíclicas que lo ayuden a recuperar su capacidad para servir la deuda, gracias al crecimiento de las inversiones, la producción y las exportaciones, y no mediante una contracción de las importaciones. Las políticas nacionales deberían asegurar también la posibilidad de reducir la deuda estatal mediante un aumento de los ingresos públicos en vez de mediante la reducción del gasto.

El actual sistema financiero y monetario internacional presenta carencias en este sentido y se caracteriza por un sesgo contractivo. Prueba de ello son los “acuerdos de *stand-by*” del FMI cuyos créditos suelen requerir la adopción de medidas de austeridad fiscal y monetaria basadas en el “enfoque de absorción”. Ese enfoque reposa en la opinión de que los déficits por cuenta corriente y la consiguiente deuda externa se deben a un nivel de “absorción” (es decir, de consumo e inversión internos) superior a la producción total (Mussa and Savastano, 1999).

---

Habida cuenta de que las crisis de solvencia se abordaron como si fueran crisis de liquidez, el crédito oficial destinado a los Estados endeudados se utilizó para pagar la deuda a los agentes privados, y no para recuperar el crecimiento.

---



---

Los procesos de resolución de la deuda deberían focalizarse en la recuperación económica y en la mayor reducción posible de los costos derivados del ajuste. ...

---



Además de los ajustes macroeconómicos convencionales, en los posteriores programas de préstamo del FMI se impuso una nueva condicionalidad: la exigencia de reformas estructurales. En sus distintas manifestaciones, estas reformas han seguido centrándose en medidas contractivas, así como en una reducción general de la intervención del Estado en las esferas económica y financiera, mediante la aplicación de políticas amplias de liberalización y privatización. Además del ajuste macroeconómico y las reformas estructurales, un tercer componente básico de los programas apoyados por el FMI ha sido la garantía de un flujo sostenido de financiación externa. En consecuencia, estos programas suelen añadir el requisito de que la economía receptora esté al día en el servicio de la deuda pública y que liquide los atrasos que pueda haber acumulado antes de la aprobación del programa. Así pues, en vez de integrar a los acreedores privados en el proceso de reestructuración de la deuda, el FMI ha incluido el servicio de la deuda privada entre sus condiciones habituales.

Cabe afirmar que esas condicionalidades poco o nada han hecho por promover la sostenibilidad de la deuda a través del crecimiento y que generalmente han sido contraproducentes. El FMI ha ido reconociendo errores en las condicionalidades de políticas que imponía en situaciones de crisis. Actualmente explica que la austeridad fiscal durante las recesiones resulta más costosa de lo que se había supuesto, ya que los multiplicadores fiscales son mayores, la supuesta sustitución de la demanda pública por la privada es cuestionable, y los recortes del gasto público no se ven compensados automáticamente por un aumento de la demanda privada (IMF, 2012). El FMI ha reconocido igualmente que su condicionalidad estricta y el engorroso procedimiento para la concesión de créditos de apoyo no eran adecuados para prevenir o superar las crisis de deuda externa causadas por cambios bruscos en la cuenta de capital. Por consiguiente, ha creado nuevas líneas de crédito con menor condicionalidad que ofrecen una “línea de defensa precautoria” para los miembros que podrían resultar afectados por un contagio (IMF, 1997 and 2004; Ocampo, 2015)<sup>17</sup>. Sin embargo, hasta la fecha, sus nuevas líneas de crédito no se han utilizado demasiado y no resuelven la situación de los países más vulnerables, incluidos los afectados por la crisis de la deuda externa (*TDR 2001*)<sup>18</sup>.

### c) *Aumento de los litigios iniciados por acreedores no cooperativos*

Se esperaba que la rápida extensión de la financiación mediante bonos en los mercados de deuda externa tras el despliegue del Plan Brady estabilizaría la deuda externa mediante la disciplina del mercado, combinada con un conjunto de garantías suficientes para los acreedores. Así, por ejemplo, se incluyeron en los contratos de bonos cláusulas que preveían una excepción a la inmunidad de los Estados. Como se ha indicado (subsección D.2) en algunas jurisdicciones, los entes soberanos ya no pueden acogerse a su inmunidad en relación con las actividades que se consideran comerciales. Además, en 2004 el legislativo de Nueva York creó nuevas oportunidades para los llamados “fondos buitres”, al restringir mucho el alcance de la doctrina de *champerty* (mediación interesada) por la que se prohíbe la compra de títulos de deuda con el único fin de reclamar judicialmente su pago<sup>19</sup>.

En este contexto de reforzamiento de los derechos de los acreedores, prosperan los fondos buitres. Su estrategia consiste en comprar bonos impagados con un importante descuento para exigir luego judicialmente a los gobiernos el pago de las deudas a su valor nominal, más intereses, atrasos y costas, obteniendo así beneficios de entre el 300% y el 2.000%<sup>20</sup>. Según Schumacher y otros (2014), ese tipo de demandas presentadas por acreedores que rechazan los acuerdos se han convertido en una práctica cada vez más habitual en el marco de las reestructuraciones de la deuda, pasando de alrededor del 5% en los años ochenta a casi el 50% en 2010, y el monto del principal reclamado judicialmente era de 3.000 millones de dólares en 2010. Entre 1976 y 2010, hubo alrededor de 120 demandas de acreedores comerciales (presentadas contra 26 Estados deudores) tan solo en los Estados Unidos y el Reino Unido, las dos jurisdicciones donde se emiten la mayoría de los títulos. Esta tendencia continúa desde entonces, con la presentación de demandas contra el Ecuador<sup>21</sup> y Grecia, entre otros países<sup>22</sup>.

Los litigios iniciados por acreedores que rechazaron acuerdos han sido particularmente desestabilizadores en el contexto de los esfuerzos multilaterales de alivio de la deuda destinados a reducir la carga de la deuda externa de los países pobres muy endeudados<sup>23</sup>. En la práctica este tipo de

litigios ha erosionado considerablemente el escaso espacio fiscal que las medidas de alivio de la deuda dejaban para aliviar la pobreza y fomentar el desarrollo económico de esos países. Tales acreedores comerciales han amenazado con iniciar o han iniciado desde 1999 acciones judiciales contra al menos 18 países pobres muy endeudados, lo que, según las estimaciones, dio lugar a más de medio centenar de procesos<sup>24</sup>. Por ejemplo, en una demanda presentada contra Zambia, Donegal International, un fondo buitre basado en las Islas Vírgenes Británicas que había comprado títulos de deuda por 3,28 millones de dólares reclamó el pago de su valor nominal: 55 millones de dólares. El Tribunal Superior de Justicia de Inglaterra y Gales, con notable desaprobación política y moral, determinó que el Gobierno debía pagar al fondo buitre 15,4 millones de dólares, el equivalente al 65% del ahorro que habían supuesto para Zambia las medidas de alivio de la deuda obtenidas gracias a la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral en 2006<sup>25</sup>. A raíz de este caso, el Reino Unido promulgó normas para impedir que se reclamaran a los países pobres muy endeudados sumas superiores a las que el deudor litigante habría recibido en caso de haber aceptado la reestructuración<sup>26</sup>.

La intervención de los fondos buitre pone de relieve la oposición entre el sistema del derecho privado, orientado ante todo al cumplimiento de los contratos y la lógica del derecho público que debería tener en cuenta las consecuencias económicas y sociales más amplias de las actuaciones legales. Los tribunales por lo general han respaldado las posiciones de los acreedores que rechazaron los acuerdos, incluso cuando ello iba en detrimento de la sostenibilidad de la deuda soberana y de los intereses no solo del país deudor sino también de los tenedores de deuda dispuestos a alcanzar un acuerdo viable. El principal argumento esgrimido es que no se debe permitir a una mayoría de acreedores cooperativos modificar las condiciones financieras de los contratos de otros acreedores, a menos que así lo permitan cláusulas contractuales específicas. Los tribunales de los Estados Unidos han fallado sistemáticamente que a menos que los contratos prevean la aprobación por mayoría, prevalece la “santidad del contrato”, de

modo que se requiere la unanimidad de los acreedores para que un contrato de reestructuración vincule a todos los acreedores<sup>27</sup>. La invocación por parte de los Estados deudores de un estado de necesidad casi siempre ha sido rechazada por los tribunales de todo el mundo, tanto los nacionales como los de arbitraje que intervienen en los mecanismos de solución de controversias entre inversores y Estados<sup>28</sup>.

En raros casos, los tribunales han tenido presentes consideraciones relativas a la sostenibilidad de la deuda. En función de los posibles efectos globales de la reestructuración, algunas veces los tribunales de los Estados Unidos han reconocido que puede existir un interés legítimo en la reestructuración de

la deuda con el fin de proteger la estabilidad financiera<sup>29</sup>. En otras jurisdicciones los tribunales han reconocido más ampliamente el principio de sostenibilidad de la deuda, concediendo la inmunidad por el repudio de la deuda que tiene por objetivo salvaguardar los derechos humanos fundamentales de los ciudadanos de los Estados deudores<sup>30</sup>. Sin embargo, esos

casos no han tenido mayor repercusión, y recientemente han quedado relegados por el famoso fallo en el caso de *NML Capital Ltd. y otros c. la República Argentina*, que ha supuesto un gran respaldo para los acreedores que se niegan a aceptar acuerdos.

Este caso pone de relieve dos factores importantes que facilitan las reclamaciones judiciales de los acreedores que rechazan acuerdos y ponen en riesgo la sostenibilidad de la deuda. El primero es la búsqueda de foros de conveniencia, es decir, la posibilidad de que los acreedores renuentes al acuerdo busquen los jueces que les serán más favorables. Así, los acreedores de la Argentina encontraron jueces propicios no solo en los Estados Unidos sino también en el Tribunal Constitucional de Alemania<sup>31</sup>, el Tribunal Supremo del Reino Unido<sup>32</sup> y el tribunal del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones<sup>33</sup>, así como un juez de Ghana<sup>34</sup>. El segundo factor se deriva de las muy diversas interpretaciones de la cláusula *pari passu*, ampliamente utilizada en los contratos de deuda soberana. Según la interpretación convencional, su objetivo es garantizar que no se establezcan prioridades entre los

---

... Sin embargo, esos procesos se caracterizan por un sesgo contraccionista debido a la condicionalidad de los programas de préstamos del FMI y otras fuentes oficiales.

---

acreedores ordinarios (Buchheit and Pam, 2004). En cambio, el juez del caso de *NML Capital, Ltd. y otros c. la República Argentina*, tras un caso belga<sup>35</sup>, interpretó que la cláusula *pari passu* obligaba a la Argentina a efectuar pagos a NML a prorrata de los que abonaba a los tenedores de la deuda reestructurada<sup>36</sup>. En concreto, el fallo del Tribunal de Distrito prohibió a los intermediarios financieros colaborar con la Argentina en el pago a los bonistas que habían aceptado el canje mientras no tuvieran constancia de que los acreedores que no lo habían aceptado recibían pagos a prorrata.

Esta decisión pone en riesgo la sostenibilidad de la deuda al menos de tres maneras. En primer lugar, dificulta mucho más las futuras reestructuraciones de deuda, ya que refuerza los incentivos que tienen los acreedores para rechazar los acuerdos de reestructuración. Los acreedores no solo tendrán más medios de presión para reclamar el pago íntegro, sino que los que acepten una reestructuración de la deuda ya no estarán seguros de poder cobrarla. En segundo lugar, habida cuenta de que muchos intermediarios financieros que participan en este caso tienen un alcance mundial, el fallo puede tener valor universal. En tercer lugar, el fallo se centra exclusivamente en los derechos de los acreedores y no tiene en cuenta las consecuencias socioeconómicas más amplias que entraña exigir pagos a prorrata al país deudor, hasta el extremo de crear un riesgo de impago de la deuda de la Argentina y, en cualquier caso, de perjudicar gravemente su futuro acceso a la financiación externa y, por ende, sus perspectivas de crecimiento.

Además de en el caso argentino, los acreedores que rechazan acuerdos también complicaron las recientes reestructuraciones de la deuda griega. Normalmente, los litigios de estos acreedores conciernen únicamente la deuda emitida con arreglo al derecho extranjero que el Estado deudor no puede modificar unilateralmente. En 2012, bajo los auspicios de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera,

---

Las demandas judiciales de acreedores que rechazaron participar en acuerdos y los recientes fallos que prohíben a gobiernos el pago de la deuda reestructurada hacen aún más difícil la reestructuración de la deuda...

---



---

... En esos fallos no se toman en consideración la soberanía del deudor, ni los intereses de terceros o las repercusiones socioeconómicas generales que puedan ocasionar en la economía deudora.

---

Grecia reestructuró 206.000 millones de dólares de su deuda ofreciendo a los tenedores nuevos bonos con una quita del 75%, menores tipos de interés y vencimiento más largo. El 97% de los acreedores aceptó los nuevos bonos. Los bonos emitidos con arreglo al derecho griego también incluían una cláusula de acción colectiva para facilitar la reestructuración de la cartera de la deuda. Inmediatamente antes de la quita, fondos buitre compraron títulos de deuda griega emitidos en el Reino Unido que no permitían que Grecia activara la cláusula de acción colectiva. Un mes después de efectuada la quita, el Gobierno de Grecia decidió pagar 435 millones de euros a los inversores que se habían negado a participar en la reestructuración. En junio y julio de 2013, el Gobierno griego hizo otros dos pagos, de mayor importe: 790 millones de euros y 540 millones de euros, respectivamente a los acreedores disidentes.

#### d) *El papel de los pasivos contingentes en la deuda soberana*

Por último, hay que mencionar brevemente otro aspecto nuevo que cada vez suscita mayor preocupación, a saber, el problema de los pasivos contingentes soberanos y su tratamiento en los procesos de reestructuración de la deuda (véase Buchheit and Gulati, 2013). Los pasivos contingentes soberanos consisten principalmente en garantías de deuda de terceros, otorgadas explícitamente, mediante un compromiso oficial, o implícitamente mediante arreglos oficiosos o semioficiales que indican al acreedor que la entidad soberana tiene conocimiento de la transacción y la aprueba. Otra forma de reconocimiento más oficioso de un pasivo contingente por parte de una entidad soberana se deriva de su función de prestamista de última instancia en las crisis de deuda. Como ya se ha indicado, habida cuenta de las características de las recientes crisis de deuda en países en desarrollo,

existe una probabilidad relativamente alta de que, en caso de que el sector privado de una economía sufra una crisis, al menos parte de la deuda privada sea “nacionalizada” de hecho.

Las garantías de deuda de terceros, prácticamente por definición, no se incluyen en el balance de las cuentas públicas, precisamente por ser pasivos que dependen de la capacidad del deudor inicial de asumir el servicio de la deuda. Al mismo tiempo, esa práctica mantiene la tasa oficial de endeudamiento del Estado soberano a un nivel bajo, lo que permite a este seguir accediendo a nuevos préstamos, en particular cuando ya tiene un alto grado de endeudamiento, al menos desde el punto de vista de los participantes en el mercado. Los primeros indicios apuntan a que, desde la

crisis financieras mundiales de 2008-2009 los pasivos contingentes soberanos han crecido considerablemente, si bien lo hicieron principalmente en Europa Occidental (Buchheit *et al.*, 2013).

Ante la ausencia de precedentes, aún no se ha aclarado la manera de integrar esos pasivos contingentes en la reestructuración de la deuda soberana. Si bien los Estados soberanos pueden beneficiarse temporalmente de la novedad de esta cuestión y de la falta de métodos establecidos para abordarla en el marco de las reestructuraciones, a más largo plazo el hecho de no tener en cuenta los pasivos contingentes resultará muy costoso, no solo para los Estados soberanos sino también para todas las partes en la reestructuración de la deuda.

---

## E. Mecanismos alternativos de reestructuración de la deuda<sup>37</sup>

---

Después de la crisis financiera mundial, se admite cada vez más la necesidad de facilitar la reestructuración de la deuda soberana. Esas inquietudes no son nuevas. Sin embargo, en los años anteriores a 2008, la opinión dominante era la de que cuanto más caro resultara el incumplimiento de las obligaciones de la deuda soberana, menor sería la probabilidad de que ocurriera (véase Buchheit *et al.*, 2013). Según esta opinión, toda reducción del costo de una suspensión de pagos disuadiría a los gobiernos de pagar sus deudas y los incitaría a asumir un endeudamiento excesivo, incrementando así el riesgo percibido por los acreedores y limitando el acceso al crédito extranjero. Por el contrario, como se ha expuesto anteriormente, la experiencia reciente indica que la hipótesis más probable es que ningún gobierno vaya a reestructurar sus deudas demasiado fácilmente, sino que postergue las reestructuraciones necesarias.

En esta sección se analizan las propuestas actuales para abordar de manera más eficaz la reestructuración de la deuda soberana y la medida en que

facilitarían una resolución global de la deuda soberana y serían viables políticamente. Los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana corresponden a tres tipos generales de enfoque: un enfoque de mercado, centrado en mejorar los aspectos jurídicos del sistema contractual existente; un enfoque semi-institucional que promueve el uso de principios de derecho blando internacional que ayuden a articular y orientar un proceso de reestructuración; y un enfoque normativo que tiene por objeto establecer normas y procedimientos vinculantes a nivel internacional en materia de reestructuración de la deuda. El objetivo final de este enfoque es el establecimiento de un tratado multilateral jurídicamente vinculante.

Las propuestas difieren con respecto a varios aspectos fundamentales de la reestructuración de la deuda soberana, tales como los tipos de deuda que se deberían incluir, el grado de coordinación y centralización de los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, cuán participativos y transparentes deben ser estos, si deben prever una vía jurisdiccional

en caso de que no se logre un acuerdo voluntario, y la coherencia de los resultados de las distintas reestructuraciones.

## 1. Enfoques de mercado o contractuales

Varias de las principales propuestas relativas a la facilitación de la reestructuración de la deuda soberana se orientan a mantener la integridad de los modelos de mercado vigentes, aclarando y reforzando sus bases jurídicas, en particular mejorando las cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos (IMF, 2014). Otras plantean la inclusión de disposiciones sobre pagos contingentes, la aclaración de la cláusula *pari passu* (igualdad de trato de los tenedores de bonos), en particular después de lo sucedido en la Argentina, y mecanismos que limiten la participación de los acreedores en las reestructuraciones, abordando el problema de los *swaps* de riesgo de impago soberano. Las disposiciones de pago contingente no están directamente relacionadas con el mecanismo de reestructuración en sí, sino que permiten condicionar los futuros pagos de los deudores soberanos en función de criterios económicos observables, por ejemplo, utilizando bonos indizados sobre el PIB o bonos convertibles contingentes.

La principal ventaja del enfoque de mercado reside en que las reestructuraciones de la deuda conservan su carácter voluntario y, en teoría, consensual. Ese enfoque también permite reformas graduales, ya que la aplicación generalizada de las propuestas contractuales podría promover la sostenibilidad de la deuda, reducir la incertidumbre acerca de los resultados y preparar el terreno para acometer reformas más amplias.

Dicho esto, en el caso de las cláusulas de acción colectiva también quedan de manifiesto grandes limitaciones. A través del ejemplo de Grecia se ha observado que las cláusulas de acción colectiva convencionales aplicables a una sola serie, que requieren el consentimiento de una mayoría calificada

de tenedores de cada emisión de deuda pueden ser fácilmente desactivadas por acreedores disidentes que adquieran una minoría de bloqueo. Las cláusulas de acción colectiva agregadas, que requieren doble mayoría —de los tenedores de cada emisión de bonos así como de los bonistas del conjunto de las emisiones objeto de negociación— pueden reducir el riesgo de esas conductas, aunque no lo eliminan. No obstante, ni siquiera las mejores cláusulas de acción colectiva que no requieren una votación por cada serie de bonos pueden garantizar que los acreedores disidentes no encontrarán un modo de bloquear el acuerdo necesario (Galvis and Saad, 2004).

Estas cláusulas requieren la participación del 75% de todas las categorías abarcadas de la deuda pendiente. Aunque incluso los mayores inversores puedan tropezar con dificultades para adquirir una minoría de bloqueo, la aplicación de esas cláusulas, que todavía deben ponerse a prueba en la práctica, exige que el acuerdo de reestructuración ofrezca condiciones idénticas a todos los acreedores, con independencia de las condiciones aplicables a sus antiguos bonos. De lo contrario, habría un riesgo elevado de que la reestructuración se lograra en detrimento de algunas series de bonos. Sin embargo, esa condición es una base de discriminación entre acreedores. Los acuerdos de reestructuración según un modelo único perjudicarán necesariamente a quienes tengan antes de esta mejores condiciones que la mayoría, como los tenedores de títulos con vencimientos más largos. En última instancia, incluso las cláusulas únicas de

tercera generación presentan una deficiencia estructural (Bohoslavsky and Goldmann, 2015).

El enfoque puramente contractual centrado en las cláusulas de acción colectiva sufre de una serie de limitaciones adicionales. La introducción de ciertas cláusulas de acción colectiva necesita que se modifique la legislación de algunas jurisdicciones con el fin de que no queden sometidas al examen judicial normal. Muchos ordenamientos jurídicos protegen a las partes contratantes frente al uso por una de ellas de cláusulas tipo que atenten contra los derechos de otra parte. La legislación deberá

---

Los instrumentos de mercado como las cláusulas de acción colectiva pueden mejorar la reestructuración de la deuda, pero no impiden que se produzcan crisis, ni proporcionan los instrumentos necesarios para salir de ellas.

---



determinar que ciertas cláusulas de acción colectiva no entran en esa categoría. Además, dichas cláusulas se aplican únicamente a los bonos de deuda; no servirán de mucho si el Estado deudor acumula una cantidad considerable de deuda multilateral, bilateral o bancaria. Un problema constante ha sido la coordinación entre las distintas categorías de acreedores y el riesgo de que acreedores oportunistas se aprovechen de esa falta de coordinación. Las cláusulas de acción colectiva además responden a un enfoque muy restringido de los problemas de deuda soberana. No impiden las crisis y tampoco proporcionan los medios necesarios para superarlas, ni financiación provisional durante la reestructuración de la deuda (Krueger and Hagan, 2005). Además, las cláusulas de acción colectiva no garantizan que el resultado de las negociaciones, que dependerá del poder negociador respectivo de las partes, ofrezca una solución duradera basada en la recuperación del crecimiento.

## 2. Necesidad de principios internacionalmente aceptados para los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana

Este enfoque pretende, en principio, lograr una solución internacionalmente aceptada de la reestructuración de la deuda soberana, con un grado de coordinación, y posiblemente de descentralización, mayor que el enfoque contractual basado en el mercado. A diferencia del enfoque normativo (véase *infra*), este se centra en principios de derecho blando o en directrices basados en el derecho público internacional. La Asamblea General en sus resoluciones relativas a la deuda externa y el desarrollo, ha pedido reiteradamente que se estudie la aplicación de este tipo de enfoques perfeccionados a los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, sobre la base de los marcos y principios vigentes, con una amplia participación de los acreedores y los deudores<sup>38</sup>. La hoja de ruta y guía de reestructuración de la deuda soberana elaborada

por la UNCTAD es un ejemplo de tales principios (UNCTAD, 2015).

En términos generales, un enfoque de derecho blando puede definir una serie de principios que guíen las reestructuraciones de la deuda soberana y resuelvan los problemas de sostenibilidad de la deuda. Los principios generales de derecho suelen ser reglas de conducta no escritas o prácticas consuetudinarias. Deberían estar reconocidos en la mayoría de los sistemas jurídicos nacionales y ser aplicables en el contexto del derecho internacional vigente. A continuación figuran los principios básicos que se estudian para los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana:

- **Soberanía**, que establece el derecho de los Estados a imponer políticas y regular sus asuntos internos con independencia y de ponerlo en práctica en aras del interés público. Es un principio fundamental en el que reposa todo sistema jurídico nacional, y sigue siendo la base de las interacciones económicas y políticas a nivel internacional. Se debate acerca de las condiciones en que los órganos internacionales pueden adoptar decisiones que afectan a los Estados o las personas.
- **Legitimidad**, que se refiere al fundamento que justifica la autoridad de un Estado sobre sus ciudadanos (o de un organismo internacional o supranacional sobre sus miembros) y a los procedimientos por los que se instituye, se ejerce y se mantiene dicha autoridad. En el contexto de los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana, se entiende que tal principio se refiere a condiciones como la exhaustividad, la inclusión, la previsibilidad y la apropiación. Refleja ampliamente la idea de que dichos mecanismos deben tener en cuenta y rectificar la tendencia por la que los Estados están cada vez menos protegidos por la inmunidad soberana y cada vez más sujetos a las decisiones de las organizaciones internacionales y otras estructuras como los comités de acreedores.

---

Los principios básicos de reestructuración de la deuda soberana y recuperación de la sostenibilidad de la deuda pueden incorporarse en los sistemas jurídicos nacionales y aplicarse en el contexto del derecho internacional.

---

- **Imparcialidad** se refiere a la ausencia de sesgos. Como tal, promueve la aceptación de las decisiones, al generar o fortalecer la confianza en los agentes y las instituciones. Está estrechamente relacionada con el principio de legitimidad. En el contexto de las reestructuraciones de la deuda soberana, el principio de imparcialidad concierne a las instituciones que toman parte en los procesos de reestructuración y abarca su situación financiera, la elección de su personal y las acciones de este y la información de que disponen. La idea fundamental es que las reestructuraciones de la deuda soberana requieren una perspectiva neutral, en particular en lo que respecta a la evaluación de la sostenibilidad de la deuda y las decisiones acerca de las condiciones de la reestructuración.
- **Transparencia**, que cuenta con dos dimensiones de particular importancia para las reestructuraciones de la deuda soberana: la transparencia de los datos relativos a las posiciones deudoras y acreedoras, las proyecciones en que se basan las reestructuraciones propuestas y cualquier indicador utilizado en el contexto de las reestructuraciones, y la transparencia institucional para evitar el carácter confidencial que tuvieron algunas negociaciones de reestructuración de la deuda en el pasado.
- **Buena fe**, que abarca requisitos básicos de imparcialidad, honradez y fiabilidad y está ampliamente aceptada como un principio general del derecho. La buena fe implica que los resultados jurídicos y económicos de las reestructuraciones de la deuda soberana se correspondan con expectativas legítimas. Afecta de manera importante a todos los aspectos del procedimiento de reestructuración, desde la suspensión de pagos y de las acciones de los acreedores, hasta la imposición de medidas restrictivas a los acreedores disidentes.
- **Sostenibilidad**, que implica que la deuda soberana es sostenible si su servicio no entraña un grave perjuicio para el desarrollo económico y social de la población. En términos económicos, esto significa que solo el crecimiento sostenido e incluso crea las condiciones que permiten el servicio de la deuda externa a largo plazo, y

que las condicionalidades ligadas a la reestructuración de la deuda soberana no deben socavar la dinámica que potencia el crecimiento. La sostenibilidad constituye un principio general de derecho (al menos recientemente). En las últimas décadas, el concepto de sostenibilidad propio de la normativa sobre el medio ambiente se ha extendido a otros ámbitos de política, incluida la política económica. Actualmente es una de las características de amplios segmentos de la política nacional y ha sido reconocido en muchos foros y resoluciones internacionales.

Los defensores de un enfoque basado en principios semiinstitucionales generales han presentado una serie de propuestas de articulación de los aspectos institucionales de la promoción de principios o directrices generales para la reestructuración de la deuda soberana. Una opinión es que las negociaciones de reestructuración seguirán desarrollándose en foros establecidos de manera individualizada, pero bajo la supervisión y la coordinación de un nuevo órgano independiente, como un foro de la deuda soberana (una organización privada) o un instituto de reestructuración de la deuda (respaldado por un proceso multilateral)<sup>39</sup>. Otra opinión, complementaria, destaca el interés de dar carácter semiinstitucional a los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana a nivel de la resolución jurisdiccional o el arbitraje, pero no llega a proponer un tratado multilateral. Esto incluye principalmente la promoción y el uso de normas y procedimientos específicos, o la aplicación de los principios generales, en los procedimientos de arbitraje *ad hoc*.

Un medio de promover la aplicación de principios generales o de derecho blando en los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana consiste en utilizar la legislación interna, como por ejemplo la Ley de Alivio de la Deuda (Países en Desarrollo) del Reino Unido, de 2010, para resolver los problemas que plantean las demandas presentadas por los bonistas no cooperativos. Igualmente, el Parlamento belga acaba de aprobar (julio de 2015) una ley “contra las actividades de los fondos buitres”<sup>40</sup> con el fin de restringir las actividades especulativas nocivas que llevan a cabo esos fondos. Esta manera de proceder a través de la legislación nacional podría ser muy eficaz si se adoptaran los principios básicos en las jurisdicciones en cuya moneda se emite la

### LA LEGISLACIÓN BELGA RELATIVA A LAS ACTIVIDADES DE LOS FONDOS BUITRE

En julio de 2015, el Parlamento belga aprobó por amplia mayoría un proyecto de ley “contra las actividades de los fondos buitres”. El elemento central de la nueva ley es la introducción de un tope a las sumas que los llamados fondos buitres pueden reclamar a economías próximas a la suspensión de pagos mediante títulos de deuda pública adquiridos con un gran descuento en los mercados secundarios. La ley permite a los jueces belgas impedir que los fondos buitres reclamen sumas superiores al precio de mercado que pagaron por los bonos del Estado, por ejemplo, su valor nominal.

Sigue a otra ley belga aprobada en marzo de 2013 para impedir que los acreedores se incauten de fondos destinados al desarrollo (artículo 36 de la Ley de Cooperación para el Desarrollo). Concretamente, la nueva norma contra los fondos buitres proporciona un marco jurídico para impedir que los bonistas no cooperativos obtengan un “beneficio ilegítimo”, determinado a la luz de la desproporción manifiesta entre la suma reclamada por el acreedor y el valor nominal hipotético de la deuda. Esta ley presenta la importante ventaja de definir las características esenciales de los fondos buitres y los contextos en que no son aceptables sus actuaciones. Con arreglo a la ley, una vez constatado que el acreedor persigue un “beneficio ilegítimo”, según la definición antedicha, un tribunal belga puede denegar la orden de pago que daría al acreedor ese beneficio ilegítimo si se cumple al menos uno de los siguientes criterios: i) la deuda ha sido adquirida cuando el Estado deudor había llegado o estaba próximo a una situación de insolvencia o suspensión de pagos; ii) el acreedor tiene su sede en un territorio reconocido como paraíso fiscal; iii) el acreedor ha recurrido anteriormente a la justicia para obtener el pago de las deudas que ha comprado; iv) el Estado deudor ha participado en una reestructuración de la deuda que ha sido rechazada por el acreedor; v) el acreedor ha aprovechado los problemas de deuda del Estado deudor para obtener un pago de la deuda claramente desproporcionado en favor del acreedor; y vi) el pago de la totalidad de la deuda por el deudor tendría repercusiones socioeconómicas negativas y perjudicaría las finanzas públicas de la economía deudora.

La ley reduce claramente los alicientes que pueden llevar a los acreedores no cooperativos, los bonistas que rechazan los acuerdos y los fondos buitres a presentar demandas en Bélgica, país que se convierte en pionero de los esfuerzos de las autoridades para limitar las actividades de esos fondos. Este hecho reviste suma importancia ya que en Bélgica tiene su sede Euroclear, uno de los mayores sistemas de compensación de transacciones financieras mundiales. Por ejemplo, con arreglo a la nueva ley, ya no sería admisible la petición de NML Capital, Ltd. de que se congelaran las cuentas de la Argentina en Bélgica en el contexto de las demandas que había interpuesto en los Estados Unidos en calidad de acreedor disidente, pues los jueces belgas pueden negarse a aceptar las decisiones judiciales adoptadas en otras jurisdicciones.

Solamente hay otra iniciativa relativa a los fondos buitres que ha superado un voto parlamentario: la Ley de Alivio de la Deuda (Países en Desarrollo), de 2010, del Reino Unido, que impide que los fondos buitres obtengan enormes beneficios de la reestructuración de la deuda de economías en desarrollo. En varios países europeos y en los Estados Unidos se han propuesto otros proyectos de legislación nacional al respecto, focalizadas principalmente en la deuda de los países en desarrollo, pero hasta la fecha no se han aprobado. La Ley de Alivio de la Deuda del Reino Unido es menos estricta y completa que la nueva norma belga en varios aspectos: se limita exclusivamente a los países pobres muy endeudados. Tampoco limita tan estrictamente los beneficios que pueden obtenerse de los problemas de deuda de esas economías, al vincular los topes con la “proporción pertinente” del alivio de la deuda obtenido según la fórmula de la iniciativa para los países pobres muy endeudados, generalmente entre el 67% y el 90%. Los acreedores que alcanzan un acuerdo relativo a los derechos sobre las deudas correspondientes quedan exentos de este sistema de reducción automática de la deuda. Por consiguiente, globalmente, esta legislación se limita a evitar los beneficios “excesivos” de los fondos buitres en vez de reducir las actividades de estos. En cambio, la ley belga tiene en cuenta expresamente los efectos socioeconómicos generales de las actividades de los fondos buitres y su posible ilegitimidad.

mayor parte de la deuda. Una limitación evidente es el riesgo derivado de la falta de uniformidad, coordinación y coherencia entre las distintas jurisdicciones, así como la posibilidad de que solo sigan ese camino unos pocos Estados.

En líneas generales, un enfoque semiinstitucional basado en el derecho blando pero afianzado también en el derecho público internacional supone otro paso hacia un marco más permanente, menos fragmentado y más transparente y previsible para los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana. Presenta la ventaja de estar basado, en su mayor parte, en los mecanismos de negociación y reestructuración existentes. Además, podría ampliarse en el futuro si llegara a atraer a suficientes participantes. Sin embargo, este enfoque también adolece, aunque en menor grado, de la principal limitación del enfoque contractual, a saber, el hecho de que sus principios no son vinculantes y de la falta de garantías de que se alcance una masa crítica de partes que estén dispuestas a comprometerse de forma más permanente con esos principios. El problema solo puede resolverse mediante un enfoque plenamente multilateral y normativo.

### **3. Enfoques normativos de la reestructuración multilateral de la deuda**

En septiembre de 2014, la Asamblea General, aprobó su resolución 68/304, por la que decidió elaborar y aprobar un “marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”. Se da así un posible primer paso hacia la opción última, a saber, un enfoque internacional oficial y normativo para establecer reglas que obliguen a todas las partes mediante un proceso multilateral. Sin duda, es la propuesta más ambiciosa en cuanto a la resolución de la deuda soberana, y también la más difícil.

Los defensores de procedimientos multilaterales de reestructuración de la deuda señalan a menudo la asimetría entre la firmeza de las leyes nacionales sobre quiebra, que forman parte de una economía de mercado saludable, y la ausencia de equivalente para abordar la reestructuración de la deuda soberana.

Dado el papel único que cumplen los actores estatales en los resultados económicos, jurídicos y políticos, cualquiera de los procedimientos debería cumplir dos objetivos. En primer lugar, debería ayudar a prevenir un colapso financiero en los países que tienen dificultades para cumplir sus obligaciones externas. Ese desastre da lugar con frecuencia a una pérdida de confianza de los mercados, el desplome de la moneda y aumentos drásticos de los tipos de interés, lo que daña gravemente los balances públicos y privados, y causa grandes pérdidas de producción y empleo y un gran aumento de la pobreza. En segundo lugar, deberían prever mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de la deuda, cuyo servicio ya no se puede asumir en las condiciones originalmente acordadas. El logro de estos objetivos implica adoptar unas cuantas medidas muy sencillas, a saber:

- a) Autorizar una moratoria, con independencia de si se trata de deuda pública o privada y de que existan problemas de solvencia o de liquidez (no siempre es fácil distinguirlos). A fin de evitar conflictos de interés, el país deudor debería decidir unilateralmente la aplicación de una moratoria, que debería ser aprobada por un grupo de supervisión independiente, y no por una institución (como el FMI, por ejemplo) que también es acreedora. La sanción debería entrañar la suspensión inmediata de los procedimientos judiciales iniciados por los acreedores.
- b) Las moratorias deben ir acompañadas de controles de cambio, incluida la suspensión de la convertibilidad de los depósitos en divisas y otros activos propiedad de residentes y no residentes.
- c) Debería facilitarse la financiación provisional de deudores en suspensión de pagos, dando preferencia a la deuda contraída tras la imposición de la moratoria. El FMI debería conceder préstamos a países con atrasos para la financiación de importaciones y otras transacciones de cuenta corriente esenciales.
- d) Se debería posibilitar la reestructuración de la deuda, incluida su refinanciación y condonación, basada en negociaciones entre deudores y acreedores y facilitada por la introducción de cláusulas de refinanciación automática y de acción colectiva en los contratos de deuda.

Actualmente hay dos principales series de propuestas de un enfoque normativo oficial que podrían responder a esos objetivos. La primera prevé la creación de algún tipo de mecanismo de reestructuración de la deuda soberana bajo los auspicios del FMI. Para ello sería necesario modificar el Convenio Constitutivo del FMI. Una segunda serie de propuestas subraya la necesidad de una institución internacional más permanente e imparcial, que no participe en la concesión de préstamos, y propugna el establecimiento de un tribunal independiente, bien en el marco de tribunales existentes (como la Corte Permanente de Arbitraje o la Corte Internacional de Justicia) o bien creado específicamente. En cualquier caso, la base institucional debería establecerse mediante un tratado multilateral (o la correspondiente modificación de un tratado vigente).

No obstante, la característica fundamental común a las propuestas de un enfoque normativo de la reestructuración de la deuda soberana es que las decisiones judiciales en los casos de reestructuración se regirían por un corpus legal internacional acordado previamente como parte de un mecanismo internacional de reestructuración de la deuda. El objetivo esencial de todo órgano o tribunal de reestructuración de la deuda soberana sería ofrecer un sistema transparente, previsible, justo y efectivo de resolución de la deuda, y sus decisiones serían vinculantes para todas las partes y universalmente aplicables, en cualquier jurisdicción.

Claramente, concretar tal solución normativa para la reestructuración de la deuda sería un proceso sumamente difícil y largo, desde las negociaciones hasta la ratificación. Para resultar eficaz, el enfoque normativo debería tener la aceptación de un número crítico de futuros miembros y signatarios del tratado multilateral de base. En particular, debería integrar a las economías cuyas leyes rigen la mayoría de las emisiones de deuda externa. Sin duda será difícil de conseguir, y probablemente surjan legítimas

preocupaciones en cuanto al tipo de atribuciones que deben otorgarse a ese tribunal internacional o servicio del FMI, y sobre la manera en que se administrarán los poderosos intereses institucionales que ya existen o puedan surgir en esa entidad.

La principal ventaja de un enfoque normativo multilateral es que, si tiene éxito, promoverá una serie de normas y prácticas que integrarán principios y

objetivos a largo plazo, como el desarrollo sostenible, la equidad y la justicia de los resultados y la transparencia del proceso, que estén por encima de cualesquiera intereses particulares. Dados los arraigados problemas de falta de rendición de cuentas, parcialidad y falta de legitimidad que caracterizan a muchos de los mecanismos vigentes de reestructuración de la deuda, así como su fragmentación, el simple hecho de disponer de un marco institucional estable y claro para la reestructuración de la deuda podría contribuir a que se solucionara más eficazmente el problema de la deuda y se obtuvieran resultados más previsibles promoviendo la

coherencia en el juzgamiento de los casos. Además de las evidentes ventajas macroeconómicas que traerían el diagnóstico temprano de los problemas de deuda soberana y un diligente despliegue de medidas para resolverlos, nunca se destacará lo suficiente la importancia del alto grado de legitimidad que debe tener un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana operativo y de alcance mundial, establecido con la participación activa de todos los Estados miembros y otros interesados.

Huelga decir que los enfoques aquí expuestos no son necesariamente excluyentes entre sí. Es perfectamente posible mejorar los actuales enfoques contractuales, al tiempo que se promueven los proyectos de legislación nacional y los principios de derecho blando para la resolución de la deuda soberana, mientras se impulsan planes a más largo plazo para hallar una solución más duradera, jurídicamente vinculante e institucional.

---

Un marco jurídico multilateral de reestructuración de la deuda debería prever la posibilidad de adoptar moratorias, la suspensión de las acciones judiciales, controles de cambios y la concesión de préstamos a países con atrasos para impedir el colapso financiero de los países sobreendeudados, y permitir que alcancen estos acuerdos de reestructuración para restablecer el crecimiento económico y la sostenibilidad de la deuda.

---



---

## F. Conclusiones

---

Las sucesivas crisis de deuda externa probablemente seguirán suponiendo un reto importante para la gobernanza financiera mundial. Como se ha señalado en el presente documento, uno de los principales motivos de ese endeudamiento creciente es el aumento rápido de las entradas de capital financiero que se ven impulsadas en el contexto de una expansión rápida y excesiva de la liquidez a nivel mundial. Además, el aumento concomitante de los instrumentos financieros y de deuda a menudo complejos y opacos, junto con cambios sustanciales de la estructura y la composición de la deuda externa de los países en desarrollo, han hecho que su deuda sea sumamente vulnerable a los caprichos de los mercados financieros privados en particular y, en general, de la presente economía global. Ni siquiera las economías en desarrollo mayores y más adelantadas pueden determinar claramente su grado de preparación para afrontar los múltiples retos derivados de una exposición mucho mayor de su deuda externa a los riesgos del mercado, un sistema de mecanismos de reestructuración de la deuda *ad hoc* y fragmentado y

una situación económica e institucional general que introduce un sesgo recesionario en los procesos de ajuste macroeconómico.

Por consiguiente, ante la persistencia de las vulnerabilidades y los retos que presentan los mercados financieros internacionales urge abordar seriamente el debate sobre los mecanismos mejorados de reestructuración de la deuda. Como se ha visto en el presente documento, los distintos enfoques de esta cuestión reflejan maneras muy distintas de entender el funcionamiento y las necesidades de la economía que pueden ser difíciles de conciliar. Así pues, sería prudente abordar el cambio en esta esfera de manera gradual, empezando por propuestas minimalistas y pasando luego a otras más ambiciosas. Lo que resulta claro es que, a pesar de las evidentes dificultades para lograr consenso político, es indispensable un marco general, previsible, equitativo y coherente para una reestructuración eficiente y eficaz de la deuda soberana, que a la larga beneficiará a los Estados deudores y a la gran mayoría de sus acreedores. ■

---

## Notas

---

- 1 Aunque haya distintas estimaciones, según Furceri y Zdzienicka (2011) del FMI, dichas crisis pueden reducir el crecimiento de la producción entre 5 y 10 puntos porcentuales. Esos autores concluyeron además que, al cabo de ocho años, la producción seguía siendo aproximadamente un 10% inferior a la tendencia del país antes de la crisis.
- 2 Véanse, por ejemplo, *TDR 1986*, anexo al capítulo VI; *TDR 1998*, cap. IV; *TDR 2008*, cap. VI; Radelet, 1999; IMF, 2001.
- 3 En este documento, “deuda pública” incluye la deuda privada con garantía del Estado y “deuda privada” se refiere únicamente a la que no cuenta con garantía pública, según la clasificación de la base de datos International Debt Statistics del Banco Mundial.
- 4 Los casos de España y los Estados Unidos son una buena ilustración de este fenómeno. En 2007, la deuda externa del sector privado (excepto la deuda de las entidades de depósito y la inversión directa) constituía el 50% del INB de España y el 48% del de los Estados Unidos. Después de un brusco proceso de desapalancamiento, cayó al 31% en España y al 34% en los Estados Unidos. Mientras tanto, la deuda externa global pública aumentó del 20% al 42% en España y del 18% al 34% en los Estados Unidos.
- 5 *Fuente:* Banco Mundial, base de datos Quarterly External Debt Statistics – Special Data Dissemination Standard (QEDS-SDDS).
- 6 *Fuente:* Banco Mundial, base de datos QEDS-SDDS.
- 7 *Fuente:* Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en la herramienta de análisis de la deuda EIKON de Thomson Reuters
- 8 Esta subsección se basa en parte en Bohoslavsky y Goldman, 2015.
- 9 El incidente más destacado fue la invasión de México por Francia, tras la suspensión del pago de los intereses de la deuda externa decidida por el Gobierno de Benito Juárez en 1861. Otro ejemplo fue el bloqueo naval de Venezuela por las escuadras de Alemania, Italia y el Reino Unido en 1902-1903, mediante el que se pretendía obligar al Gobierno venezolano a pagar deudas contraídas con nacionales de esos países. Esos hechos dieron origen a la Convención Drago-Porter de 1907, que estableció el principio universal de que los Estados no pueden recurrir a la fuerza para el cobro de deudas soberanas contraídas con sus nacionales (Benedek, 2007).
- 10 El Reino Unido suspendió además la convertibilidad de la libra, lo que obligó a sus acreedores extranjeros a utilizar los recursos procedentes del reembolso de la deuda del Reino Unido para adquirir bienes o activos en la zona monetaria de la libra.
- 11 Véase también la decisión en el caso *República Argentina c. Weltover, Inc.*, 1992, por la que se consideró que la emisión de bonos era una “actividad comercial”.
- 12 En el marco de todos esos planes, los acreedores podían elegir entre una “opción de reducción de la deuda”, que aplicaba las tasas de anulación adecuadas y la reprogramación de la deuda restante, incluidos los créditos de la asistencia oficial para el desarrollo, y otras opciones que disminuían la carga de la deuda ampliando el período de pago y reduciendo los tipos de interés.
- 13 Por ejemplo, el Club de París obligó al Pakistán y a Ucrania a obtener de los acreedores privados un nivel de alivio de la deuda equivalente al concedido por el Club.
- 14 Las condicionalidades (especialmente con respecto a reformas estructurales) impuestas por el FMI y el Banco Mundial, de hecho, persiguen además otros objetivos, como la redefinición de los objetivos nacionales de desarrollo en función de los criterios y los intereses de los acreedores (Akyüz, 2005). En algunos informes del FMI se admite que existe “el temor legítimo de que en muchos casos la condicionalidad estructural haya superado los límites que serían justificables para cumplir su propósito de preservar los recursos del Fondo” (IMF, 2001: 27). Además, en un informe de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI se subraya que “no se debe tomar la crisis como una oportunidad de pedir un largo programa de reformas con plazos precisos, simplemente porque haya un alto nivel de apalancamiento, aunque a la larga esas reformas puedan ser beneficiosas para la eficiencia económica” (IMF, 2003a: 50).
- 15 Se ha conseguido una participación bastante limitada de los acreedores comerciales, algunos de los cuales han reclamado judicialmente el pago íntegro de la deuda a países pobres muy endeudados.

- 16 En el caso de la reestructuración de la deuda griega de 2012, por ejemplo, los bancos comerciales que tenían bonos de deuda griega estuvieron representados por el Instituto de Finanzas Internacionales, integrado por bancos, aseguradoras, administradores de activos, fondos soberanos, fondos de pensiones, bancos centrales y bancos de desarrollo.
- 17 En 1997, el FMI lanzó su Servicio de Complementación de Reservas para ayudar a los países a afrontar excepcionales “necesidades de financiamiento a corto plazo que obedezcan a una pérdida repentina y perturbadora de la confianza de los mercados que se deje sentir en presiones sobre la cuenta de capital y las reservas del país en cuestión” (IMF, 1997). Así pues, los países que cumplían las condiciones preestablecidas podían acceder rápidamente a las líneas de crédito precautorio de corto plazo. La línea de crédito contingente se creó en 1999, seguida por la línea de aumento de reservas, en 2006, y por el Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLF) en 2008, inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers. En vista de que los usuarios potenciales no solicitaban esta financiación precautoria, el FMI tuvo que proponer otras líneas de crédito hasta que por fin recibió solicitudes: la Línea de Crédito Flexible en 2009 y la Línea de Crédito Precautorio en 2010, que ofrecían más facilidades de acceso, plazos de pago más largos y mayor flexibilidad y que no incluían condicionalidades *a posteriori*.
- 18 Colombia, México y Polonia se acogieron a la Línea de Crédito Flexible del FMI, y la ex República Yugoslava de Macedonia y Marruecos se acogieron a la Línea de Crédito Precautorio del FMI.
- 19 La nueva legislación no abolió completamente el principio de *champerty*, pero añadió una disposición de “protección” para las demandas por un importe agregado de compra mínimo de 500.000 dólares de los Estados Unidos.
- 20 Véase el sitio web del Banco Africano de Desarrollo en: <http://www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context> (consultado el 10 de agosto de 2015).
- 21 *GMO. Trust c. la República del Ecuador* (1:14-cv-09844), tribunal de distrito de los Estados Unidos, Southern District Court de Nueva York (resuelto en abril de 2015).
- 22 Véase, por ejemplo, Tribunal de Justicia Europeo, *Fahnenbrock y otros c. Grecia*, C-226/13 *et al.*, pendiente de resolución; *Poštová banka, a. e. Istrokapital SE c. la República Helénica*, CIADI, caso núm. ARB/13/8.
- 23 Véase el informe sobre los fondos buitres y los derechos humanos, elaborado por el Experto Independiente sobre la deuda externa y los derechos humanos, A/HRC/14/21, 2010, en: [http://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/HRC/14/21&referer=http://www.ohchr.org/EN/Issues/Development/IEDebt/Pages/Debtstructuringvulturefundsandhumanrights.aspx&Lang=S](http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/HRC/14/21&referer=http://www.ohchr.org/EN/Issues/Development/IEDebt/Pages/Debtstructuringvulturefundsandhumanrights.aspx&Lang=S).
- 24 Los países afectados por la medida son: Angola, Burkina Faso, Camerún, Congo, Côte d’Ivoire, Etiopía, Honduras, Liberia, Madagascar, Mozambique, Níger, República Democrática del Congo, República Unida de Tanzania, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Sudán, Uganda y Zambia.
- 25 *Donegal International Ltd. v. Zambia*, Tribunal Superior de Justicia (Inglaterra y Gales), [2007] EWHC 197 (Comm.).
- 26 Ley de Alivio de la Deuda (Países en Desarrollo), de 2010, del Reino Unido.
- 27 Véase *Allied Bank International c. Banco Crédito Agrícola de Cartago*, Tribunal de Apelación del Segundo Circuito de los Estados Unidos, 18 de marzo de 1985 (757 F.2d 516); *Pravin Banker Associates c. Banco Popular del Perú*, 109 F. 3d 850, 854 (Segundo Circuito, 1997); *Elliot Associates c. Banco de la Nación y la República del Perú*, 12 F.Supp. 2d 328 (S.D.N.Y.1998).
- 28 Véase, por ejemplo, Tribunal Constitucional Federal (Alemania), casos 2 BvM 1-5/03, 1, 2/06, decisión de 8 de mayo de 2007, BVerfGE 118, 124. En relación con los casos del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones, véase Waibel, 2007a.
- 29 Tribunal Supremo de Nueva York, *Crédit français, S.A. c. Sociedad financiera de comercio, C.A.*, 128 Misc.2d 564 (1985); *EM Ltd. c. la Argentina*, 05-1525-cv, resolución judicial 13 de mayo de 2005 (*obiter dictum* que no constituye un precedente).
- 30 Véase, por ejemplo, el caso relativo al reconocimiento de la inmunidad judicial de la Argentina por los tribunales italianos (Tribunal Supremo de Casación, Sección Civil, 21 de abril de 2005) y las demandas presentadas ante la justicia argentina por acreedores que voluntariamente se negaron a participar en el canje de bonos (Juzgado Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal N° 1, 12 de octubre de 2006).
- 31 Tribunal Constitucional Federal, caso 2 BvM 1/03 y otros, decisión de 8 de mayo de 2007.
- 32 *NML Capital Limited (demandante) c. la República Argentina (demandada)* [2011] UKSC 31.
- 33 *Abaclat c. la República Argentina*, CIADI, caso ARB/07/5, decisión sobre jurisdicción y admisibilidad, 14 de agosto de 2011; véase también Gallagher 2011; y Waibel, 2007b. Acerca de la cuestión de si cabe considerar la deuda soberana como inversión directa, véase *Fedax c. Venezuela*, CIADI, caso ARB/96/3; *Československa obchodní banka c. la República Eslovaca*, CIADI, caso ARB/97/4; véase también, no obstante, la consideración restrictiva del tribunal en *Poštová banka, a.s. e Istrokapital SE c. la República Helénica*, CIADI, caso núm. ARB/13/8.

- 34 Cf. TIDM, caso núm. 20, *ARA Libertad (Argentina c. Ghana)*, dictamen de 15 de diciembre de 2012. El Tribunal Internacional del Derecho del Mar (TIDM) ordenó la devolución de un buque argentino secuestrado por las autoridades de Ghana.
- 35 *Elliott Associates*, Tribunal de Apelación de Bruselas, octava sala, registro de sumarios, núm. 2000/QR/92, 26 de septiembre de 2000.
- 36 *NML Capital, Ltd. c. Republic of Argentina*, Núm. 08 Civ. 6978 (TPG), Tribunal de Distrito de los Estados Unidos, Distrito Meridional de Nueva York, Fallo de 23 de febrero de 2012: “Siempre que la República efectúe un pago en el marco de [...] [canje de bonos] ... la República deberá efectuar simultáneamente o por adelantado un “pago a prorrata” a los demandantes. [...] Ese pago será equivalente al “coeficiente de prorrateo” multiplicado por la suma total adeudada a [los demandantes]. El coeficiente de prorrateo será la fracción resultante de la división de la suma que la República ha abonado o se propone pagar con arreglo a lo previsto en la operación de canje de bonos entre el total adeudado en el marco de esa operación”.
- 37 Esta sección se basa en parte en Lienau, O., *Institutional Options for Debt Restructuring*, Background Paper for the UNGA Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring, documento de antecedentes presentado al Comité Especial sobre los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana de la Asamblea General de las Naciones Unidas, proyecto revisado de 21 de abril de 2015.
- 38 Véanse las resoluciones 64/191, 65/144, 66/189, 67/198, 68/202 y 68/304 de la Asamblea General.
- 39 Acerca de las últimas propuestas, véase UNCTAD, 2015.
- 40 Véase: [www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057](http://www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057).

## Bibliografía

- Adamson MR (2002). The failure of the Foreign Bondholders Protective Council Experiment, 1934-1940. *Business History Review*, 76: 479-514.
- Akyüz Y (2005). Reforming the IMF: Back to the drawing board. *Global Economic Series 7*, Third World Network, Penang.
- Akyüz Y (2012). The boom in capital flows to developing countries: Will it bust again? *Ekonomi-tek*, 1: 63-96.
- Avdjiev S, Chui M and Shin HS (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, December: 67-77.
- Benedek W (2007). Drago-Porter Convention (1907). In: Wolfrum R, ed. *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edition). Oxford, Oxford University Press. Available at: <http://opil.ouplaw.com/view/10.1093/law:epil/9780199231690/law-9780199231690-e733?rsk=V9R9cj&result=1&prd=EPIL>.
- Bohoslavsky JP and Goldmann M (2015). Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law: An incremental approach. Background paper prepared for *TDR 2015*, May.
- Buchheit L and Pam JS (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53: 869-922.
- Buchheit L and Gulati M (2013). The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring. Social Science Research Network (SSRN). Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2292669](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669).
- Buchheit L, Gelpern A, Gulati M, Panizza U, Weder di Mauro B and Zetterlmeyer J (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee for International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.
- Bulow J and Rogoff K (1990). Cleaning up third world debt without getting taken to the cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 31-42.
- Cosio-Pascal E (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club. UNCTAD Discussion Paper No. 192, UNCTAD, Geneva.
- Eichengreen B and Portes R (1986). Debt and default in the 1930s: Causes and consequences. *European Economic Review*, 30: 599-640.



- Eskridge W (1985). Les jeux sont faits: Structural origins of the international debt problem. *Virginia Journal of International Law*, 25(2): 281–400.
- Feldmann H (1991). Internationale Umschuldungen im 19. und 20. Jahrhundert, 20 et seq.
- Furceri D and Zdzienicka A (2011). How costly are debt crises? Working paper 11/280, IMF, Washington, DC.
- Florez JH and Decorzant Y (2012). Public borrowing in harsh times: The League of Nations Loans revisited. Working Paper Series, WPS 12091, University of Geneva, Geneva.
- Galvis S and Saad A (2004). Collective action clauses: Recent progress and challenges ahead. *Georgetown Journal of International Law*, 35(4): 713–730.
- Grossman HI (1988). The political economy of war debts and inflation. Working Paper Series, No. 2743, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gallagher KP (2011). The new vulture culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties. Working Paper 02/2011, International Development Economics Associates (IDEAs), New Delhi.
- Haldane AG (2011). The big fish, small pond problem. Speech delivered at the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April 2011.
- IMF (1997). IMF approves supplemental reserve facility. Press release no. 97/59, Washington, DC, 17 December.
- IMF (2001). Conditionality in fund-supported programs – Policy Issues, Washington, DC, 16 February.
- IMF (2003a). Evaluation report: The IMF and recent capital account crises, Indonesia, Korea, Brazil. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2003b). Evaluation report: Fiscal adjustment in IMF-supported programmes. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2004). Evaluation report: IMF and Argentina: 1991–2001. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2012). *World Economic Outlook*, Washington, DC, October.
- IMF (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Staff report, Washington, DC.
- Krueger A and Hagan S (2005). Sovereign workouts: An IMF perspective. *Chicago Journal of International Law*, 6: 214–215.
- Lienau O (2015). Institutional options for debt restructuring. Background Paper for the United Nations General Assembly Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring (revised draft 21 April).
- Lindert PH and Morton PJ (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs JD, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 225–227.
- Mussa MI and Savastano MA (1999). The IMF approach to economic stabilization. Working Paper 99/104, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Myers MG (1945). The League loans. *Political Science Quarterly*, 60: 492–526.
- Ocampo JA (2015). Resolution of balance of payment crises: Emergency financing and debt workouts. WIDER Working Paper 2015/11, UNU-WIDER, Helsinki.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED books.
- O’Connell A (2014). Beyond austerity: Default, debt restructuring or no recovery. Speech delivered at the Institute for New Economic Thinking-Centre for International Governance Innovation Conference, Toronto, 10–13 April 2014.
- Panizza U (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188, UNCTAD, Geneva.
- Paris Club (2015). Rescheduling and cancellation. Available at: <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/reechelonnement>.
- Radelet S (1999). Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt. Development Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 721. Harvard University, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff K (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2014). Sovereign defaults in court. Social Science Research Network. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>.
- TFFS (Task Force on Finance Statistics) (2013). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. IMF, Washington, DC.
- Toussaint E (2006). The Marshall Plan and the Debt Agreement on German Debt. Available at: <http://cadtm.org/The-Marshall-Plan-and-the-Debt>.
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief No. 29. UNCTAD, Geneva.
- UNCTAD (2015). *Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide*. Geneva, United Nations. Available at: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf).
- UNCTAD (TDR 1986). *Trade and Development Report, 1986*. United Nations publication. Sales No. E.86.II.D.5, New York.
- UNCTAD (TDR 1998). *Trade and Development Report, 1998. Financial Instability. Growth in Africa*. United Nations publication. Sales No. E.98.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial*



- Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008. Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Van Harten G (2007). *Investment Treaty Arbitration and Public Law*. Oxford, Oxford University Press.
- Waibel M (2007a). Two worlds of necessity in ICSID arbitration: *CMS* and *LG&E*. *Leiden Journal of International Law*, 20: 637–648.
- Waibel M (2007b). Opening Pandora's box: Sovereign bonds in international arbitration. *American Journal of International Law*, 101: 711–759.
- Waibel M (2011). *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge, Cambridge University Press.

## **FINANCIACIÓN INTERNACIONAL A LARGO PLAZO PARA EL DESARROLLO: RETOS Y POSIBILIDADES**

### **A. Introducción**

Una preocupación que ha surgido en repetidas ocasiones en los capítulos anteriores es la aparente incapacidad de los actuales sistemas monetarios y financieros mundiales para poner a disposición financiación a largo plazo para el crecimiento y el desarrollo. En este capítulo se examinan algunas de las posibles estrategias para asegurar la prestación de dicha financiación. La atención se centra en la financiación de la formación de capital productivo, en particular para la infraestructura, lo cual ayuda, directa e indirectamente, a acelerar el crecimiento y el cambio estructural. Ello requiere efectivamente desafiar la lógica subyacente a las corrientes financieras privadas impulsadas por los beneficios y las rentas a corto plazo, y fortalecer los mecanismos de movilización y asignación de financiación interna y externa para la creación de valor y el desarrollo a más largo plazo. Aunque es probable que los recursos internos (públicos y privados) sigan siendo los más importantes (*TDR 2008 y 2013*), la financiación internacional puede desempeñar un papel importante cuando la financiación interna no esté disponible o sea insuficiente, en particular cuando, para importar bienes de capital e insumos para la producción, un país necesite más divisas de las que obtiene por concepto de exportaciones de bienes y servicios.

Es bien sabido que no se puede depender de los mercados financieros privados para financiar completamente los proyectos de inversión a largo plazo. Ello

se debe a que las inversiones conexas suelen entrañar períodos de gestación más largos y un mayor riesgo e incertidumbre acerca de los resultados, aunque creen externalidades positivas significativas para el resto de la economía y proyectos de inversión complementarios. Estos factores generan diferencias entre la rentabilidad privada y la rentabilidad social de este tipo de inversión. También se reconoce que los mercados financieros privados, por sí solos, raras veces dirigen la financiación a prestatarios como las pequeñas y medianas empresas (pymes) o las empresas emergentes, o actividades cuya rentabilidad no es inmediatamente evidente y no se puede calcular fácilmente. Ello afecta negativamente a actividades que podrían ser cruciales para el crecimiento futuro y que podrían producir considerables beneficios sociales, como la innovación, el progreso tecnológico y la protección del medio ambiente. Estas características son igualmente propias de los mercados financieros mundiales. Por lo tanto, el aumento de la integración financiera de los países en desarrollo no ha estado a la altura de las expectativas de un acceso más fácil a la financiación a largo plazo necesaria para impulsar el crecimiento y el desarrollo. Por consiguiente, parece que se necesitan medidas públicas para asegurar la financiación externa e interna a largo plazo con estos fines.

La naturaleza de esa participación del Estado puede variar en función de los tipos de actividades

que se vayan a financiar. La financiación de bienes meramente públicos requiere ingresos públicos internos apropiados, y en el contexto de la financiación externa lo más probable es que cuente con el apoyo de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) u otras formas de cooperación para el desarrollo. En el caso de los bienes y los servicios de interés social, así como de otras actividades con grandes externalidades positivas, se puede concebir una mezcla de arreglos públicos y privados, por lo general con cierto grado de subvenciones públicas explícitas o implícitas, que a su vez requerirían recursos internos o externos, canalizados habitualmente a través de las arcas públicas. Las iniciativas recientes basadas en las asociaciones público-privadas (APP) son una posible respuesta. Por último, hay algunas actividades que generan cambios en las estructuras productivas y pueden ser rentables (como algunos tipos de inversión en infraestructura), evitadas no obstante por los inversores privados debido a las incertidumbres asociadas a las importantes necesidades de inversión con grandes costes iniciales, largos períodos de gestación y los riesgos conexos. Ello requiere un mayor papel de las instituciones financieras orientadas específicamente a efectuar esas inversiones a largo plazo, como los bancos de desarrollo.

En este capítulo, se estudian uno por uno estos tipos de financiación externa para el desarrollo a largo plazo. En la sección B, se sostiene que, aunque

---

La financiación de la formación de capital productivo requiere desafiar la lógica subyacente a las corrientes financieras privadas impulsadas por los beneficios y las rentas a corto plazo.

---

la financiación oficial ha aumentado en el último decenio, todavía está muy por debajo de los niveles deseados, y sigue habiendo cierta preocupación por su eficacia y las condicionalidades incorporadas en ocasiones a la AOD. Por consiguiente, algunos países en desarrollo que buscan financiación externa a largo plazo con fines de desarrollo han recurrido a otros arreglos, sobre todo mediante un mayor énfasis en los programas y los proyectos con la participación de APP, como se examina en la sección C. Sin embargo, aunque ofrecen oportunidades para recabar la participación de empresas privadas en la inversión en infraestructura, también hay riesgos conexos, en particular en lo que respecta a los costes, que pueden ser mucho mayores de lo previsto y se pueden extender durante un período muy largo. En la sección D se examina el papel de los fondos

soberanos. Algunos de ellos controlan cantidades considerables de capital y podrían desempeñar un papel importante en la concesión de parte de la financiación para el desarrollo a largo plazo; no obstante, hasta el momento, su participación en esta esfera ha sido extremadamente limitada. En la sección E se analiza el uso de los bancos nacionales, regionales e interregionales de desarrollo, que siguen siendo una opción efectiva para movilizar financiación a largo plazo. Las nuevas iniciativas recientes en esta esfera son alentadoras, pero habrá que ampliarlas considerablemente para lograr los objetivos de desarrollo actuales y futuros.

---

## B. Financiación mediante la cooperación oficial

---

La financiación oficial para el desarrollo se refiere al gasto destinado a fortalecer la capacidad productiva, la promoción del cambio estructural y la mejora del bienestar social en los países receptores. No incluye la ayuda humanitaria o militar de diversos

tipos. Se trata de donaciones o préstamos, concedidos de forma bilateral o por conducto de organismos multilaterales y organizaciones no gubernamentales (ONG). Las donaciones no requieren su devolución, mientras que los préstamos se amplían con algún

elemento de subvención, pero se deben reembolsar, y por lo tanto implican algún tipo de rendimiento para el donante. Es importante tener en cuenta esta distinción, porque diferentes formas de gastos relacionados con el desarrollo tienen diferentes efectos en la capacidad de servicio de la deuda de los países, y por lo tanto el uso de préstamos que formen parte de la asistencia para el desarrollo debería generar los ingresos necesarios para pagar la deuda.

La financiación oficial se ha considerado tradicionalmente una corriente de los países desarrollados a los países en desarrollo, en particular a los países más pobres. Sin embargo, las tendencias recientes muestran la creciente importancia de los países en desarrollo emergentes como donantes, a pesar de que proporcionan formas de cooperación y asistencia para el desarrollo diferentes de las de los donantes más tradicionales.

### **1. Asistencia oficial para el desarrollo de los países desarrollados**

Lo que se conoce actualmente como asistencia oficial para el desarrollo es un subconjunto de la ayuda oficial externa de los países desarrollados a los países en desarrollo. La necesidad de establecer una corriente estable de AOD ya se debatió en los decenios de 1950 y 1960. Las negociaciones dentro del sistema de las Naciones Unidas finalmente dieron lugar al compromiso de los países desarrollados de transferir anualmente al menos el 0,7% de su INB en concepto de ayuda externa a los países en desarrollo<sup>1</sup>.

Después de un período de declive y estancamiento en el decenio de 1990, las corrientes registradas de AOD a los países en desarrollo aumentaron considerablemente en el decenio de 2000 (gráfico 6.1A). Los desembolsos netos por miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) aumentaron de 89.000 millones de dólares de los Estados Unidos en 2002 a 134.000 millones de dólares en 2014 (en dólares constantes de 2013), lo que supone un incremento del 51%, aunque era una cantidad ligeramente inferior a los niveles máximos de 2010 y 2013. Sin embargo, ello no representa más que el 0,29% de su INB, lo cual está

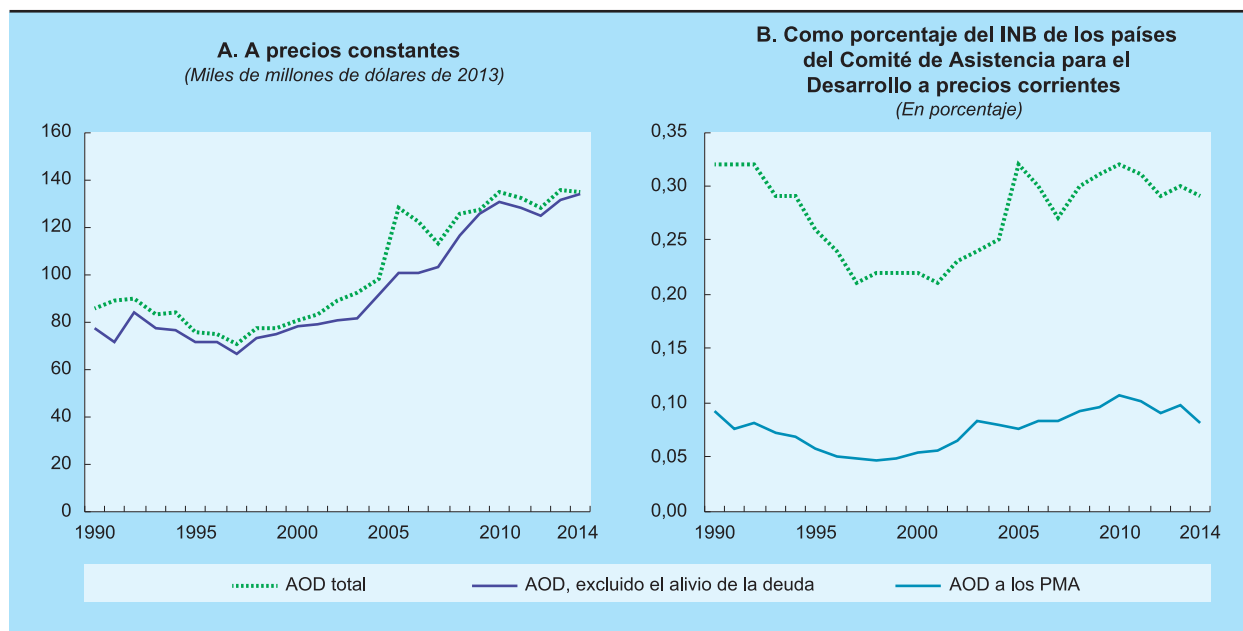
muy lejos de su objetivo comprometido del 0,7% del INB y es inferior a los porcentajes de comienzos del decenio de 1990<sup>2</sup>. Además, este porcentaje ha estado descendiendo desde 2010, tanto para la AOD total como para la AOD a los países menos adelantados (PMA) (gráfico 6.1B). Alrededor de un tercio de la AOD se ha dirigido a los PMA, donde, en promedio, constituye más del 70% de la financiación externa (United Nations, 2014a). En dólares constantes, se duplicó con creces entre 2000 y 2010, pero ha ido disminuyendo en los últimos años. De hecho, la ayuda bilateral a los PMA se redujo en un 16% en 2014 (OECD, 2015). Por otra parte, los planes de gasto de los principales donantes sugieren que es poco probable que haya un crecimiento significativo de las corrientes de AOD a medio plazo (OECD, 2014a).

Una proporción cada vez mayor de la asistencia del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE se ha destinado al sector social, en parte como consecuencia de los esfuerzos hacia el logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio. La AOD a este sector aumentó en un 117% (en dólares constantes) entre 2000 y 2008. Un aumento similar se registró en el caso de la AOD a la infraestructura económica y el sector de los servicios, mientras que la ayuda al sector de la producción registró un aumento menor, del 78%. Desde otra perspectiva, la proporción de la AOD orientada al sector social en la ayuda total para el desarrollo<sup>3</sup> aumentó de menos del 50% en el decenio de 1990 a más del 60% en 2008, y ha permanecido relativamente estable desde entonces. Viceversa, la proporción de las corrientes de AOD a la infraestructura económica y el sector de los servicios, así como a los sectores de producción, disminuyó (gráfico 6.2).

La eficacia de la AOD<sup>4</sup> en el apoyo al desarrollo varía considerablemente dependiendo de sus modalidades, es decir, de que sean donaciones o préstamos, de que se proporcione bilateralmente o mediante organismos multilaterales y de que adopte la forma de apoyo presupuestario (no destinado a ningún fin específico) o financiación de proyectos. Los países donantes suelen preferir la financiación de proyectos mediante procedimientos bilaterales porque pueden controlar mejor el uso de los fondos, en particular vinculando su entrega a la adquisición de bienes y servicios producidos por las empresas del país donante. Se ha calculado que la ayuda condicionada aumenta el coste de los bienes y los servicios,

Gráfico 6.1

### AOD PROPORCIONADA POR LOS PAÍSES DEL COMITÉ DE ASISTENCIA PARA EL DESARROLLO, 1990-2014



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en la base de datos OECD.stat.

y reduce las posibilidades de desarrollo local<sup>5</sup>. La ayuda multilateral y el apoyo presupuestario son por lo general mejores opciones para los beneficiarios porque reducen la posibilidad de que las preferencias de los donantes ejerzan influencias distorsionadoras, y por lo tanto aumentan las posibilidades de que el país receptor haga suya la ayuda. También pueden ayudar a mejorar la previsibilidad, la coherencia, la transparencia y la rendición de cuentas de la ayuda (UNCTAD, 2006). La ayuda multilateral constituyó el 39% del total de la AOD en 2011-2012 (OECD, 2014b). Además, la ayuda prestada sobre una base plurianual es más previsible para el beneficiario; cuando es imprevisible y volátil, el valor de la ayuda puede descender hasta entre un 15% y un 20%<sup>6</sup>.

Además de la modalidad de la AOD, la naturaleza de algunos de sus componentes también influye en su eficacia. De hecho, algunas de las corrientes incluidas en la definición del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE proporcionan solamente una ayuda limitada para el desarrollo. Por ejemplo, durante muchos años algunos créditos concedidos a tasas de interés de mercado podían registrarse como AOD a pesar de que en realidad no estuvieran

relacionados con una iniciativa de un donante, solo porque la tasa de interés de referencia del 10% era excesivamente alta. Otros componentes de la AOD no implican una transferencia de recursos a los países en desarrollo, como los gastos de los donantes, incluida la asistencia técnica, los gastos administrativos, los gastos de educación de los estudiantes extranjeros y los gastos del alojamiento de los refugiados (Charnoz and Severino, 2015). Por otra parte, el alivio de la deuda se incluye como un elemento significativo de la AOD, incluso en los casos en los que tiene un escaso efecto o ningún efecto en absoluto en términos de corrientes financieras netas (véase el gráfico 6.1A). Algunos préstamos podrían incluso contabilizarse dos veces como AOD: cuando se entregan, y cuando se cancelan. Según ActionAid (2005), en 2003 solo el 39% de la AOD fue “ayuda real”<sup>7</sup>.

El Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE ha respondido a estas críticas distinguiendo entre la AOD total y la ayuda programable para los países, también conocida como ayuda principal. La ayuda programable para los países excluye de la AOD bilateral las actividades que son inherentemente imprevisibles (como la ayuda humanitaria y el alivio



de la deuda), que no implican corrientes transfronterizas, y que no forman parte de los acuerdos entre los gobiernos (OECD, 2014a). Se calcula que entre 2009 y 2013 la ayuda programable para los países constituyó el 57% de la AOD bilateral bruta. Sin embargo, la AOD total siguió siendo el objetivo de los compromisos de los países del Comité de Asistencia para el Desarrollo. Además, en diciembre de 2014, la Reunión de Alto Nivel del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE decidió revisar la definición y la medición de la AOD con el fin de “modernizarla” (OECD, 2014c). El principal cambio se refiere a la forma en que los préstamos en condiciones favorables se presentan como AOD.

Desde el comienzo del nuevo milenio, la comunidad internacional se ha centrado progresivamente en mejorar la manera en que se presta la ayuda. Ello indica un reconocimiento cada vez mayor de que no es solo el volumen de la AOD lo que cuenta; la calidad de la AOD es también fundamental para aumentar al máximo su efecto en el desarrollo<sup>8</sup>. Ello ha conducido a la elaboración de una serie de principios para aumentar la eficacia de la ayuda, incluida la apropiación de las estrategias nacionales de desarrollo, la adaptación de los donantes a esas estrategias, la armonización entre los donantes y la atención a los resultados, la responsabilidad mutua y la transparencia. También ha dado lugar a evaluaciones periódicas de la evolución de la AOD. Una evaluación de la eficacia del desarrollo realizada en 2010 indicó que había habido un progreso muy lento en el cumplimiento de la mayoría de los objetivos establecidos en la Declaración de París (UNCTAD, 2011a). El acuerdo de la Alianza de Busan de 2011 dio lugar a la creación de la Alianza Mundial para la Cooperación Eficaz para el Desarrollo, que celebró su primera Reunión de Alto Nivel en México en 2014. La evaluación de los progresos en la eficacia de la ayuda preparada para esa reunión mostró que los resultados eran variados (OECD and UNPD, 2014).

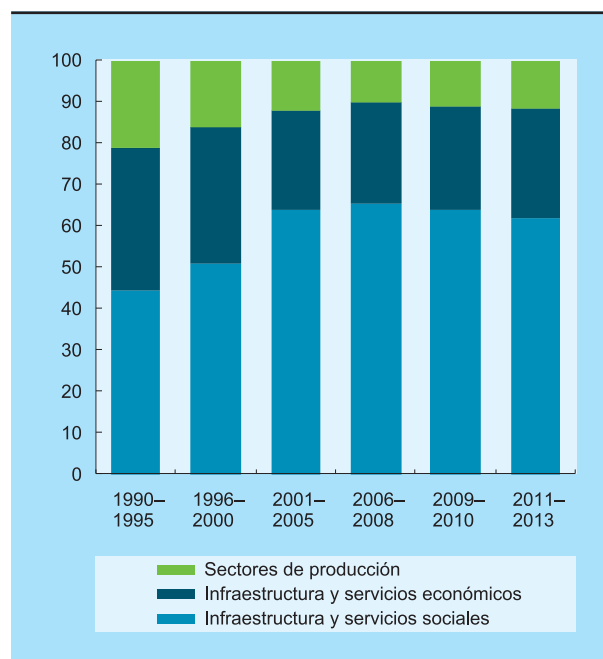
## 2. Cooperación para el desarrollo entre los países en desarrollo

Una tendencia nueva que puede ser importante en la asistencia mundial para el desarrollo es la relevancia cada vez mayor de los donantes que son países

Gráfico 6.2

### COMPOSICIÓN DE LA AOD POR CATEGORÍAS PRINCIPALES, 1990-2013

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, basados en la base de datos OECD.stat.

en desarrollo. Según las Naciones Unidas (2014b), en 2011 el valor total de la cooperación Sur-Sur era de entre 16.100 millones de dólares y 19.000 millones de dólares, y su proporción en la cooperación total para el desarrollo era del 10% en 2011, frente al 6,7% en 2006. Sin embargo, es posible que se trate de una subestimación, especialmente porque las definiciones de asistencia para el desarrollo varían, y no hay datos sistemáticos y comparables entre los países. Para muchos países en desarrollo, la cooperación para el desarrollo está estrechamente vinculada a las relaciones comerciales y de inversión, y a menudo es difícil distinguir entre los componentes públicos y privados (Zhou, 2010).

Según un estudio, la asistencia financiera Sur-Sur constituyó en torno al 15% de la ayuda real del Comité de Asistencia para el Desarrollo en 2008. Ese año los donantes que son países en desarrollo más importantes fueron la Arabia Saudita, China, la República Bolivariana de Venezuela, la República de

Corea, Turquía y la India, pero otros años el Brasil también ha sido un donante importante (Comité de Gestión de The Reality of Aid, 2010). Desde entonces, la cantidad de asistencia financiera ha crecido considerablemente, liderada por China. Cabe señalar que no toda esta asistencia financiera se podría calificar como AOD en el sentido utilizado por los miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo. La asistencia financiera de los países que no son miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo ha adoptado la forma de donaciones, préstamos en condiciones favorables, préstamos en condiciones no favorables y alivio de la deuda. La composición de la asistencia financiera varía de un país a otro, pero los préstamos son la forma predominante.

Fuentes oficiales chinas distinguen expresamente entre tres categorías de asistencia financiera: las donaciones, los préstamos sin intereses y los préstamos en condiciones favorables. El erario financia directamente los dos primeros, mientras que el Banco EXIM de China financia el tercero (véase la sección E). Una gran proporción es ayuda condicionada, que exige que al menos la mitad de las adquisiciones efectuadas en el marco de los programas de asistencia sean de productos chinos, y, en varios casos, de mano de obra china también. Sin embargo, como una parte importante de esa asistencia china se destina a la construcción de infraestructura, puede contribuir de manera significativa a la transformación de las capacidades productivas a medio y largo plazo. Wolf y otros (2013) consideran que, durante el período 2001-2011, América Latina recibió la mayor parte de esa asistencia china (gran parte de ella para un programa de varios países orientado a los recursos naturales), seguida de África (una combinación de programas de recursos naturales e infraestructura), Asia Meridional (infraestructura y ayuda financiera para el apoyo presupuestario) y Asia Sudoriental (fundamentalmente infraestructura).

La asistencia financiera india adopta la forma de créditos, préstamos en condiciones favorables y donaciones. Se ha utilizado para financiar el

desarrollo de la infraestructura (por ejemplo la reconstrucción del ferrocarril en Angola), la adquisición de maquinaria y equipo agrícola, el desarrollo de tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC), el establecimiento de empresas de transformación (anacardos en la República Unida de Tanzania) y con fines humanitarios y de atención de la salud. El Banco de Exportación e Importación de la India proporciona la mayor parte de esa asistencia. La Arabia Saudita y la República de Corea proporcionan donaciones y préstamos en condiciones favorables. Su asistencia financia la atención de la salud, las TIC, la educación y la agricultura. Por conducto del Proyecto Petroamérica, puesto en marcha en 2005, la República Bolivariana de Venezuela ha estado proporcionando petróleo en condiciones financieras muy favorables a países de América Latina y el Caribe (*TDR 2007*). Varios países de Asia Occidental prestan asistencia a los sectores productivos (por ejemplo, el transporte, las telecomunicaciones, la energía y la agricultura). La mayor parte de su financiación proviene de sus ministerios de finanzas y una pequeña porción del Fondo Saudita para el Desarrollo, además de la asistencia proporcionada a través de canales multilaterales. La asistencia de Turquía adopta la forma de donaciones, créditos a la exportación y préstamos en apoyo de los sectores de la educación y la salud, y el desarrollo de los recursos hídricos, la infraestructura, la agricultura y la cultura (Kragelund, 2008).

Se puede señalar al Brasil como el país en el que la cofinanciación es la forma más frecuente de asistencia, proporcionada de manera trilateral con la participación de su propio organismo gubernamental, un organismo del gobierno de acogida y un donante que sea un país desarrollado (Kragelund, 2008; UNCTAD, 2010); se ha destinado en particular a los sectores de la agricultura, la educación, la salud y la pesca, así como a la reconstrucción (Gottschalk *et al.*, 2011). Asimismo, su banco nacional de desarrollo ha proporcionado un número cada vez mayor de préstamos, sobre todo para los grandes proyectos de infraestructura de África y América Latina.

---

Una tendencia nueva que puede ser importante en la asistencia mundial para el desarrollo es la relevancia cada vez mayor de los donantes que son países en desarrollo.

---

### 3. Retos de la cooperación oficial

Los defensores del aumento de la ayuda conciben en que, si bien no es una panacea o el motor del crecimiento, puede funcionar como catalizador del desarrollo, por ejemplo, apoyando el desarrollo de la infraestructura. Los escépticos de la ayuda, por otro lado, señalan diversos riesgos, como las limitadas capacidades de absorción de algunos países receptores, los efectos de la enfermedad holandesa, el desplazamiento de otras fuentes de financiación, la reducción de los esfuerzos fiscales y la corrupción. Sin embargo, algunas de estas preocupaciones se suelen exagerar (UNCTAD, 2006), y otras se pueden resolver mediante una adecuada gestión de la ayuda y políticas macroeconómicas, así como mediante procedimientos adecuados de rendición de cuentas y supervisión. Las condicionalidades asociadas a la ayuda son claramente importantes a este respecto, y pueden tener efectos positivos o negativos en función de sus condiciones y de la forma en que se apliquen.

Desde el Consenso de Monterrey de 2002, que hizo hincapié en la necesidad de aumentar la AOD como condición previa para la consecución de los Objetivos de Desarrollo del Milenio, se han producido algunas mejoras en la gestión de las corrientes de ayuda, como los esfuerzos por desvincular la ayuda, la presentación de información sobre la AOD en los presupuestos nacionales de los países receptores y la utilización de los sistemas administrativos de los países en la gestión de los programas y los proyectos financiados con cargo a la ayuda (United Nations, 2014b). Por ejemplo, en 2012, se informó de que el 79% de la AOD bilateral del Comité de Asistencia para el Desarrollo no estaba condicionada, en comparación con en torno al 50% al inicio del milenio (OECD and UNPD, 2014)<sup>9</sup>. Sin embargo, “las condiciones vinculadas a la AOD siguen siendo demasiado numerosas y detalladas en algunos casos, (y) los procedimientos siguen siendo complejos y poco flexibles”. Además, la fragmentación de la ayuda sigue siendo alta, y va en aumento, con donantes y actores emergentes, lo cual plantea

importantes problemas de coordinación (United Nations, 2014b: 8). Por encima de todo, a pesar de los aumentos recientes, este tipo de financiación para el desarrollo a largo plazo sigue estando muy por debajo de los compromisos y las necesidades.

Una esfera importante de la financiación oficial que ha quedado relativamente descuidada es la financiación de programas de bienes públicos mundiales. Ello es particularmente evidente en las esferas de la mitigación del cambio climático y la adaptación a él. Los principales acuerdos mundiales sobre el cambio climático han hecho hincapié en la necesidad de que la financiación para el clima sea “nueva y adicional”. En el marco del Acuerdo de Copenhague, los países desarrollados se comprometieron colectivamente a proporcionar financiación de “inicio rápido” de alrededor de 30.000 millones de dólares para el período 2010-2012, con un reparto

equilibrado entre la adaptación y la mitigación. También se comprometieron con el objetivo de movilizar conjuntamente 100.000 millones de dólares al año para 2020 a fin de atender a las necesidades de los países en desarrollo (UNFCCC, 2009). En una evaluación de la financiación de inicio rápido entre

2010 y 2012 se constató que se habían movilizado 35 millones de dólares en este período. Sin embargo, se estima que el 80% de estos recursos también se ha contabilizado como AOD (Nakhoda *et al.*, 2013). Las promesas hechas por los donantes para movilizar 10.200 millones de dólares (UNFCCC, 2014) constituyen un paso importante para dar efectividad al Fondo Verde para el Clima de las Naciones Unidas, aunque solo ascienden a alrededor del 10% del objetivo comprometido para 2020.

Como parece que no hay ninguna definición adecuada de “nueva y adicional”, ni ninguna definición internacionalmente convenida de financiación para el clima y la manera de concederla, “gran parte de la financiación para el clima procede en la actualidad de los compromisos y las corrientes existentes de ayuda mediante un sistema descentralizado dominado por un gran número de organismos bilaterales de ayuda y una serie de fondos multilaterales” (Pickering

A pesar de los aumentos recientes, la AOD sigue estando muy por debajo de los compromisos y las necesidades.

*et al.*, 2015:149). Por lo tanto, gran parte de la financiación para el clima no ha sido adicional, y también ha hecho que el problema de la fragmentación de la ayuda sea más complejo. Además, la ayuda proporcionada hasta el momento se ha dirigido principalmente a los esfuerzos de mitigación, que benefician de manera desproporcionada a los países en desarrollo de ingresos medios. La financiación con fines de adaptación, que es fundamental para los países más pobres, sigue siendo insuficiente (UN-DESA, 2015; Nakhoda *et al.*, 2013). Ello justifica que se preste una mayor atención a la financiación oficial por los países más ricos, y otros países que estén en condiciones de hacerlo, para la mitigación del cambio climático y la adaptación a él en los países más pobres.

En reconocimiento de la cantidad relativamente pequeña de financiación oficial disponible actualmente, hay debates en curso sobre la posible utilización de “financiación mixta”, en la que la AOD se utilizaría para “movilizar” el capital privado para la inversión a largo plazo. Por ejemplo, la AOD podría proporcionar subvenciones para préstamos e inversiones de capital, o garantías a los inversores privados o para acuerdos de cofinanciación. Este enfoque de la utilización de la ayuda para atraer la financiación privada ya forma parte de los programas de asistencia exterior de varios países en desarrollo, entre ellos China, como se señaló anteriormente. Además, otros donantes lo están alentando, y organizaciones internacionales como el Banco Mundial y la OCDE lo están promoviendo intensamente<sup>10</sup>.

En cierto sentido, como la inversión orientada al desarrollo genera necesariamente externalidades y complementariedades entre los sectores público y privado, y la financiación efectiva de las inversiones mezcla las iniciativas públicas y privadas, toda la financiación para el desarrollo es mixta; el mayor problema es saber quién se encarga de la mezcla, cómo y con qué fin. Esas iniciativas pueden tener ventajas en lo que respecta al aumento de la movilización de recursos<sup>11</sup>, pero también tienen algunos inconvenientes, como se destaca en investigaciones recientes<sup>12</sup>. En particular, existe el riesgo de que permitan que las corrientes de AOD refuercen las desigualdades que los mercados privados generan

en términos de cobertura geográfica, sectorial e institucional. La ayuda vinculada a la expansión de la inversión del sector privado es más probable que vaya a países de ingresos medios y pase por alto los países de bajos ingresos. Por otra parte, en los países en desarrollo suele haber un apoyo inadecuado para las pymes. Muchos intentos de utilizar la AOD en apoyo de la inversión privada no reflejan adecuadamente la diversidad del sector privado; por ejemplo, no siempre tienen en cuenta las diferencias entre el gasto orientado al desarrollo que ayuda a los pequeños agricultores a adquirir insumos y las inversiones realizadas en los países en desarrollo por empresas transnacionales (ETN) que solo buscan un mayor rendimiento. Además, cuando los beneficios van a parar a las ETN de los países donantes, pasando por alto a las empresas de los países en desarrollo, existe el riesgo de que, cada vez más, la ayuda esté

vinculada a la entrega de bienes y servicios de empresas de los países donantes.

En vista de estos inconvenientes, la comunidad internacional debería estudiar la posibilidad de estudiar más a fondo el funcionamiento de estos mecanismos y su posible

efecto en el desarrollo antes de hacer recomendaciones de políticas a este respecto. Se debería hacer una evaluación previa para asegurarse de que los fondos de inversión adicionales apoyarán a empresas que de otro modo no invertirían en los fines y las actividades declarados, y que esas empresas no tienen acceso a ningún otro tipo de fondos. Los efectos en la reducción de la pobreza y el desarrollo se deberían poder demostrar claramente. Además, el coste de oportunidad de la utilización de la AOD para atraer financiación privada puede ser demasiado alto. En su lugar, podría ser preferible dirigir las corrientes de AOD hacia el fomento del sector privado productivo de los países en desarrollo mediante el apoyo a sus pymes y pequeños agricultores. También es importante impedir que este tipo de ayuda se convierta en un mecanismo para la transferencia de los riesgos desde el sector privado al sector público, de modo que este último pague en caso de que fracase un proyecto, y que el sector privado reciba la mayor parte de los posibles beneficios. Por último, los fondos movilizados de esta forma se deberían basar en los mismos principios de eficacia que la AOD en general.

---

El coste de oportunidad de la utilización de la AOD para apalancar financiación privada puede ser demasiado alto.

---



Una APP es un contrato entre un gobierno y una empresa privada en virtud del cual la empresa privada financia, crea y opera algún elemento de un servicio que se considera tradicionalmente competencia del gobierno<sup>13</sup>. En algunas formas de APP, la empresa privada incluso “es propietaria” de los activos subyacentes necesarios para la prestación del servicio durante un período de tiempo. Se paga a la empresa durante una serie de años, ya sea mediante los cargos pagados directamente por los usuarios, o mediante

los pagos de la autoridad pública, o una combinación de ambos. Dado que el asociado privado no es necesariamente un inversor extranjero, y no obtiene necesariamente financiación de fuentes externas, las propias APP no son solo un vehículo para la financiación internacional. De hecho, como se ilustra a continuación, varios países grandes suelen tener empresas nacionales importantes que son capaces de realizar inversiones a gran escala en infraestructura y operar las APP.

---

## C. Asociaciones público-privadas para el desarrollo

---

Las APP se han utilizado ampliamente en los países desarrollados y en desarrollo en los veinte últimos años, y actualmente vuelvan a despertar interés en el contexto de las negociaciones sobre la financiación para el desarrollo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Se tiene la esperanza de que “aprovechar” el sector privado de esta forma puede ayudar a multiplicar millones de dólares en miles de millones y miles de millones en billones.

Las APP pueden resultar eficaces en términos de generación y ejecución de proyectos de infraestructura cuando los presupuestos públicos son limitados, y sin duda hay algunas historias de éxito en este sentido. Si se gestionan adecuadamente, también pueden mejorar la eficiencia de la administración pública con los conocimientos técnicos del sector privado (ECLAL, 2015). Sin embargo, también hay ejemplos de muchos escollos y costes fiscales y de otro tipo inesperados, y rara vez, si es que se hace, se compara adecuadamente su rendimiento con otros mecanismos disponibles, como los sistemas tradicionales de contratación y prestación de servicios públicos. La evidencia a lo largo de los decenios y los países muestra que todavía ha de ser el sector público el que lleve el peso de la financiación. Se necesita un enfoque prudente para que las APP generen los beneficios

esperados de desarrollo y evitar, o minimizar, los costes potenciales de esas asociaciones (IEG, 2014).

### 1. Escala, alcance y utilización de las APP

---

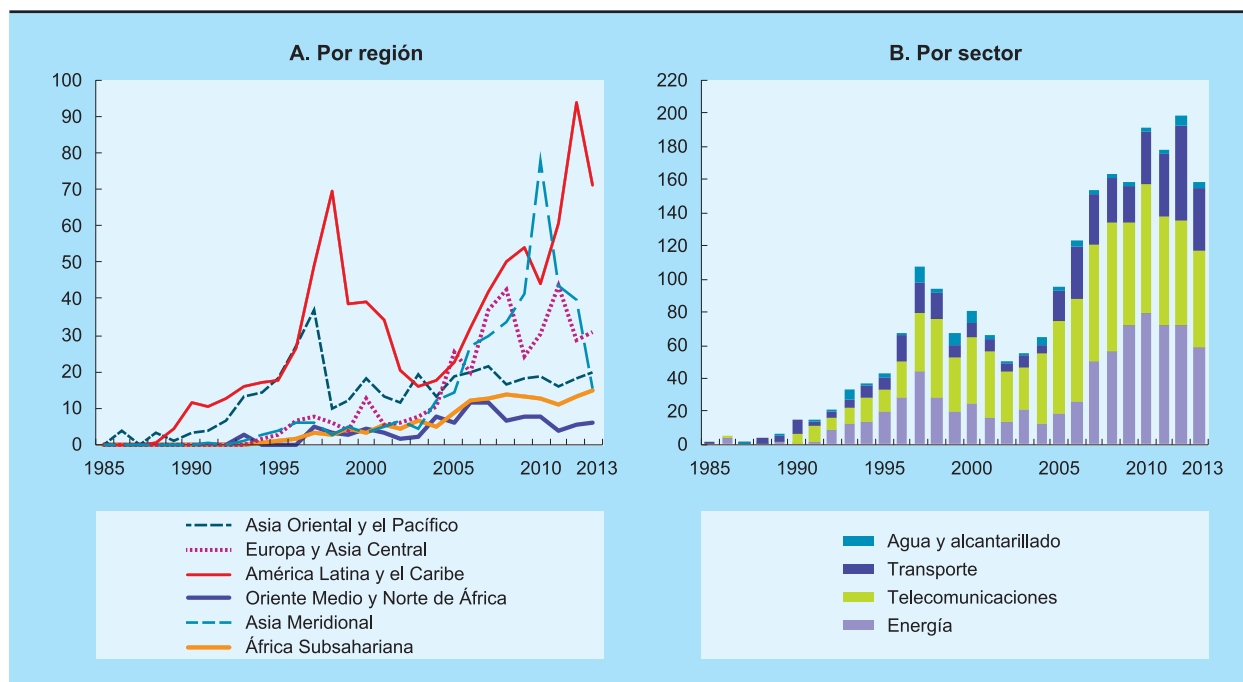
En 2013, la financiación con cargo a APP de proyectos de infraestructura en países en desarrollo ascendió a unos 159.000 millones de dólares, tras haberse recuperado de la crisis económica y financiera de 2008-2009 y haber caído abruptamente desde su nivel máximo en 2012<sup>14</sup>. Incluso con la recesión reciente, la utilización de las APP ha aumentado considerablemente desde su introducción en el decenio de 1980 (gráfico 6.3A), tras haberse recuperado de los retrocesos a raíz de las crisis latinoamericana y asiática, así como de Enron y otros escándalos empresariales que afectaron incluso a los países que habían logrado atraer capital (World Bank, 2009). Su utilización en los países desarrollados también ha registrado un amplio aumento general, y de nuevo refleja la sensibilidad a las conmociones externas y el ciclo económico general. Sin embargo, en Europa, el valor de las APP fue de alrededor de 13.000 millones



Gráfico 6.3

## PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO EN LA INFRAESTRUCTURA, 1985-2013

(Miles de millones de dólares corrientes)



**Fuente:** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la Base de Datos sobre la Participación Privada en Proyectos de Infraestructura (a julio de 2015) del Banco Mundial.

**Nota:** Los grupos de países del gráfico A son los de la fuente. Las inversiones se refieren al año de ejecución.

de euros en 2012, el más bajo en al menos diez años. Estas tendencias recientes apuntan a los desafíos futuros. Aunque el coste de la deuda nunca había estado tan bajo, cada vez es más difícil financiar nuevas inversiones en infraestructura, sobre todo cuando se requiere alguna aportación de capital (Helm, 2010).

Las inversiones de las APP se han concentrado en relativamente pocos países y sectores. Casi el 60% de la participación privada total en proyectos registrados en los países en desarrollo fue en China, el Brasil, la Federación de Rusia, la India, México y Turquía (por orden de magnitud). Ello indica que los inversores de las APP no son diferentes de otros inversores institucionales y prefieren mercados grandes y dinámicos antes que las economías más vulnerables, donde se encuentran las mayores necesidades de financiación. Entre las regiones en desarrollo, América Latina ha acogido tradicionalmente la mayor parte de las APP y todavía tenía el 45% del total en 2013. Solo el 10% del total fue a África, aunque en el África Subsahariana las inversiones han estado

aumentando constantemente (principalmente debido a las inversiones en las telecomunicaciones).

Además, las inversiones de las APP se han concentrado en relativamente pocos sectores, entre los que las telecomunicaciones constituyeron el 37% del total, es decir, 58.000 millones de dólares, en 2013, y la energía, el 37% del total, es decir, 59.000 millones de dólares (gráfico 6.3B). Aunque el agua y el saneamiento se encuentran entre los servicios de infraestructura más necesarios para aliviar el sufrimiento humano, son los que menos probabilidades tienen de beneficiarse de este tipo de financiación y no recibieron más que 3.500 millones de dólares en 2013 (véase también UNCTAD, 2013). De hecho, la mayor parte del interés comercial se ha dirigido a las TIC y las actividades relacionadas con la energía, mientras que los sectores socialmente problemáticos no atrajeron prácticamente ningún tipo de actividad privada (AICD, 2010). También es más probable que las APP emerjan en proyectos ya existentes (cambiando la titularidad de los activos) y

no en proyectos completamente nuevos o actividades transformadoras de riesgo, como las relacionadas con el cambio climático (WEF, 2014).

Como era de esperar, por lo tanto, el crecimiento en la utilización de las APP no ha aliviado las responsabilidades del Estado de inversión en el desarrollo de la infraestructura, y la contribución del sector público sigue siendo fundamental, especialmente en momentos de incertidumbre. Las estimaciones del porcentaje de la inversión pública en infraestructura varían entre el 75% y el 90% (Estache, 2010; Briceño-Garmendia *et al.*, 2008; Hall, 2015). Incluso en la Unión Europea, las APP, en promedio, aportan una proporción muy pequeña de la inversión total en infraestructura y algunos países no las utilizan en absoluto (gráfico 6.4). En los países en desarrollo, los gobiernos financiaron alrededor del 70% de la inversión en infraestructura durante el período 2000-2005, cifra que alcanzó el 90% en el caso de los países de ingresos más bajos<sup>15</sup>. En gran medida, ello refleja la naturaleza misma de la infraestructura. Como ha señalado el Banco Mundial (2009:78), “muchos gobiernos ven al sector privado como una solución. Sin embargo, la financiación privada, aunque ofrece recursos adicionales, no cambia los fundamentos de la provisión de infraestructura: los clientes o los contribuyentes (nacionales o extranjeros) deben pagar en última instancia las inversiones, y las tarifas para cubrir los costes (y las subvenciones destinadas a fines bien seleccionados) siguen estando en el centro de toda la provisión sostenible de infraestructura, tanto pública como privada”.

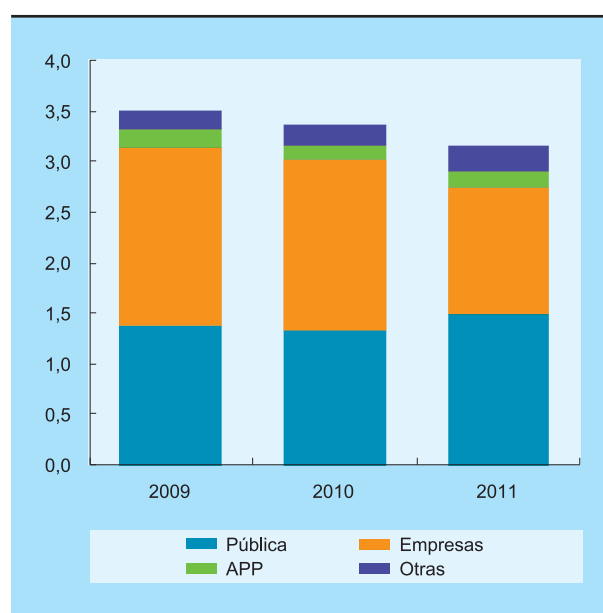
Como resultado, incluso con las APP, la financiación pública sigue siendo fundamental. De la inversión total en los países en desarrollo que el Banco Mundial describe de manera general como APP, la deuda y el capital públicos constituyeron el 67% y la deuda y el capital privados, el resto (Mandri-Perrott, 2014). Por otra parte, estos datos se refieren únicamente a la fase anterior a la entrada en funcionamiento de los proyectos, después de lo cual las obligaciones contingentes y otros cargos suelen aumentar considerablemente los gastos públicos totales.

Históricamente, la participación privada en la infraestructura ha estado dominada por grandes empresas transnacionales domiciliadas en países de la OCDE (OECD/NEPAD, 2005), especialmente en

Gráfico 6.4

### FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA INFRAESTRUCTURA EN LA UNIÓN EUROPEA, POR CATEGORÍAS, 2009-2011

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Europeo de Inversiones, 2012.

el caso de los proyectos de gran tamaño. Según los datos de la Base de Datos del Banco Mundial sobre la Participación Privada en Proyectos de Infraestructura para el período 2010-2014, los actores extranjeros siguen siendo significativos en muchos países en desarrollo y constituyen alrededor del 58% de las inversiones de las APP en México y el 35% en China (como porcentaje de las inversiones con patrocinio total o parcial extranjero). Una consecuencia para los países en desarrollo es que añade algunos de los riesgos asociados a la financiación externa privada tratados en capítulos anteriores, además de los otros aspectos de la provisión de infraestructura. Los proyectos se pueden financiar con cargo a préstamos internacionales, lo cual implica la exposición a las fluctuaciones de las divisas tanto en el caso de los pagos de la deuda como de los dividendos, mientras que la rentabilidad (los beneficios, en su caso) se produce en la moneda más débil, la local. Las sacudidas en los tipos de cambio pueden afectar drásticamente a la rentabilidad, como se experimentó en América Latina y Asia Sudoriental durante el decenio de 1990, lo cual “ayuda a explicar el menor entusiasmo por este tipo de proyectos por parte de la comunidad

internacional de inversores” (OECD/NEPAD, 2005: 171)<sup>16</sup>. Por lo tanto, en algunos países, el gobierno anfitrión asume los riesgos cambiarios de los proyectos de las APP. Sin embargo, durante el período 2010-2014, en cuatro de las seis economías en desarrollo y en transición que tienen la mayor parte de las APP, según la Base de Datos sobre la Participación Privada en Proyectos de Infraestructura las empresas nacionales eran más importantes que las extranjeras. En la India, el 81% de los proyectos tuvo patrocinio interno solamente, en China ese porcentaje fue de alrededor del 60%, en Turquía, del 55% y en el Brasil, del 39% (en comparación con el 14% atribuido a las empresas extranjeras que actuaban solas)<sup>17</sup>. En particular, el patrocinio doméstico parece estar vinculado con proyectos de menor tamaño, pero es demasiado pronto para saber si se trata de un cambio permanente en las fuentes de financiación o un cambio cíclico relacionado con el entorno consecutivo a la crisis. En cualquier caso, si los fondos se toman prestados a nivel internacional, las preocupaciones por el cambio de divisas siguen siendo las mismas, independientemente de la nacionalidad de los asociados en el proyecto.

Algunas de las empresas más grandes que participan en APP son monopolios cuasipúblicos en sus países de origen; otras comparten lazos culturales o lingüísticos con el país anfitrión<sup>18</sup>. Esta concentración significa que los gobiernos que negocian las condiciones de la participación privada en las APP no tratan necesariamente con muchos pequeños proveedores que compiten entre sí. Por ejemplo, no suele haber más de dos o tres licitantes en las licitaciones de transporte (Estache and Serebrisky, 2004), y la competencia se puede limitar aún más en los procesos de licitación de varias etapas, en los que se selecciona a una empresa en la primera ronda sin tener que especificar los detalles del contrato hasta la segunda ronda, de la que se ha eliminado a algunos rivales. Además, es posible que un gobierno trate con una entidad empresarial con un poder de mercado comparable o incluso superior al suyo (OECD/NEPAD, 2005). Ello puede no solo crear un desequilibrio cuando se acuerdan las condiciones de los contratos, sino también afectar a la solución del conflicto si las cosas salen mal, puesto que las empresas asociadas pueden ser lo suficientemente grandes y poderosas como para “enfrentarse a las autoridades” en caso de conflicto (Shaoul, 2009)<sup>19</sup>.

## 2. Evaluación de las contribuciones y los costes de las APP

Una de las razones más comunes para que los gobiernos elijan las APP en lugar de su propia inversión y contratación directa es que se espera que aporten financiación adicional, más allá de lo que los gobiernos pueden ofrecer. Sin embargo, los resultados son ambiguos en el mejor de los casos. Algunos observadores han sostenido que la adicionalidad es más probable en los países en desarrollo que en los desarrollados (Winch *et al.*, 2012), especialmente si el capital se obtiene fuera del país. No obstante, tras examinar la experiencia del Banco Mundial de diez años de apoyo a las APP en países en transición, países en desarrollo y países menos adelantados, el Grupo de Evaluación Independiente (GEI) llegó a la conclusión de que “a diferencia de lo que se suele creer, las APP, por lo general, no aportan recursos adicionales al sector público” (IEG, 2014: 6). Si las APP fueran más eficientes que el sector público y pudieran contrarrestar sus mayores costes de financiación, podrían proporcionar adicionalidad en el sentido de creación de ahorros. Sin embargo, los resultados en términos de mejora de la eficiencia han sido desiguales.

Además, la experiencia en los países desarrollados es que los beneficios de la adicionalidad solo se pueden obtener en condiciones muy específicas. En realidad, algunas pueden ser una forma de “pseudoadicionalidad facilitada por normas de contabilidad” (Winch *et al.*, 2012: 15), en función de las cuales las APP se convierten en un medio para eludir limitaciones administrativas (en lugar de limitaciones macroeconómicas o reales), como los requisitos de responsabilidad fiscal. Ejecutar proyectos con financiación extrapresupuestaria del sector privado es una manera de evitar esas limitaciones. Sin embargo, en la medida en que hay costes fiscales que surgen con el tiempo y hay que incluirlos en el presupuesto, como las subvenciones u otros incentivos que se deben proporcionar en una fecha posterior, incluso esta “ventaja” de contabilidad puede ser, y normalmente es, efímera.

Otro argumento en favor de las APP es su mayor eficiencia y capacidad para ofrecer una mejor relación calidad-precio. De acuerdo con las medidas de rendimiento empresarial durante la fase de construcción, la

mayoría de las APP respaldadas por el Banco Mundial fueron satisfactorias en el sentido de que se completaron a tiempo o dentro del presupuesto y un 62% de las examinadas por el GEI resultaron como mínimo satisfactorias. Sin embargo, no se han estimado las medidas más amplias que indican una sostenibilidad a más largo plazo durante la vida útil de un proyecto. De los 128 proyectos estudiados, solo diez registraron resultados de calidad del servicio, ocho registraron resultados en términos de eficiencia, y uno presentó resultados fiscales. La mejora del acceso a los servicios para los pobres solo se pudo confirmar en un 10% de los casos (IEG, 2014). Debido a la escasez de datos, es difícil sacar conclusiones sobre el efecto de las APP en los usuarios finales.

Se ha observado que las APP suelen ser más costosas que la contratación pública tradicional o la prestación de servicios a través del sector público, aunque solo sea porque los gobiernos pueden obtener préstamos más baratos que el sector privado<sup>20</sup>. Según una encuesta de la OCDE de los 18 países con información suficiente para informar sobre el porcentaje de la contribución de las APP a la infraestructura pública, “hay poca información para evaluar empíricamente si las APP superan a los proyectos de contratación pública tradicional de infraestructura durante la vida útil del proyecto. Ello contradice en gran medida la supuesta motivación en favor de las APP, a saber, la maximización de la relación calidad-precio durante toda la vida del proyecto” (Burger and Hawkesworth, 2013: 69).

También hay relativamente pocos datos sobre el efecto de las APP en el desarrollo. Su desempeño en el tiempo tiende a estar muy afectado por el hecho de que más de la mitad de todos los contratos de las APP se han renegotiado, en promedio, cada dos años (IEG, 2014). Los nuevos términos han favorecido normalmente al concesionario, mediante el aumento de las tarifas, la disminución de las tasas o el aplazamiento de las obligaciones, lo cual puede añadir nuevas cargas al socio gubernamental para asegurar que se preste un servicio adecuado (en calidad, precio y alcance). Ello no se limita a los proyectos apoyados por el Banco Mundial; el estudio de la OCDE de los países miembros que utilizan APP constató que cuando las renegotiaciones de contratos se realizaron a petición del socio privado, había una alta probabilidad de que el gobierno perdiera en la relación calidad-precio en comparación

con el contrato negociado originalmente (Burger and Hawkesworth, 2013).

Todo esto ha hecho que el nivel de las obligaciones y la deuda en que los gobiernos han incurrido a través del uso de APP haya sido sorprendentemente alto, y por lo tanto merece una mayor atención. La deuda puede ser explícita o implícita, contractual o extracontractual. En algunos casos, es evidente desde el primer momento. Por ejemplo, en China, los inversores extranjeros por lo general solicitan una rentabilidad garantizada fija o mínima; en la República de Corea, la oferta de una renta mínima garantizada jugó un papel importante para atraer capital privado, pero también causó problemas de riesgo moral (Winch *et al.*, 2012). Otros tipos de deuda pueden surgir con el tiempo, lo cual puede ser un gran problema para los gobiernos, dado que los proyectos tienen una vida útil de 30 años o más.

En el caso de las 128 APP de su muestra, el Banco Mundial llegó a la conclusión de que no era posible mostrar el nivel de riesgo de los asociados públicos o privados porque “las obligaciones contingentes posteriores rara vez se cuantifican en los proyectos” (IEG, 2014: 40). Ello se debe en parte a la falta de informes financieros normalizados, lo cual dificulta que tanto los inversores como los gobiernos evalúen los riesgos de los proyectos de las APP. China ha reducido drásticamente la utilización de APP porque estaban creando obligaciones difíciles de gestionar a nivel local; tras alcanzar un máximo del 6% del gasto público y el 0,8% del producto interno bruto (PIB) durante el período 1995-1997, han caído rápidamente (Ahmad *et al.*, 2014). El Brasil introdujo límites de exposición para los gobiernos estatales y locales y algunos estados ya han alcanzado el límite, lo cual ha dado lugar a solicitudes de asistencia federal.

Esto podría ser un problema no solo para los países sin experiencia con las APP, sino también para los países que ya tienen APP. Según una encuesta de la OCDE, la mayoría de los países se basan en la asequibilidad a medio plazo al tomar una decisión sobre si se debe usar una APP o la contratación pública tradicional de infraestructura. Sin embargo, la visión a más largo plazo puede ser muy diferente, y los gobiernos necesitan presupuestar todos los costos de capital por adelantado (Burger and Hawkesworth, 2013). Aunque se espere que el costo de un proyecto



sea totalmente cubierto por cargos a los usuarios, en lugar de los ingresos públicos, los planificadores tienen que ser conscientes de las implicaciones fiscales en el futuro si, por alguna razón, el pago por los usuarios no funciona, por ejemplo, si la demanda es inferior a lo previsto, o si los consumidores no están dispuestos a pagar o no pueden hacerlo. Una vez que se anuncian los compromisos gubernamentales futuros durante la vida útil de un proyecto, puede aumentar significativamente el costo fiscal real. En el Reino Unido, por ejemplo, la preocupación por la magnitud de los pagos unitarios que el Gobierno está obligado a hacer cada año (alrededor de 9.000 millones de libras esterlinas al año durante los próximos decenios) llevó al Tesoro del Reino Unido a revisar todas las APP y emitir nuevas directrices.

Las obligaciones del gobierno pueden presentarse de diversas formas, ya sea a partir de compromisos formales a través de contratos o informalmente, a raíz del simple hecho de que los gobiernos son los proveedores en última instancia. Cuando las cosas van mal, los costos fiscales pueden ser altos, como demuestran las experiencias relacionadas con la infraestructura en México. A principios del decenio de 1990, México inició un ambicioso programa de construcción de carreteras en el que participaron más de 50 APP (concesiones) para construir y gestionar 5.500 km de autopistas de peaje. Las concesiones fueron fuertemente apalancadas, con préstamos otorgados a tasas variables por los bancos locales, que eran propiedad de los gobiernos subnacionales y estaban bajo la presión de apoyar el proyecto a través de préstamos. Se esperaba que los peajes proporcionaran no solo ingresos para pagar la deuda, sino también beneficios a los socios privados. Sin embargo, los costos resultaron ser superiores y los volúmenes de tráfico inferiores a lo previsto, los tipos de interés subieron con el tiempo, y el sistema bancario absorbió el aumento de las obligaciones. El sistema ya se encontraba en una difícil situación cuando una conmoción macroeconómica empeoró las cosas. El Gobierno federal intervino, aunque no había garantías expresas que lo obligaran a ello. Reestructuró todo el programa de carreteras y rescató a las concesionarias, tomando el control de 25 de

ellas, y asumiendo cerca de 8.000 millones de dólares de deuda (Ehrhardt and Irwin, 2004).

En varios países, los resultados insatisfactorios de los proyectos de las APP significaban que algunos programas se abandonaban pronto. Más concretamente, en relación con el agua, más de 180

---

El nivel de las obligaciones y la deuda en que los gobiernos han incurrido a través del uso de APP ha sido a menudo mucho mayor de lo previsto.

---

ciudades y comunidades de 35 países han retomado el control de sus servicios de abastecimiento de agua en los 15 últimos años (Water Justice, 2014). Esas “remunicipalizaciones” se han producido por tres motivos principales: los problemas generalizados que afectan a la privatización del agua, aparentemente independientes del país

o el régimen normativo; la eficiencia igual o mayor de los servicios públicos de agua y los precios más bajos que se pueden lograr cuando los dividendos o los beneficios no tienen que servir para pagar a los operadores privados; y la ventaja comparativa del sector público para atender a las necesidades del bienestar humano y lograr los objetivos sociales y ambientales (Lobina and Hall, 2013).

### 3. Implicaciones en materia de políticas

---

Las APP pueden seguir siendo una fuente útil de financiación a largo plazo para el desarrollo, dada la escasez de otros recursos externos, sobre todo si persisten las restricciones fiscales reales y percibidas, que impiden a los gobiernos emprender directamente actividades de contratación pública para las necesidades de desarrollo a largo plazo. Sin embargo, es importante que los gobiernos entiendan plenamente las diversas consecuencias y ramificaciones de esos mecanismos, y sean conscientes de los posibles costos y beneficios en toda la vida de un proyecto a fin de no experimentar sacudidas fiscales desagradables posteriormente.

En primer lugar, ello requiere esfuerzos para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas en las APP, incluida la normalización del proceso para cubrir las transacciones públicas e informar al



respecto, y, en particular, la adopción de sistemas de contabilidad en valores devengados que tengan en cuenta las inversiones y las obligaciones a largo plazo. Incluso cuando no haya garantías expresas de los gobiernos, es probable que tengan que asumir una parte significativa de las obligaciones. Una preocupación particular es que muchos países todavía no cuentan con los sistemas básicos de contabilidad necesarios. Irónicamente, los países que pueden tener las más altas esperanzas en las APP pueden ser los que tengan menos capacidad para gestionarlas correctamente.

También es necesario mejorar los procesos de toma de decisiones con respecto a las APP. Como mecanismo para asegurar las inversiones a largo plazo con objetivos sociales, es posible que las APP no sean apropiadas en todas las circunstancias. Por

lo tanto, es necesario llevar a cabo una correcta evaluación antes de que se seleccionen en lugar de otros medios de proporcionar bienes y servicios públicos. Esto también implica una mejor planificación previa al proyecto, una cuidadosa comparación con otros medios, como la contratación pública, la mejora de la transparencia con respecto a las condiciones contractuales, incluidas las renegociaciones y la posibilidad de rescindir los contratos, y la identificación y la cuantificación de las implicaciones fiscales. Se requiere, además, que los gobiernos den a conocer los documentos y la información relativos a las APP y sus contratos para fomentar procesos honestos y transparentes que también sean socialmente responsables. También puede ser útil crear un foro para el intercambio de experiencias y conocimientos, y establecer redes de países en desarrollo con este fin.

---

## **D. ¿Pueden los fondos soberanos cambiar las cosas?**

---

Muchos gobiernos nacionales o autoridades regionales que han estado acumulando grandes cantidades de activos extranjeros en los últimos años han establecido fondos soberanos como una forma más rentable de utilizar dichos activos en lugar de aumentar aún más sus reservas internacionales. El valor total de estos activos públicos se sitúa actualmente en más de 7 billones de dólares. Esto ha suscitado esperanzas en algunos sectores de que los fondos soberanos podrían complementar a las actuales fuentes de financiación para el desarrollo, sobre todo porque más de 40 de los 52 fondos soberanos establecidos desde 2000 se basan en los países en desarrollo y 32 de ellos tienen más de 10.000 millones de dólares en activos. Sus activos totales se estimaron en cerca de 6 billones de dólares en marzo de 2015 (SWF Institute, 2015), el 87% de los cuales eran fondos de fondos soberanos en solo siete países en desarrollo (Arabia Saudita, China, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar, República de Corea y Singapur).

Además de los fondos mantenidos con meros fines de estabilización macroeconómica (que, por tanto, tienen instrumentos rápidamente desplegados, de gran liquidez, como los bonos del Estado o el dinero en efectivo), muchos fondos soberanos tienen el mandato de constituir reservas de capital para las generaciones futuras, y por lo tanto se puede estudiar la posibilidad de desplegar sus fondos restantes en valores e “inversiones alternativas”, que son ilíquidos y a largo plazo. Incluso se espera expresamente que algunos apoyen el desarrollo nacional o regional a través de inversiones en infraestructura. Los fondos soberanos suelen tener más libertad en la elección de las clases de activos en comparación con los fondos más adversos al riesgo gestionados por los bancos centrales, los fondos de pensiones y otros fondos. Cabe mencionar algunos ejemplos de opciones de cartera extraídas de decisiones recientes de diversos fondos soberanos: el fondo soberano del Gobierno de Noruega recientemente hizo la promesa relacionada

con el cambio climático de abandonar las inversiones mundiales en carbón, Temasek de Singapur tiene inversiones en la infraestructura nacional y regional, y el Fondo para la Revolución Industrial Productiva del Estado Plurinacional de Bolivia tiene inversiones en las industrias médica, cementera y alimentaria, entre otras.

En la práctica, pocos fondos soberanos aprovechan esta libertad para invertir en formas que apoyen las necesidades de inversión a largo plazo de los países en desarrollo. Más bien, sus decisiones de inversión son similares a los de los agentes privados del mercado, favoreciendo a algunos países (por ejemplo, China, los Estados Unidos y el Reino Unido) y lo que consideran los sectores del mercado de bajo riesgo y a corto plazo (Inderst and Steward, 2014; IPE and Stirling, 2013). Si bien más de la mitad de los fondos soberanos invierten algunos recursos en infraestructura (por lo general en energía, transporte y telecomunicaciones), estas inversiones se producen una vez más sobre todo en los países desarrollados (Inderst and Steward, 2014).

Los procesos de toma de decisiones de los fondos soberanos no son bien conocidos, puesto que menos de la mitad publica detalles de sus actividades (Bauer, 2015). Algunos fondos están limitados por sus estructuras jurídicas. Por ejemplo, varios fondos, como el fondo Pula de Botswana, no pueden invertir en su propio país, pero otros tienen mandatos que permiten que inviertan tanto a nivel nacional como en infraestructura. La asistencia técnica puede ayudar a impulsar las capacidades de gestión de proyectos en los países en desarrollo, respondiendo así a las críticas de que algunos fondos soberanos no están dispuestos a invertir en esos países, porque hay muy pocos proyectos a gran escala que los atraigan. Algunos mecanismos de mitigación del riesgo pueden ayudar, tales como las evaluaciones previas a los proyectos o las garantías contingentes. Sin embargo, como el objetivo declarado de los fondos soberanos suele ser ahorrar para su país de manera que las generaciones futuras se puedan beneficiar de los éxitos actuales (posiblemente inesperados), se necesita un énfasis en inversiones de bajo riesgo que produzcan un rendimiento positivo, ya sea en términos sociales o financieros.

---

## E. Bancos de desarrollo: Su evolución y posibilidades de respaldar el desarrollo

---

### 1. Características distintivas de los bancos de desarrollo

---

Los bancos multilaterales de desarrollo han desempeñado y pueden seguir desempeñando un papel crucial como proveedores de financiación a largo plazo que los prestamistas privados no proporcionan<sup>21</sup>. Normalmente, el desarrollo transformador requiere, entre otras cosas, proyectos a gran escala con vencimiento a largo plazo, que conllevan riesgos que los bancos privados no están dispuestos a asumir, especialmente cuando sus propias obligaciones son a

corto plazo. Además, muchos proyectos a gran escala generan externalidades positivas, y por lo tanto beneficios sociales mayores que los beneficios privados. Los bancos de desarrollo (nacionales y multilaterales) están especialmente concebidos para compensar estas deficiencias de las corrientes y los mercados privados de capital. Tienen el mandato claro de respaldar proyectos orientados al desarrollo que suelen requerir financiación a largo plazo y una base de financiación cuyas obligaciones sean predominantemente a largo plazo y estén por lo tanto en conformidad con su mandato. Su capital pertenece, en su mayoría, a fondos soberanos altamente calificados, lo cual

permite a los bancos solicitar crédito a largo plazo en los mercados financieros con costes relativamente bajos<sup>22</sup>. Además de su provisión de financiación a largo plazo, los bancos de desarrollo actúan como “creadores de mercado” al establecer y proporcionar instrumentos de financiación que mejoran la distribución del riesgo, entre los prestamistas y los prestatarios y a lo largo del tiempo, en particular mediante la cofinanciación con inversores privados.

Los bancos de desarrollo también pueden ayudar a superar algunas de las carencias de información a las que se enfrenta el sector privado prestando asistencia en la selección, la evaluación y la supervisión de los proyectos. A diferencia de los bancos privados, los bancos de desarrollo suelen tener los conocimientos técnicos y de gestión que les permiten participar en las decisiones relativas a la elección de la tecnología, la magnitud y la ubicación. Ello refuerza su capacidad para movilizar recursos, puesto que pueden atraer a otros prestamistas que no tienen la misma capacidad técnica para evaluar la viabilidad y las posibilidades de los proyectos. Los bancos de desarrollo, por lo tanto, tienen características únicas que les dan una gran ventaja comparativa sobre las instituciones financieras privadas, incluidos los instrumentos para mitigar los riesgos específicos que el sector privado no está dispuesto a asumir, y la capacidad para aprovechar efectivamente las complementariedades entre ellos y sus asociados privados (Buitter and Fries, 2002).

Estos bancos suelen tener el mandato de proporcionar crédito en condiciones que hacen viable la inversión industrial y en infraestructura. Proporcionan capital operacional y financiación para inversiones a largo plazo, en ocasiones en forma de valores. A fin de salvaguardar sus inversiones, a menudo siguen de cerca las actividades de las empresas a las que prestan, a veces nombrando a directores para los consejos de administración de esas empresas.

Los bancos nacionales de desarrollo nacieron mucho antes que los bancos multinacionales. En Alemania, por ejemplo, en los siglos XIX y XX los Grossbanken alemanes o bancos universales tuvieron

mucho que ver con la transformación de vencimientos. Estos bancos, dado que tales actividades en ocasiones daban lugar a que experimentaran situaciones de iliquidez, requerían un acceso constante y fiable a préstamos de última instancia del Reichsbank, o

banco central. Se ha sostenido que ello constituía “un caso claro de construcción institucional planificada”, para financiar las inversiones necesarias a largo plazo. Los bancos universales eran bancos privados, de responsabilidad limitada, por acciones, pero también instrumentos del Estado, que actuaban en su nombre a cambio de apoyo de liquidez a gran escala (de Cecco 2005: 355). Después de la experiencia alemana, junto con la experiencia del sistema

de banco principal del Japón, que financió la expansión industrial impulsada por las exportaciones con el apoyo y la dirección del Banco del Japón y el Gobierno del país, muchos países en desarrollo han optado por establecer instituciones autónomas de financiación para el desarrollo expresamente orientadas a objetivos específicos de financiación (Chandrasekhar, 2014).

Más de la mitad de las instituciones de financiación para el desarrollo en el mundo en desarrollo son relativamente pequeñas, con activos de menos de 10.000 millones de dólares. Sin embargo, alrededor del 5% son megabancos con activos superiores a los 100.000 millones de dólares, incluidas instituciones como el Banco de Desarrollo de China y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) del Brasil (Chandrasekhar, 2014).

Claramente, los bancos internacionales o multilaterales de desarrollo pueden desempeñar unos papeles aún más significativos si también ayudan a reducir las brechas en materia de divisas de los países en desarrollo, y si ofrecen préstamos a tipos de interés aún más bajos debido a su mayor capacidad para acceder a los mercados mundiales de capitales. Como hemos señalado, estas brechas de financiación se deben a la naturaleza pública de algunos proyectos de inversión, la capacidad de financiación limitada de los gobiernos nacionales (y subnacionales) para llevar a cabo grandes proyectos, y la falta de voluntad

---

Los bancos de desarrollo tienen el mandato claro de respaldar proyectos orientados al desarrollo que suelen requerir financiación a largo plazo y una base de financiación cuyas obligaciones sean predominantemente a largo plazo.

---

del sector privado para llevar a cabo proyectos a largo plazo y a gran escala que consideran demasiado arriesgados. Como la inversión pública, por naturaleza, no suele tener una rentabilidad directa, sino solo indirecta y a largo plazo en términos de un mayor crecimiento, con la que se puede eventualmente hacer frente al servicio de la deuda, ello puede ser, y normalmente es, un gran obstáculo para la financiación comercial.

Una esfera en la que las brechas de financiación siguen siendo enormes es la infraestructura, con un déficit actual estimado de más de 1 billón de dólares (Bhattacharya and Romani, 2013). Como se puso de manifiesto en la sección C, incluso los mecanismos innovadores para colmar esta brecha a través de APP han sido insuficientes hasta la fecha, y, además, han solido conllevar costos fiscales muy importantes. Se ha estimado que con el fin de satisfacer las necesidades de crecimiento y desarrollo de los países en desarrollo, el gasto en infraestructura tendría que aumentar del 3% al 6% o el 8% del PIB de los países en desarrollo. Sin embargo, la inversión del sector privado en infraestructura no solo es relativamente pequeña, sino que está muy concentrada en los sectores de la energía, el transporte y las TIC (Estache, 2010). La falta de participación del sector privado es particularmente significativa en el caso de los proyectos regionales de infraestructura, debido a la complejidad del marco normativo para los proyectos transfronterizos y los riesgos políticos que conllevan. Los bancos multilaterales de desarrollo, especialmente los regionales, pueden desempeñar un papel de liderazgo en el suministro de financiación para el desarrollo de la infraestructura regional, puesto que pueden hacer frente a la acción colectiva y los problemas de coordinación, debido a su carácter internacional o regional, conocimiento acumulado y acceso a diferentes instrumentos de financiación y ejecución.

Los bancos internacionales de desarrollo pueden proporcionar a los países de bajos ingresos préstamos para proyectos de desarrollo a tipos de interés subvencionados. En 2013, sus préstamos en condiciones favorables ascendieron a casi 20.000 millones de dólares, lo cual constituía el 30,4% de su cartera total de préstamos<sup>23</sup>. Además, tanto los bancos nacionales como multilaterales de desarrollo pueden desempeñar funciones anticíclicas, proporcionando financiación para los proyectos con el fin

de colmar las lagunas cuando los prestamistas privados reducen el crédito durante las recesiones y las crisis (Ocampo *et al.*, 2007). También es posible que puedan mantener o incluso aumentar los préstamos durante las sacudidas económicas, como los cambios bruscos en los precios de los productos básicos o los desastres naturales. Ello a su vez puede ayudar a los países a mantener su nivel de ingresos y actividad económica, así como su capacidad para importar después de la sacudida. Ello quedó patente durante la crisis financiera mundial, por ejemplo, cuando los préstamos del Banco de Desarrollo de China y el BNDES fueron suficientes para contrarrestar parte de los probables descensos en la inversión durante la crisis (Ferraz, 2012). Algunos bancos regionales, como el Banco Europeo de Inversiones (BEI), tienen el mandato expreso de proporcionar préstamos anticíclicos<sup>24</sup>, lo cual demuestra que los bancos internacionales o regionales de desarrollo, junto con los nacionales, pueden ayudar directamente a respaldar los ingresos y el empleo como parte de sus objetivos en materia de políticas.

## 2. *El panorama cambiante de los bancos de desarrollo*

Durante más de medio siglo, el Banco Mundial y diversos bancos regionales de desarrollo, como el Banco Asiático de Desarrollo (BASD), el Banco Africano de Desarrollo (BAfD), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el BEI y el Banco Islámico de Desarrollo (BID), han desempeñado un papel fundamental en la financiación de proyectos a largo plazo por todo el mundo. Han contribuido a colmar algunos déficits de financiación, especialmente en proyectos de infraestructura a gran escala, y, más recientemente, en proyectos sociales y ambientales. A pesar de su presencia, no obstante, habida cuenta del tamaño relativamente modesto de sus préstamos, solo han podido reducir ligeramente ese déficit<sup>25</sup>.

Otros bancos subregionales de desarrollo también han cubierto parcialmente estas necesidades de financiación. En la región de América Latina y el Caribe, se trata del Banco Centroamericano de Integración Económica, el Banco de Desarrollo del Caribe y la Corporación Andina de Fomento



(CAF). Este último, conocido ahora como Banco de Desarrollo de América Latina, fue creado con el mandato de promover el desarrollo sostenible y la integración regional entre sus países miembros fundadores, el Estado Plurinacional de Bolivia, Colombia, el Ecuador, el Perú y la República Bolivariana de Venezuela. El número de miembros se ha ido ampliando desde la creación del banco para incluir a la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, así como a España y Portugal. El banco apoya el fortalecimiento de los sectores productivos nacionales de sus miembros, en particular el desarrollo de productos y servicios de valor añadido, así como la creación de empleo y la promoción del acceso a los servicios sociales, como la educación, la salud, el agua y el saneamiento. En 2013, las aprobaciones de préstamos por la CAF superaron los 12.000 millones de dólares, lo cual era una cantidad similar a los préstamos totales del BID<sup>26</sup>. Aunque la CAF es propiedad en su mayoría de países en desarrollo, el banco tiene una base de capital bastante grande, lo cual, junto con el excelente historial de devolución de sus préstamos, ha contribuido a su calificación excelente por las agencias internacionales, calificación que es superior a la de la mayoría de los países de América Latina. El mandato claro y específico, la estructura de gestión simplificada, la rigurosa evaluación económica de los proyectos, el procedimiento de aprobación rápido y la concesión de préstamos sin condicionalidades del banco explican su éxito y su calificación crediticia constantemente alta (Griffith-Jones *et al.*, 2008).

En África, el BAfD es una importante fuente de financiación externa a largo plazo. África también tiene un gran número de bancos subregionales, a saber: el Banco de Desarrollo de África Oriental, el Banco de Desarrollo de África Occidental, el Banco de Desarrollo de los Estados de África Central, el Banco de Comercio y Desarrollo de África Oriental y Meridional, comúnmente conocido como Banco de la Zona de Comercio Preferencial, y el Banco de Desarrollo de África Meridional (propiedad exclusiva de Sudáfrica, pero que presta servicios a la Comunidad de África Meridional para el Desarrollo, centrándose en los grandes proyectos de

infraestructura). Sin embargo, estos bancos tienen una capacidad limitada para proporcionar financiación para grandes proyectos orientados al desarrollo en una escala que satisfaga las necesidades de sus subregiones respectivas<sup>27</sup>. Esto puede explicarse por su pequeña base de capital, y por el hecho de que la mayoría de sus accionistas son los propios países prestatarios, que han limitado los recursos financieros para ampliar sustancialmente las bases de capital de estos bancos. En Asia, el BASD desempeña un papel importante en la financiación de proyectos a largo plazo, incluso en la infraestructura, ya que hay una falta de bancos subregionales.

En los últimos años, algunos bancos nacionales de desarrollo se han convertido en actores internacionales cada vez más importantes, proporcionando financiación externa como parte de sus operaciones internacionales. Los prestamistas internacionales más activos han sido el Banco de Desarrollo de China, el Banco de Exportación e Importación de China (Banco EXIM de China), el BNDES del Brasil y el Banco de Desarrollo de Alemania, Kreditanstalt Für Wiederaufbau (KfW). Las operaciones internacionales de estos grandes bancos de desarrollo constituyen un porcentaje considerable de sus activos y préstamos totales, que pueden ser muy cuantiosos (gráfico 6.5).

El Banco de Desarrollo de China y el Banco EXIM de China son dos de los tres bancos “de políticas” que China creó en 1994 en apoyo de los objetivos específicos de desarrollo establecidos por el Gobierno de ese país. El Banco de Desarrollo de China es uno de los principales proveedores de financiación a largo plazo de proyectos de infraestructura, como el ferrocarril, las carreteras y las telecomunicaciones, e inversiones a gran escala en industrias básicas y pesadas, como la petroquímica. El mandato del Banco EXIM de China es apoyar las exportaciones y las importaciones de China de productos mecánicos y electrónicos, equipo y productos de alta tecnología, así como las inversiones en el extranjero de las empresas chinas. El banco también actúa como rama financiera de los programas de cooperación internacional de China proporcionando crédito en

---

En los últimos años, algunos bancos nacionales de desarrollo se han convertido en actores internacionales cada vez más importantes, proporcionando financiación externa como parte de sus operaciones internacionales.

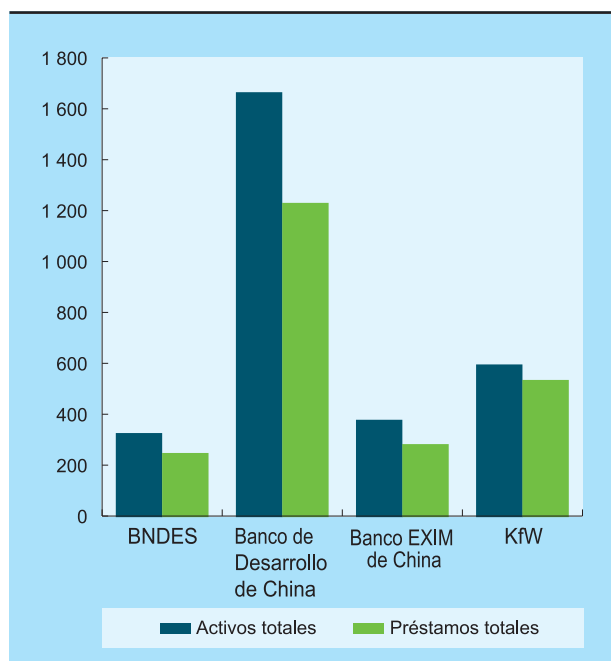
---



Gráfico 6.5

**ACTIVOS Y PRÉSTAMOS TOTALES,  
BANCOS NACIONALES DE DESARROLLO  
SELECCIONADOS, 2014**

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Informes anuales de los bancos.

condiciones favorables en el extranjero (Poon, 2014; China EXIM Bank, 2014).

Desde comienzos del decenio de 2000, ambos bancos chinos han sido proveedores activos de financiación internacional a los países en desarrollo. Sus préstamos han apoyado la estrategia “de salida” de China en el marco de su nuevo papel como superpotencia emergente en el escenario mundial. Entre las iniciativas recientes cabe mencionar sus contribuciones previstas a la nueva estrategia de la “Ruta de la Seda”, que implica grandes inversiones en infraestructura por toda Asia, además de la continuación de la financiación en África, Asia y América Latina mediante acuerdos de cooperación Sur-Sur.

En 2014, los préstamos en moneda extranjera del Banco de Desarrollo de China ascendieron a un total de 267.000 millones de dólares, es decir, el 22% de toda su cartera de préstamos. Por lo general, financian el desarrollo de la infraestructura en diferentes países en desarrollo, facilitando al mismo

tiempo el acceso de China a materias primas con menos gastos de transporte<sup>28</sup>. El banco también proporciona financiación mediante otros mecanismos, como el Fondo de Desarrollo China-África, en el que el banco era el único proveedor de capital en sus fases I y II. En 2014, el Fondo de Desarrollo China-África comprometió 3.100 millones de dólares en inversiones en 80 proyectos en una serie de ámbitos, como la aviación regional, los puertos, la electricidad, los medicamentos y el montaje de vehículos (CDB, 2014).

Junto con el Banco de Desarrollo de China, el Banco EXIM de China ha respaldado enérgicamente las alianzas estratégicas de China con otros países en desarrollo. Ha contraído compromisos de préstamos preferenciales con diferentes países y regiones, incluida África, Asia y el Pacífico, Europa Central y Oriental y el Caribe (China EXIM Bank, 2014). En 2014, sus desembolsos efectivos por concepto de crédito a los vendedores de exportación alcanzaron los 287.800 millones de dólares, el 15,2% de los cuales se gastó en contratos de construcción en el extranjero y el 7,9% en proyectos de inversión en el extranjero. Recientemente, el banco ha proporcionado financiación para “el desarrollo de redes de ferrocarril de alta velocidad, autopistas y aviación regional (las ‘Tres Redes’) en África” mediante préstamos (algunos de ellos en condiciones favorables) y otros mecanismos de asistencia (China EXIM Bank, 2014: 9).

Además de estos bancos nacionales de desarrollo de China que tienen un alcance internacional, otro importante banco nacional de desarrollo es el BNDES del Brasil, que ha estado proporcionando financiación para el desarrollo, tanto a nivel nacional como en el extranjero, en los últimos años. Creado en 1952 y centrado inicialmente en la financiación del desarrollo de la infraestructura nacional en el marco de la estrategia del país de modernización e industrialización, posteriormente amplió su centro de atención para fomentar la industria de bienes de capital del Brasil y otros sectores industriales. Desde el decenio de 1990, también ha estado proporcionando financiación a los sectores de exportación. En el decenio de 2000, el banco amplió sus operaciones internacionales, lo cual demostraba la voluntad del Gobierno del Brasil de desempeñar un papel mayor en la escena internacional. Esta nueva estrategia ha incluido el apoyo de la integración económica regional y, por lo tanto, la promoción de las inversiones

en los países vecinos, así como el fortalecimiento de los vínculos económicos del Brasil con regiones en desarrollo de rápido crecimiento, en particular con África. Los préstamos del banco también han reforzado la internacionalización de las grandes empresas brasileñas.

En 2014, el 14% de la cartera total de préstamos del banco era en moneda extranjera. Habida cuenta de que el BNDES figura entre los mayores bancos nacionales de desarrollo del mundo, con una cartera total de préstamos de 245.000 millones de dólares en 2014 (gráfico 6.5), sus préstamos en moneda extranjera son importantes, especialmente para los países más pequeños que carecen de financiación para proyectos de desarrollo a gran escala. En América del Sur, por ejemplo, el banco ha desempeñado un papel muy importante de apoyo al desarrollo al prestar a pequeños países como el Ecuador, así como a otros más grandes como la Argentina, para financiar la infraestructura económica. En África, ha concedido préstamos a grandes empresas constructoras nacionales que invierten en infraestructura y otros proyectos.

Un ejemplo de un banco nacional de desarrollo de un país desarrollado es el KfW. Ha venido desempeñando un papel cada vez más importante a nivel internacional como rama de préstamos de los programas de Alemania de cooperación para el desarrollo. Promueve programas de desarrollo en todas las regiones en desarrollo. A finales de 2014, su cartera de préstamos ascendió a 536.000 millones de dólares (gráfico 6.5), y el 10% de sus actividades de promoción empresarial estaban relacionadas con programas de desarrollo por todo el mundo. Su mandato es mejorar las condiciones de vida en Alemania, Europa y el resto del mundo de forma sostenible, por ejemplo mediante la promoción de un desarrollo económico respetuoso con el clima, en particular en los países en desarrollo. Sus proyectos comprenden el tendido eléctrico en la India, una central termoelectrónica solar en Chile y la construcción de vivienda sostenible en África (KfW, 2014). Algunas partes de estos programas de financiación están vinculadas a la participación del banco en diversas iniciativas de protección del clima, como la Iniciativa de Protección del Clima y el Medio Ambiente y la Iniciativa Internacional sobre el Clima. También ha creado un Fondo para Seguros Climáticos destinado a apoyar a las empresas de seguros y reaseguros locales, y se espera que contribuya al nuevo Fondo Verde para el

Clima (FVC) de las Naciones Unidas para la protección del clima y la adaptación a él. Además, el Gobierno de Alemania canaliza fondos por conducto de este banco para la concesión de donaciones y préstamos en condiciones muy favorables a los PMA (KfW, 2014).

### **3. El posible papel de financiación de los bancos multilaterales dirigidos por el Sur**

Un sistema de bancos de desarrollo que proporcione financiación internacional en apoyo del crecimiento y el desarrollo debería incluir a los bancos multilaterales dirigidos por el Sur, junto con los bancos multilaterales, regionales y subregionales y los bancos nacionales con operaciones internacionales. Las iniciativas recientes de preparación y establecimiento de dichos bancos están dirigidas a hacer frente a la escasez de capital a largo plazo para la inversión en esferas cruciales de la infraestructura e industrias de capital intensivo esenciales para el desarrollo. Estas iniciativas comprenden el recientemente creado Nuevo Banco de Desarrollo, establecido por el grupo de países conocido como los BRICS (Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica), el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura y el Banco del Sur. Las decisiones de crear estas instituciones están motivadas en parte por la desilusión de los países en desarrollo con las estructuras de gobernanza, los patrones de la concesión de préstamos y las condicionalidades asociadas a los préstamos de las instituciones de Bretton Woods y de algunos de los principales bancos regionales de desarrollo.

El Nuevo Banco de Desarrollo se estableció en la Cumbre de Fortaleza de los BRICS de julio de 2014, con el mandato específico de “movilizar recursos para proyectos de infraestructura y desarrollo sostenible en los BRICS y otras economías emergentes y en desarrollo” (BRICS, 2014, párrafo 11). Este enfoque está claramente justificado a la luz de las grandes necesidades no satisfechas en estas áreas, como hemos destacado más arriba. Se ha establecido con un capital inicial autorizado de 100.000 millones de dólares (y un capital suscrito de 50.000 millones de dólares). De conformidad con la declaración de

la VII Cumbre de los BRICS, celebrada en julio de 2015 en Ufa (Federación de Rusia), se espera que el Nuevo Banco de Desarrollo empiece a aprobar sus primeros proyectos de inversión a principios de 2016 (BRICS, 2015a). La calidad de sus préstamos a la infraestructura y otros proyectos debería ser una prioridad importante para maximizar el efecto de esos proyectos en el desarrollo y minimizar los riesgos de impago. Por otra parte, la capacidad de obtener beneficios ayudará al banco a ampliar su base de capital, y, por lo tanto, aumentar sus préstamos en el futuro.

En lo que respecta a la cobertura geográfica, sería importante que el Nuevo Banco de Desarrollo tuviera una cartera equilibrada de préstamos que incluya tanto a los países de medianos ingresos como a los de bajos ingresos, puesto que esta mezcla generaría beneficios de diversificación geográfica y daría más solvencia al banco. Con el fin de prestar a los países de bajos ingresos, es necesario incluir un elemento de subvención, de modo que los préstamos a este grupo de países se concedan en condiciones favorables. La creación de un fondo fiduciario, financiado por los países desarrollados, podría servir de apoyo a ese tipo de préstamos (Griffith-Jones, 2014).

El Banco Asiático de Inversión en Infraestructura fue establecido en octubre de 2014 en Beijing, con 33 miembros fundadores de la región de Asia y 17 (incluidos varios países desarrollados) de fuera de la región; otros 7 posibles miembros aún tienen que plasmar su firma<sup>29</sup>. China aportará la mayor parte del capital autorizado del banco de 100.000 millones de dólares. Con el fin de que quede reflejado el carácter regional del Banco Asiático de Inversión en Infraestructura, sus miembros regionales serán los accionistas mayoritarios, con aproximadamente el 75% de las acciones. La creación del banco es una respuesta al reconocimiento de la importancia de la infraestructura para el desarrollo de Asia, y la necesidad de una financiación adicional significativa a largo plazo para la construcción de infraestructura en la región. Aunque el BASD estima que las necesidades de financiación de la infraestructura de Asia serán de unos 720.000 millones de dólares al año durante el período 2010-2020, su propia aprobación anual de

préstamos asciende a solo 13.000 millones de dólares (junio de 2014). El Banco Asiático de Inversión en Infraestructura tiene como objetivo financiar proyectos de infraestructura nacional y regional. Esta última debería apoyar el comercio y el desarrollo de las redes de producción de la región. El principal mecanismo de financiación será la emisión de bonos, en los mercados tanto regionales como mundiales.

En América Latina, el Banco del Sur es una entidad subregional cuyos países miembros fundadores son todos de América del Sur: Argentina, Estado Plurinacional de Bolivia, Brasil, Ecuador, Paraguay, Uruguay y República Bolivariana de Venezuela. Fundado en 2009 con un capital inicial prometido de 20.000 millones de dólares, tiene como objetivo promover el desarrollo económico y la integración regional en la subregión de América del Sur.

Ninguno de estos tres bancos se encuentra en funcionamiento, pero son signos prometedores de un renovado interés tanto en los bancos de desarrollo

---

Un sistema de bancos de desarrollo que proporcione financiación internacional en apoyo del crecimiento y el desarrollo debería incluir a los bancos multilaterales dirigidos por el Sur.

---

como en la necesidad de financiar la creación de infraestructura para el desarrollo social y económico. Además se suman a un entorno de sana competencia con otros bancos de desarrollo; por ejemplo, en parte como respuesta a estos acontecimientos, el Banco Mundial ha decidido intensificar su presencia en el ámbito del desarrollo de la

infraestructura mediante la creación de un Fondo para la Infraestructura Mundial, que define como “una plataforma mundial abierta que facilitará la preparación y la estructuración de APP complejas en materia de infraestructura para movilizar capital del sector privado y los inversores institucionales”<sup>30</sup>. Se trata de una medida ambiciosa, habida cuenta del gasto relativamente limitado del Banco Mundial en el desarrollo de infraestructura hasta la fecha, de alrededor de 24.000 millones de dólares en 2014, frente a 16.700 millones en 2013<sup>31</sup>, y sus resultados desiguales en lo que respecta a las normas sociales y ambientales. Sin embargo, apunta a la posible función catalizadora que estas nuevas instituciones pueden desempeñar en el cambio de las condiciones y el enfoque de las instituciones financieras multilaterales existentes. Además, podrían convertirse en una fuerza impulsora para la colaboración en una red de bancos

de desarrollo y crear sinergias y complementariedades entre ellos.

En esta red, los nuevos bancos dirigidos por el Sur podrían trabajar en estrecha colaboración con los bancos nacionales de desarrollo, en particular los de los países BRICS, como el BNDES del Brasil, el Banco de Desarrollo de África Meridional y el Banco de Desarrollo de China, como se propuso en la VII Cumbre de los BRICS, celebrada en julio de 2015 (véase BRICS, 2015b). Aunque los bancos multilaterales pueden tener mayor experiencia en los aspectos de diseño y la financiación de préstamos, los bancos nacionales de desarrollo tienen mayor conocimiento local, lo cual contribuye a reducir las asimetrías de información a nivel nacional.

Se espera que estos nuevos bancos dirigidos por el Sur no solo complementen la cantidad de la financiación de inversiones a largo plazo que se ofrece a nivel mundial, sino también sirvan mejor a los intereses de desarrollo económico, con una mayor preocupación por la sostenibilidad y la inclusión, que los bancos multilaterales que están dominados por

los países desarrollados. Esto dependería de varios factores. Uno es el grado en el que la aparición de estos bancos alteraría significativamente el sistema financiero mundial, y tal vez, por lo tanto, el comportamiento de las instituciones que actualmente lo dominan. Otro es si se diferenciarían en sus prácticas de concesión de préstamos de las instituciones establecidas, no solo aumentando la cantidad de financiación para el desarrollo a largo plazo, sino también cambiando su calidad para centrarse más en la transformación económica incluyente y sostenible. Por lo tanto, aunque el aumento de la diversidad en el panorama financiero y monetario internacional es sin duda bienvenido, y los recursos adicionales que estas nuevas instituciones proporcionan pueden tener un efecto positivo significativo en términos de generación de más financiación a largo plazo para el desarrollo, ello no dará lugar necesariamente a grandes cambios en las condiciones de dicha financiación. Para que esto suceda, los gobiernos y la sociedad civil de los países en desarrollo tendrán que poner un mayor énfasis en el seguimiento de los patrones de financiación y las condiciones de las actividades de préstamo de los nuevos bancos de desarrollo.

---

## F. Conclusiones

---

En una economía mundial inundada de liquidez, el principal obstáculo para la financiación del desarrollo no es la falta de capacidad de financiación. Más bien, la cuestión es cómo trasladar los recursos de instituciones muy apalancadas con horizontes financieros a corto plazo a agentes económicos que deseen financiar proyectos de inversión a largo plazo que generen grandes externalidades positivas y, por tanto, fomenten inversión adicional. En este *Informe* se hace hincapié en que esto no puede garantizarse simplemente a través del funcionamiento de los mecanismos del mercado, ya sea a nivel nacional o internacional. Esto se debe a que las instituciones financieras privadas tienen obviamente un afán de lucro, por lo que, en momentos de auge, tienden a

producir demasiado crédito y deuda, mientras que, en momentos de depresión, el crédito cesa y se produce una deflación de la deuda. Como consecuencia de ello, por sí misma, la financiación privada tiene dificultades para incorporar los beneficios sociales o de desarrollo en sus cálculos. Cuando hay externalidades, como ocurre con los bienes públicos, la financiación privada es insuficiente para las necesidades sociales. Además, la financiación privada se ha solido concentrar geográficamente en los países de altos y medianos ingresos y en los sectores en los que la rentabilidad está más asegurada, más que en proyectos de riesgo o proyectos con largos períodos de gestación que pueden ser más necesarios para la industrialización y el desarrollo. Dentro de los países,



la financiación privada suele proporcionar menos financiación a las pymes, los sectores caracterizados por diferentes formas de riesgo, como la agricultura, proyectos con grandes necesidades de inversión inicial, como la infraestructura económica, y las inversiones sociales básicas en materia de salud, saneamiento y educación, entre otras. Sin embargo, un gasto suficiente en todos estos ámbitos es claramente esencial para un proceso de desarrollo sostenido e inclusivo.

Por lo tanto, lograr financiación para el desarrollo requiere agentes especializados y mecanismos concebidos específicamente con este propósito, en los que el papel desempeñado por el sector público es crucial. En este capítulo se han examinado las posibles fuentes más importantes de financiación internacional que, con cierto grado de participación pública, se pueden utilizar con fines de financiación para el desarrollo. Los mecanismos conexos pueden ser consecuencia directa del gasto público, como en el caso de la AOD y otras formas de cooperación, pueden entrañar el cambio de las condiciones de rentabilidad y los incentivos disponibles para los inversores privados a fin de considerar las externalidades, como en el caso de las APP, o pueden surgir de las instituciones públicas, como los bancos de desarrollo establecidos con este fin, respaldados efectivamente por los gobiernos.

La AOD sigue siendo el único mecanismo existente cuyo objetivo central es redistribuir los ingresos a nivel mundial. A pesar de sus posibilidades, el importe de la AOD se ha mantenido muy por debajo de las necesidades y las expectativas. En los últimos años, se ha avanzado con respecto tanto a la cantidad de la asistencia prestada como a los esfuerzos para mejorar su eficacia. Además, la cooperación Sur-Sur se ha incrementado significativamente. Sin embargo, la mayor parte de la AOD todavía corresponde a las corrientes de los países desarrollados a los países en desarrollo, y cerrar la brecha entre el nivel actual de esa AOD (0,29% del INB de los países

desarrollados) y el nivel comprometido del 0,7% sigue siendo sumamente importante para sostener las estrategias de desarrollo, particularmente en los PMA. En este contexto, hay un creciente interés en el debate sobre la financiación para el desarrollo en la posibilidad de utilizar la AOD para catalizar la movilización de recursos adicionales, tanto públicos como privados.

Sin embargo, el uso de la ayuda pública para aprovechar la financiación privada debería considerarse con precaución, para evitar el riesgo de privatizar las prestaciones y socializar las pérdidas. El costo de oportunidad de utilizar la AOD para este fin puede ser demasiado alto.

En este capítulo también se ha demostrado que, a pesar de su reciente popularidad, la experiencia con las APP ha sido desigual y bastante limitada en lo que respecta a la generación de inversión privada adicional en los ámbitos deseados. Al igual que con otros instrumentos mixtos de financiación, las APP pueden “reducir los riesgos específicos de las inversiones e incentivar la financiación adicional del sector privado en todos los sectores clave del desarrollo” (Programa de Acción de Addis Abeba de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, celebrada en 2015).

Sin embargo, el nivel de las obligaciones en que los gobiernos han incurrido a través del uso de APP a menudo ha sido mucho mayor de lo previsto y, por lo tanto, los costos fiscales con frecuencia han sido tan elevados como para pensar que los gobiernos podrían haber sido más eficaces y eficientes si hubieran dedicado directamente inversión pública a estos ámbitos.

Por lo tanto, es necesario mejorar los procesos de planificación previos a los proyectos, aumentar la transparencia y la rendición de cuentas y determinar las consecuencias fiscales durante la ejecución de esos proyectos.

Por último, los bancos multilaterales y regionales de desarrollo que se dedican a los desafíos

---

La financiación privada tiene dificultades para incorporar los beneficios sociales o de desarrollo en sus cálculos...

---



---

... por lo tanto, lograr financiación para el desarrollo requiere agentes especializados y mecanismos concebidos específicamente con este propósito, en los que el papel desempeñado por el sector público es crucial.

---



especiales inherentes a la infraestructura podrían desempeñar un papel más importante, prestando asistencia técnica, así como financiación. De hecho, los bancos existentes y nuevos de desarrollo desempeñan un papel principal como proveedores de financiación a largo plazo, frente a las instituciones financieras privadas. Como tienen el mandato claro de apoyar proyectos orientados al desarrollo y una base de financiación cuyas obligaciones son predominantemente a largo plazo, así como personal con conocimientos técnicos que les permite participar en las decisiones relacionadas con la elección

de tecnología, alcance y ubicación, cuentan con características singulares que les dan una fuerte ventaja comparativa con respecto a las instituciones financieras privadas. Los bancos internacionales de desarrollo pueden, además, desempeñar un papel anticíclico importante a través de su suministro de financiación de crisis a los países, en respuesta a una sacudida económica (por ejemplo, relacionada con los precios de los productos básicos) o un desastre natural, que puede ayudar a mantener los niveles de ingresos y actividad económica y la capacidad de importar durante las fases de contracción. ■

## Notas

- 1 El objetivo de una corriente oficial equivalente al 0,75% del PNB de cada país desarrollado se aprobó inicialmente en la segunda conferencia de la UNCTAD en Nueva Delhi en 1968. Esta propuesta fue aceptada por la mayoría de los países desarrollados, pero no todos. Después de nuevas negociaciones, la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó esta iniciativa en octubre de 1970, aunque el objetivo se redujo al 0,7% del PNB. Este compromiso fue aprobado por los miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE, que definió la AOD como “esas corrientes financieras externas que son proporcionadas por los organismos oficiales, tienen la promoción del desarrollo económico y el bienestar de los países en desarrollo como principal objetivo, y ofrecen unas condiciones favorables”.
- 2 Solo cinco miembros superaron el objetivo del 0,7% del INB: Dinamarca, Luxemburgo, Noruega, Reino Unido y Suecia (OECD, 2015).
- 3 La AOD desarrollista incluye la infraestructura y los servicios sociales, la infraestructura y los servicios económicos y los sectores de producción, que en 2013 constituían alrededor del 63% de la AOD total registrada.
- 4 Véanse pruebas empíricas sobre la relación entre la ayuda y el crecimiento en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2008* y UNCTAD, 2006.
- 5 Véanse estudios más recientes al respecto en Alonso, 2012; Edwards, 2014; Glennie y Sumner, 2014; Morrissey, 2015; Qian, 2014; y Quibria, 2014.
- 5 Esos costes aumentan entre un 15% y un 30%, en promedio, y hasta un 40% o más en el caso de la ayuda alimentaria (DIIS, 2009).
- 6 Sobre la previsibilidad de la ayuda, véase OCDE en: <http://www.oecd.org/dac/aid-architecture/> (consultada el 21 de julio de 2015).
- 7 El 61% restante fue “ayuda fantasma”, ayuda que no estaba destinada a la reducción de la pobreza, o se contabilizaba en dos ocasiones como alivio de la deuda, o asistencia técnica cara e ineficaz, condicionada a la adquisición de bienes y servicios del país donante, mal coordinada y con altos costes de transacción, demasiado imprevisible para ser útil para el beneficiario o utilizada en gastos relacionados con la inmigración en el país donante o en gastos administrativos excesivos.
- 8 Se pueden encontrar pruebas de ello en los foros de alto nivel sobre la eficacia de la ayuda celebrados en Roma (2003), París (2005), Accra (2008) y Busan (2011).
- 9 Incluso con los aumentos registrados en la ayuda oficial no condicionada, es posible que una parte de ella siga estando condicionada “*de facto*”. Ello se puede deber a la normativa de los donantes, la falta de capacidad local, las dificultades para que

- los contratistas locales y regionales compitan a nivel internacional, el acceso desigual a la información, la posible aversión al riesgo por parte de los donantes y la presión para la rápida aplicación (UNCTAD, 2011b).
- 10 Del mismo modo, en el Programa de Acción de Addis Abeba de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo (13 a 16 de julio de 2015) se hace hincapié en su párrafo 54 en lo siguiente: “Un uso importante de la financiación pública internacional, incluida la AOD, es catalizar la movilización de recursos adicionales de otras fuentes, públicas y privadas. Puede apoyar la mejora de la recaudación de impuestos y ayudar a fortalecer los entornos favorables nacionales y fomentar servicios públicos esenciales. También se puede utilizar para desbloquear financiación adicional mediante la financiación mixta o combinada y la mitigación del riesgo, en particular en el caso de la infraestructura y otras inversiones que apoyan el desarrollo del sector privado”.
- 11 Sin embargo, “evaluar los proyectos mixtos no es sencillo y puede ser difícil demostrar factores claves de éxito, como la adicionalidad, la transparencia y la rendición de cuentas, y demostrar el efecto en el desarrollo” (UNCTAD, *World Investment Report 2014*: 169).
- 12 Véase, por ejemplo, Griffiths y otros (2014), UK Aid Network (2015), Concord (2014), ActionAid (2014), Bretton Woods Project (2012), Eurodad (2012), ActionAid, Eurodad y Oxfam (2015), Eurodad (2013), Kwakkenboms y Romero (2013).
- 13 Las definiciones de APP varían considerablemente, lo cual refleja distintos arreglos institucionales y entendimientos conceptuales, pero comparten muchas similitudes. En su forma más sencilla, las APP “se refieren a acuerdos en virtud de los cuales el sector privado suministra activos de infraestructura y servicios tradicionalmente proporcionados por el gobierno” (IMF, 2006:1). Esa definición puede abarcar los activos existentes y la adquisición de otros nuevos, y servicios pagados por los usuarios, o sistemas gratuitos para los usuarios de los que los gobiernos pagan un cargo unitario al proveedor. Otras definiciones se centran en el riesgo y la forma en que se reparte entre los asociados públicos y privados. Por ejemplo, según una definición las APP son “un acuerdo entre el gobierno y uno o más asociados privados (que pueden comprender los operadores y los financiadores), en virtud del cual los asociados privados prestan el servicio de tal manera que los objetivos de prestación de servicios del gobierno se adaptan a los objetivos de beneficios de los asociados privados y la efectividad de la adaptación depende de una transferencia suficiente de riesgo a los asociados privados” (OECD, 2008: 17). En la práctica, gran parte del debate actual se refiere a la percepción de un desequilibrio en lo que respecta al riesgo entre los asociados públicos y privados; en particular, que el sector público asume demasiado riesgo, sobre todo en las fases operacionales a largo plazo de un proyecto, a diferencia de los dos primeros años en los que se produce la construcción.
- 14 La mayor parte de los datos utilizados en esta sección proceden de la Base de Datos sobre la Participación Privada en la Infraestructura, elaborada conjuntamente por la Dependencia de Políticas de Infraestructura de la Red para un Desarrollo Sostenible del Banco Mundial y el Servicio de Asesoramiento para Infraestructura Pública y Privada (PPIAF), que es un fondo fiduciario de múltiples donantes. La base de datos registra los acuerdos contractuales relacionados con los proyectos de infraestructura en países de bajos y medianos ingresos (según la clasificación del Banco Mundial), en los que los asociados privados asumen algún grado de riesgo operacional mediante la propiedad, las finanzas o las actividades operacionales del proyecto. Se centra en los sectores caracterizados por cierto grado de monopolio u oligopolio, incluida la energía, las telecomunicaciones, el transporte y el agua. Esa “participación privada” no debería equipararse con la inversión privada en infraestructura. En primer lugar, no se corresponde necesariamente con la inversión real, puesto que incluye también los contratos de gestión y arrendamiento, los proyectos de concesión y las desinversiones; en segundo lugar, la inversión registrada se refiere a lo que se comprometió (no necesariamente lo que se pagó) para todo el proyecto; y, en tercer lugar, cuando partes tanto públicas como privadas son propietarias de las empresas de los proyectos, en la base de datos se presenta la inversión de ambas partes, no solo la de los inversores privados.
- 15 Véase Banco Mundial (2009). Excepciones notables fueron los países de ingresos medios, y el sector de las TIC y las telecomunicaciones, donde la financiación del sector privado estaba más disponible.
- 16 Por ejemplo, la empresa francesa Suez se retiró de una concesión de agua en la Argentina después de que el peso cayera abruptamente en 2002 y las autoridades no estuvieran de acuerdo en aumentar las tarifas para contrarrestar la devaluación. En gran parte como resultado de la devaluación, a comienzos de 2004 había 28 procesos contra la Argentina en virtud del Convenio Internacional sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) (OECD/NEPAD, 2005).
- 17 Los otros dos países son la Federación de Rusia y México.
- 18 En los cinco principales países en desarrollo que acogen APP, España y los Estados Unidos tienen casi el 30% de los proyectos con patrocinio exclusivamente

- extranjero, lo cual es posible que refleje factores como el idioma o la proximidad.
- 19 Véase, sobre los problemas que ello puede plantear a las políticas de competencia, <http://unctad.org/en/Pages/DITC/CompetitionLaw/ResearchPartnership/Contact4114.aspx>.
- 20 Según un examen de la Oficina Nacional de Auditoría del Reino Unido (2015), los acuerdos de financiación privada se pagaban a un tipo de interés que doblaba el de todos los préstamos del Gobierno. Esta tendencia ha sido constante: *Infrastructure UK* estima que en 2010 el coste del capital para la financiación pública fue del 3,9%, en comparación con los costes de hasta el 6,9% para las empresas que operaban en los mercados regulados (por ejemplo, los servicios privatizados de suministro de agua o electricidad) y el 10,9% para las empresas en los mercados no regulados (por ejemplo, las concesiones de servicios por cuenta de los usuarios).
- 21 Esto se ha reafirmado en el Programa de Acción de Addis Abeba, en el que se afirma en su párrafo 75: “Los bancos de desarrollo pueden desempeñar un papel especialmente importante en el alivio de las restricciones a la financiación del desarrollo, incluida la inversión en infraestructura de calidad”.
- 22 Los bancos regionales de desarrollo con un historial excelente de recuperación de crédito pueden tener una calificación incluso mejor que los Estados a los que pertenecen.
- 23 Se trata de los préstamos multilaterales totales del Banco Mundial, el Banco Africano de Desarrollo (BAfD), el Banco Asiático de Desarrollo (BASD), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD).
- 24 Desde que se produjo la crisis mundial, el BEI ha desempeñado un papel anticíclico fundamental para ayudar a mantener los niveles de ingresos e inversión en Europa y proteger la infraestructura y la capacidad productiva de la región de los efectos de la profunda recesión económica. El Banco aumenta su capacidad de financiación mediante el apalancamiento y la combinación de sus recursos con los de otras fuentes (por ejemplo, el presupuesto de la Unión Europea y el sector privado), lo que tiene un gran efecto multiplicador (<http://www.eib.org/about/index.htm>, consultado el 9 de marzo de 2015).
- 25 En 2014, los grandes desembolsos del BEI (78.000 millones de dólares) y el Banco Mundial (44.000 millones de dólares) fueron con diferencia los más importantes, frente a las del BID y el BASD (unos 10.000 millones de dólares) y el BAfD (casi 5.000 millones de dólares), como se señala en los informes anuales de los bancos.
- 26 Véase la Hoja Informativa de la CAF de 2014 en: [www.caf.com](http://www.caf.com).
- 27 Los activos totales del Banco de Desarrollo de África Meridional ascendían a 6.000 millones de dólares a finales de marzo de 2014. Los del Banco de Desarrollo de África Occidental, el Banco de la Zona de Comercio Preferencial, el Banco de Desarrollo de los Estados de África Central y el Banco de Desarrollo de África Oriental eran de 3.000 millones de dólares, 2.500 millones de dólares, 500 millones de dólares y 200 millones de dólares, respectivamente, a diciembre de 2013, como se señaló en los informes anuales de los bancos.
- 28 Por ejemplo, algunos proyectos extranjeros financiados actualmente por el Banco de Desarrollo de China son la mina de cobre Las Bambas en el Perú, a la que ha comprometido 3.500 millones de dólares (y había desembolsado 2.600 millones de dólares a finales de 2014), una central termoeléctrica de carbón en Bali (Indonesia) a la que ha comprometido 473 millones de dólares (y desembolsado 367 millones de dólares), y las obras de mejora de la carretera Mansa-Luwingu en Zambia, a las que ha comprometido 175 millones de dólares (y desembolsado 65 millones de dólares) (Banco de Desarrollo de China, 2014).
- 29 Véase <http://www.aiibank.org/>.
- 30 Véase <http://www.worldbank.org/en/programs/global-Infrastructure-facility>.
- 31 Véase <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/07/18/world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion./world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion>.

---

## Bibliografía

---

- ActionAid (2005). Real aid: An agenda for making aid work. Available at: [http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real\\_aid.pdf](http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real_aid.pdf).
- ActionAid (2014). Aid to, with and through the private sector: emerging trends and ways forward. Available at: [http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private\\_discussion\\_paper\\_v1.2.pdf](http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private_discussion_paper_v1.2.pdf).
- ActionAid, Eurodad and Oxfam (2014). Policy brief on the role of the private sector in Europe's development cooperation. Available at: <http://www.eurodad.org/files/pdf/548870976e1f9.pdf>.
- Ahmad E, Bhattacharya A, Vinella A and Xiao K (2014). Involving the private sector and PPPs in financing public investments: Some opportunities and challenges. Working Paper No. 67, London School of Economics Asia Research Centre, London.
- AICD (2010). Africa's infrastructure: A time for transformation. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: [http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd\\_overview\\_english\\_no-embargo.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd_overview_english_no-embargo.pdf).
- Alonso JA (2012). From aid to global development policy. UN-DESA Working Paper No. 121. New York.
- Bauer A (2015). Six reasons why sovereign wealth funds should not invest or spend at home. Natural Resource Governance Institute, April. Available at: <http://www.resourcegovernance.org/news/blog/six-reasons-why-sovereign-wealth-funds-should-not-invest-or-spend-home>.
- Bhattacharya A and Romani M (2013). Meeting the infrastructure challenge: The case for a new development bank. Paper prepared for the Global Economic Governance Seminar, Madrid, 11 March 2013. Available at: <http://www.g24.org/TGM/Bhattacharya.pdf>.
- BNDES (2014). *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Annual Report 2014*. Rio de Janeiro.
- Boylan H (2012). Public private partnerships in Africa: Part I – Infrastructure. Available at: [www.consultancyafrica.com](http://www.consultancyafrica.com).
- Bretton Woods Project (2012). Leveraging private sector finance: How does it work and what are the risks? Available at: <http://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2013/10/leveraging.pdf>.
- Briceño-Garmendia C, Smits K and Foster V (2008). Financing public infrastructure in sub-Saharan Africa: Patterns and Emerging Issues. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194\\_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf).
- BRICS (2014). Sixth Summit: Fortaleza Declaration and Action Plan. Available at: <http://brics6.itamaraty.gov.br/category-english/21-documents/223-sixth-summit-declaration-and-action-plan>.
- BRICS (2015a). Seventh BRICS Summit. Ufa Declaration. Ufa, the Russian Federation, 9 July. Available at: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- BRICS (2015b). Memorandum of Understanding on Cooperation with the New Development Bank. Available at: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- Buiter W and Fries S (2002). What should the multilateral development banks do? Working Paper No. 74, EBRD, London.
- Burger P and Hawkesworth I (2013). Capital budgeting and procurement practices. *OECD Journal on Budgeting*, 13(1): 57–104.
- CDB (2014). *The China Development Bank Annual Report 2014*. Beijing.
- Chandrasekhar CP (2014). National development banks in a comparative perspective. Background paper prepared for UNCTAD.
- Charnoz O and Severino JM (2015). *L'Aide Publique au Développement*. Paris, Collection Repères, Editions La Découverte.



- China Exim Bank (2014). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2014*. Beijing.
- CONCORD (2014). *AidWatch 2014: Aid beyond 2015. Europe's role in financing and implementing sustainable development goals post 2015*. Available at: [http://www.concordeurope.org/images/AidWatch\\_2014.pdf](http://www.concordeurope.org/images/AidWatch_2014.pdf).
- de Cecco M (2005). Sraffa's lectures on continental banking: A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3): 349–358.
- DIIS (2009). *Untying aid: Is it working? Evaluation of the Paris Declaration*. Danish Institute for International Studies, Copenhagen. Available at: <http://www.oecd.org/dac/untied-aid/untyingaidisitworking.htm>.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: Desafíos para Impulsar el Ciclo de Inversión con Miras a Reactivar el Crecimiento*. Santiago, Chile.
- Edwards S (2014). Economic development and the effectiveness of foreign aid: A historical perspective. Working Paper Series no. 20685, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ehrhardt E and Irwin T (2004). Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: Policy toward leverage, risk allocation and bankruptcies. Policy Research Working Paper No. 3274, World Bank, Washington, DC.
- EIB (2012). PPPs and their financing in Europe: Recent trends and EIB involvement. ECON Department SG/ECON/ES/2012-523/Aka/as. European Investment Bank. Available at: [http://www.eib.org/attachments/efs/econ\\_note\\_2012\\_ppp\\_and\\_financing\\_in\\_europe\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/efs/econ_note_2012_ppp_and_financing_in_europe_en.pdf).
- Estache A (2010). Infrastructure finance in developing countries: An overview. *EIB Papers*, 15(2): 60–88.
- Estache A and Serebrisky T (2004). Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnerships? Policy Research Working Paper No. 3356, World Bank, Washington, DC.
- Eurodad (2012). Private profit for public good? Can investing in private companies deliver for the poor. Available at: <http://www.eurodad.org/files/pdf/520a35cb666a7.pdf>.
- Eurodad (2013). A dangerous blend? The EU's agenda to "blend" public development finance with private finance. Available at: <http://eurodad.org/files/pdf/527b70ce2ab2d.pdf>.
- Ferraz JC (2012). Financing development in an uncertain world: BNDES experience. Presentation at Development Banks as Agents of Change, Doha, 26 April. Available at: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz\\_abr2012.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz_abr2012.pdf).
- Glennie J and Sumner A (2014). The \$138.5 billion: When does foreign aid work (and when doesn't it). CGD Policy Paper No. 049, Center for Global Development, Washington, DC.
- Gottschalk R, McKinley T, Martins P, Drammeh H and Sireh-Jallow A (2011). Prospects of non-traditional sources of development finance in Ethiopia. Study prepared for the Ministry of Finance and Economic Development of Ethiopia and UNDP. Centre for Development Policy and Research (CDPR), SOAS, London.
- Griffiths J, Martin M, Pereira J and Strawson T (2014). Financing for development post-2015: Improving the contribution of private finance. Available at: [https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve\\_et2014433848\\_en.pdf](https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve_et2014433848_en.pdf)
- Griffith-Jones S (2014). A BRICS development bank: A dream coming true? Discussion Papers, No. 215, UNCTAD, Geneva.
- Griffith-Jones S, Griffith-Jones D and Hertova D (2008). Enhancing the role of regional development banks. G-24 Discussion Paper Series, No. 50, UNCTAD, Geneva.
- Hall D (2015). Why public-private partnerships don't work: The many advantages of the public alternative. Public Services International Research Unit, University of Greenwich, London.
- Heald D and Hodges R (2014). Watch the public sector balance sheet: Guarantees as the next big thing in government accounting. Paper presented at the CIGAR workshop on Whole of Government Accounting and Auditing: International Trends, Kristianstad University, Sweden, 8–9 September.
- Helm D (2010). Infrastructure and infrastructure finance: The role of the government and the private sector in the current world. *EIB Papers*, 15(2): 8–27.
- IEG (Independent Evaluation Group) (2014). World Bank Group support to public-private partnerships: Lessons from experience in client countries, FYO2-12. World Bank Group, Washington, DC.
- IPE and Stirling (2013). Institutional Infrastructure Survey 2015. London, Investment and Pensions Europe and Stirling Capital Partners.
- IMF (2006). *Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk*. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.
- Inderst G and Stewart F (2014). Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank Group, Washington, DC.
- Junio DRO (2014). Asian Infrastructure Investment Bank: An idea whose time has come? *The Diplomat*, 4 December. Available at: <http://thediplomat.com/2014/12/asian-infrastructure-investment-bank-an-idea-whose-time-has-come/>.
- KfW (2014). *The Kreditanstalt Für Wiederaufbau Annual Report 2014*. Frankfurt.



- Kragelund P (2008). The return of non-DAC donors to Africa: New prospects for African Development? *Development Policy Review*, 26(5): 555–584.
- Kwakkenbons J and Romero MJ (2013). Engaging the private sector for development: The role of development finance institutions? Available at: [http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2\\_Kwakkenbos\\_Romero.pdf](http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2_Kwakkenbos_Romero.pdf).
- Lobina E and Hall D (2013). List of water remunicipalisations worldwide – as of November 2013. A briefing commissioned by Public Services International. PSIRU, Business School University of Greenwich, London.
- Mandri-Perrott C (2014). East Asian public-private partnerships in a global context. Presentation at the World Bank OECD South East Asia Forum, 25–26 March, Singapore.
- Morrissey O (2015). Why do economists disagree so much on aid effectiveness? Aid works (in mysterious ways). Paper prepared for presentation at the IMF-CFD Conference on Financing for Development, Geneva 15–17 April. Available at: [http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD\\_1517April/papers/Morrissey\\_Aid%20Effectiveness\\_Draft.pdf](http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD_1517April/papers/Morrissey_Aid%20Effectiveness_Draft.pdf).
- Nakhouda S, Fransén T, Kuramochi T, Caravani A, Prizzon A, Shimizu N, Tilley H, Halimanjaya A and Welham B (2013). Mobilising international climate finance: Lessons from the fast-start finance period. London, Overseas Development Institute, World Resources Institute and Institute for Global Environmental Strategies, Available at: <http://www.odi.org/publications/7987-mobilising-international-climate-finance-lessons-fast-start-finance-period>.
- National Audit Office (2015). The choice of finance for capital investment. HM Treasury, London.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED Books (in association with the United Nations).
- OECD (2008). *Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money*. Paris.
- OECD (2014a). *2014 Global Outlook on Aid: Results of the 2014 DAC Survey on Donors' Forward Spending Plans and Prospects for Improving Aid Predictability*. Paris.
- OECD (2014b). *Development Cooperation Report 2014*. Paris.
- OECD (2014c). DAC High Level Meeting: Final communiqué. 15–16 December 2014. Paris. Available at: <http://www.oecd.org/dac/OECD%20DAC%20HLM%20Communique.pdf>.
- OECD (2015). Development aid stable in 2014 but flows to poorest countries still falling. Detailed summary of press release. Paris. Available at: <http://www.oecd.org/newsroom/development-aid-stable-in-2014-but-flows-to-poorest-countries-still-falling.htm>.
- OECD/NEPAD (2005). Encouraging public-private partnerships in the utilities sector: The role of development assistance. Background paper for Roundtable 5 at NEPAD/OECD Investment Initiative, Entebbe, 25–27 May.
- OECD and UNDP (2014). *Making Development Co-operation more Effective – 2014 Progress Report*. Paris and New York.
- Pickering J, Skovgaard J, Kim S, Roberts JT, Rossati D, Stadelmann M and Reich H (2015). Acting on climate finance pledges: Inter-agency dynamics and relationships with aid in contributor states. *World Development*, 68: 149–162.
- Poon D (2014). Development finance in China. A road less travelled. Geneva, UNCTAD (unpublished).
- Posner P, Ryu S and Tkachenko A (2009). Public-private partnerships: The relevance of budgeting. *OECD Journal on Budgeting*, 1: 49–74.
- Qian N (2014). Making progress on foreign aid. Working Paper No. 20412, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Quibria MG (2014). Aid effectiveness: Research, policy and unresolved issues. *Development Studies Research: An Open Access Journal*, 1(1): 75–87.
- Shaoul J (2009). Using the private sector to finance capital expenditure: The financial realities. In: Akintoye A, ed. *Policy, Finance and Management for Public-Private Partnerships*. Chichester, Wiley-Blackwell: 27–46.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2015). Sovereign wealth fund rankings. Available at: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.
- The Reality of Aid Management Committee (2010). South-South development cooperation: A challenge to the aid system? *Special report on South-South Cooperation 2010*. Available at: <http://www.realityofaid.org/wp-content/uploads/2013/02/ROA-SSDC-Special-Report1.pdf>.
- UK Aid Network (2015). Leveraging aid. A literature review on the additionality of using ODA to leverage private investments. Available at: <http://www.ukan.org.uk/wordpress/wp-content/uploads/2015/03/UKAN-Leveraging-Aid-Literature-Review-03.15.pdf>.
- UN-DESA (2015). *World Economic Situation and Prospects 2015*. United Nations publication. Sales No. E.15.II.C.2, United Nations, New York.
- UNCTAD (2006). *Economic Development in Africa 2006 – Doubling Aid: Making the “Big Push” Work*. United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (2010). *Economic Development in Africa Report 2010 – South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.13, New York and Geneva.

- UNCTAD (2011a). Enhancing aid effectiveness: From Paris to Busan. Note by the UNCTAD secretariat. TD/B/EX(53)/3, Geneva.
- UNCTAD (2011b). Towards an international development architecture for LDCs. UNCTAD Policy Brief N° 20/G, Geneva. Available at: [http://unctad.org/en/Docs/presspb201110\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/presspb201110_en.pdf).
- UNCTAD (2013). *Economic Development in Africa – Intra-African trade: Unlocking private sector dynamism*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.2, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). *World Investment Report 2014 – Investing in the SDGs: An Action Plan*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNFCCC (2009). Report of the Conference of the Parties on its fifteenth session, held in Copenhagen from 7 to 19 December 2009. United Nations Framework Convention on Climate Change. FCCC/CP/2009/11/Add.1. Available at: <http://unfccc.int/resource/docs/2009/cop15/eng/11a01.pdf>.
- UNFCCC (2014). Report of the Conference of the Parties on its twentieth session, held in Lima from 1 to 14 December 2014. Decision 7/CP.20. United Nations Framework Convention on Climate Change. Available at: <http://unfccc.int/resource/docs/2014/cop20/eng/10a02.pdf#page=14>.
- United Nations (2014a). *MDG Gap Task Force Report 2014: The State of the Global Partnership for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.I.7, New York.
- United Nations (2014b). Trends and progress in international development cooperation. United Nations Economic and Social Council. E/2014/77, New York.
- Water Justice (2014). Here to stay: Water renationalization as a global trend. Available at: <https://www.tni.org/en/publication/here-to-stay-water-remunicipalisation-as-a-global-trend>.
- Winch G, Onishi M and Schmidt S, eds. (2012). Taking stock of PPP and PFI around the world. Summary of research report 126. The Association of Chartered Certified Accountants, London.
- WEF (2014). Infrastructure investment policy blueprint. World Economic Forum, Geneva.
- Wolf C, Wang X and Warner E (2013). China's foreign aid and government-sponsored investment activities: Scale, content, destinations, and implications. RAND Corporation, Santa Monica, CA.
- World Bank (2009). *Global Monitoring Report 2009: A Development Emergency*. Washington DC.
- Zhou Y (2010). The future of South-South development assistance and the role of the UN. Remarks at the OECD meeting of National Focal Points for Policy Coherence for Development, Paris, 1 October. Available at: <http://www.oecd.org/development/pcd/46188961.pdf>.





## CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

Palais des Nations  
CH-1211 GINEBRA 10  
Suiza  
(<http://unctad.org>)

### *Algunas publicaciones de la UNCTAD*

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2014**      Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.14.II.D.4  
*Gobernanza mundial y espacio para políticas de desarrollo*      ISSN 0257-8093

- Capítulo I Tendencias recientes de la economía mundial
- Capítulo II Hacia una recuperación económica sostenida: examen de las opciones políticas disponibles
- Capítulo III Espacio de políticas y gobernanza mundial: cuestiones en juego
- Capítulo IV El espacio de políticas y los orígenes del sistema económico multilateral
- Capítulo V Políticas comerciales e industriales en un régimen de gobernanza mundial en constante evolución
- Capítulo VI Finanzas internacionales y espacio de políticas  
Anexo: ¿Sirven los tratados bilaterales de inversión para atraer flujos de IED hacia las economías en desarrollo?
- Capítulo VII Espacio fiscal para la estabilidad y el desarrollo: retos actuales

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2013**      Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.13.II.D.3  
*La adaptación a la dinámica cambiante de la economía mundial*      ISSN 0257-8093

- Capítulo I Tendencias y problemas actuales en la economía mundial  
Anexo: Hipótesis alternativas para la economía mundial
- Capítulo II Hacia un crecimiento más equilibrado: un mayor papel de la demanda interna en las estrategias de desarrollo  
Anexo: Estrategias de crecimiento: principales consecuencias y obstáculos
- Capítulo III Financiación de la economía real

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2012**      Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.12.II.D.6  
*Políticas para un crecimiento incluyente y equilibrado*      ISBN 978-92-1-312387-4

- Capítulo I Tendencias y desafíos actuales de la economía mundial
- Capítulo II Desigualdad de los ingresos: cuestiones principales
- Capítulo III Evolución de la desigualdad de ingresos: diferentes perspectivas temporales y dimensiones
- Capítulo IV Los cambios en la globalización y en la tecnología y sus repercusiones en la desigualdad de los ingresos a nivel nacional
- Capítulo V El papel de la política fiscal en la distribución de los ingresos
- Capítulo VI reconsideración de la economía y la política de la desigualdad

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2011**

Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.11.II.D.3

*Retos de política para la economía mundial después de la crisis*

ISSN 0257-8093

- Capítulo I Tendencias y cuestiones actuales de la economía mundial
- Capítulo II Los aspectos fiscales de la crisis financiera y su impacto en la deuda pública
- Capítulo III Espacio fiscal, sostenibilidad de la deuda y crecimiento económico
- Capítulo IV Nueva regulación y reestructuración del sector financiero
- Capítulo V La financiarización de los mercados de productos básicos: evolución reciente y cuestiones normativas
  - Anexo: Reforma de la regulación de los mercados de derivados de productos básicos
- Capítulo VI El orden monetario mundial y el sistema de comercio internacional

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2010**

Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.10.II.D.3

*Empleo, globalización y desarrollo*

ISSN 0255-4607

- Capítulo I Después de la crisis mundial: una recuperación frágil y desigual
  - Anexo: Los contratos de permuta de riesgo de crédito
- Capítulo II Posibles efectos de un reequilibrio mundial en el empleo
  - Anexo: Simulación de los efectos de un reequilibrio mundial en el comercio y el empleo: nota técnica
- Capítulo III Aspectos macroeconómicos de la creación de empleo y del desempleo
- Capítulo IV Cambio estructural y creación de empleo en los países en desarrollo
- Capítulo V Revisión del marco de políticas para el crecimiento sostenido, la creación de empleo y la reducción de la pobreza

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2009**

Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.D.16

*Respuesta a la crisis mundial*

ISBN 978-92-1-312359-1

*Mitigación del cambio climático y desarrollo*

- Capítulo I Los efectos de la crisis mundial y las políticas de respuesta a corto plazo
  - Anexo: La recesión mundial agrava la crisis alimentaria
- Capítulo II La financiarización de los mercados de productos primarios
- Capítulo III Aprender de la crisis: Políticas de mayor seguridad y solidez de los sistemas financieros
- Capítulo IV Reforma del sistema monetario y financiero internacional
- Capítulo V Mitigación del cambio climático y desarrollo

**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2008**

Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.D.21

*Precios de los productos básicos, flujos de capital y financiación de la inversión*

ISBN 978-92-1-312350-8

- Capítulo I Tendencias y cuestiones actuales de la economía mundial
  - Cuadro anexo al capítulo I
- Capítulo II Aumento de los precios de los productos básicos e inestabilidad
- Capítulo III Corrientes internacionales de capital, balanza por cuenta corriente y financiación del desarrollo
  - Anexo: Análisis econométrico de los determinantes de la inversión expansiva y contractiva de la cuenta corriente
- Capítulo IV Fuentes internas de financiación e inversión destinada a mejorar la capacidad productiva
- Capítulo V Asistencia oficial para el desarrollo en la perspectiva de los ODM y del crecimiento económico
  - Anexo: Detalles sobre estudios econométricos
- Capítulo VI Cuestiones actuales relacionadas con la deuda externa de los países en desarrollo



**Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2007**

*Cooperación regional para el desarrollo*

Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.07.II.D.11

ISBN 978-92-1-312336-2

- Capítulo I Cuestiones actuales de la economía mundial  
Anexo estadístico del capítulo I
- Capítulo II La globalización, la regionalización y el desafío del desarrollo
- Capítulo III El “Nuevo regionalismo” y los acuerdos comerciales Norte-Sur
- Capítulo IV La cooperación regional y la integración comercial entre países en desarrollo
- Capítulo V La cooperación financiera y monetaria en el ámbito regional  
Anexo 1: Comunidad del África Meridional para el Desarrollo  
Anexo 2: Consejo de Cooperación del Golfo
- Capítulo VI Cooperación regional en materia de logística comercial, energía y política industrial

\* \* \* \* \*

**Trade and Development Report, 1981–2011**

*Three Decades of Thinking Development*

United Nations publication, sales no. E.12.II.D.5

ISBN 978-92-1-112845-1

**Part One** Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development

1. Introduction
2. Interdependence
3. Macroeconomics and finance
4. Global economic governance
5. Development strategies: assessments and recommendations
6. Outlook

**Part Two** Panel Discussion on “Thinking Development: Three Decades of the *Trade and Development Report*”

Opening statement

by Anthony Mothae Maruping

Origins and evolving ideas of the *TDR*

Introductory remarks by Richard Kozul-Wright

Statement by Rubens Ricupero

Statement by Yilmaz Akyüz

The *TDR* approach to development strategies

Introductory remarks by Taffere Tesfachew

Statement by Jayati Ghosh

Statement by Rolph van der Hoeven

Statement by Faizel Ismail

The macroeconomic reasoning in the *TDR*

Introductory remarks by Charles Gore

Statement by Anthony P. Thirlwall

Statement by Carlos Fortin

Statement by Heiner Flassbeck

Evolving issues in international economic governance

Introductory remarks by Andrew Cornford

Statement by Jomo Kwame Sundaram

Statement by Arturo O’Connell

The way forward

Closing remarks by Alfredo Calcagno

Summary of the debate

\* \* \* \* \*

## **Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis**

*Volume I: Making the Case for Policy Space*

Edited by Alfredo Calcagno, Sebastian Dullien, Alejandro Márquez-Velázquez, Nicolas Maystre and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.15.II.D.9  
ISBN 978-92-1-112894-9

### *Introduction*

Alfredo Calcagno

*Rethinking Development Strategies after the Global Financial Crisis*

Jan Priewe

*Seven Strategies for Development in Comparison*

Eric Helleiner

*Restoring the Development Dimension of Bretton Woods*

Veerayooth Kanchoochat

*The Middle-Income Trap and East Asian Miracle Lessons*

Robert H. Wade

*The Role of Industrial Policy in Developing Countries*

Roberto Frenkel and Martín Rapetti

*The Real Exchange Rate as a Target of Macroeconomic Policy*

Rachel Denae Thrasher and Kevin P. Gallagher

*Defending Development Sovereignty: The Case for Industrial Policy and Financial Regulation in the Trading Regime*

## **The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries**

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte, Alejandro Márquez and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.11.II.D.11  
ISBN 978-92-1-112818-5

### *Introduction*

### **The Crisis – Transmission, Impact and Special Features**

Jan Priewe

*What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis*

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra

*The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis*

Jörg Mayer

*The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility*

Sebastian Dullien

*Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil*

### **The Crisis – Country and Regional Studies**

Laike Yang and Cornelius Huizenga

*China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses*

Abhijit Sen Gupta

*Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India*

André Nassif

*Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses*

Patrick N. Osakwe

*Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities*

**Looking Forward – Policy Agenda**

Alejandro Márquez

*The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment*

Ricardo Ffrench-Davis

*Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches*

Jürgen Zattler

*A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System*

Detlef J. Kotte

*The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance*

\* \* \* \* \*

**The Global Economic Crisis:  
Systemic Failures and Multilateral Remedies**

United Nations publication, sales no. E.09.II.D.4

ISBN 978-92-1-112765-2

*Report by the UNCTAD Secretariat Task Force  
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

- Chapter I A crisis foretold
- Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today
- Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading
- Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation
- Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

\* \* \* \* \*

Estas publicaciones pueden obtenerse en librerías y distribuidores de todo el mundo. Consulte a su librero o póngase en contacto con la United Publications Sales and Marketing Office, 300 E 42nd Street, 9th Floor, IN-919J, Nueva York, NY 10017, Estados Unidos de América, tel.: +1-212-963.8302, fax: +1-212-963.3489, correo electrónico: publications@un.org. Internet: <https://unp.un.org>.

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:  
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

\* \* \* \* \*

**Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

\* \* \* \* \*

**UNCTAD Discussion Papers**

No. 222	July 2015	Ulrich Hoffmann	Can green growth really work and what are the true (socio-) economics of climate change?
No. 221	May 2015	Eric Helleiner	International policy coordination for development: The forgotten legacy of Bretton Woods
No. 220	May 2015	Martin Falk and Eva Hagsten	E-commerce trends and impacts across Europe
No. 219	March 2015	Piergiuseppe Fortunato, Carlos Razo and Kasper Vrolijk	Operationalizing the product space: A road map to export diversification
No. 218	Dec. 2014	Daniel Poon	China's development trajectory: A strategic opening for industrial policy in the South
No. 217	Nov. 2014	Yılmaz Akyüz	Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies
No. 216	April 2014	Andrew Cornford	Macprudential regulation: Potential implications for rules for cross-border banking
No. 215	March 2014	Stephany Griffith-Jones	A BRICS development bank: A dream coming true?
No. 214	Dec. 2013	Jörg Mayer	Towards more balanced growth strategies in developing countries: Issues related to market size, trade balances and purchasing power
No. 213	Nov. 2013	Shigehisa Kasahara	The Asian developmental State and the Flying Geese paradigm
No. 212	Nov. 2013	Vladimir Filimonov, David Bicchetti, Nicolas Maystre and Didier Sornette	Quantification of the high level of endogeneity and of structural regime shifts in commodity markets
No. 211	Oct. 2013	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	Structural change and economic development: Is Brazil catching up or falling behind?
No. 210	Dec. 2012	Giovanni Andrea Cornia and Bruno Martorano	Development policies and income inequality in selected developing regions, 1980–2010
No. 209	Nov. 2012	Alessandro Missale and Emanuele Bacchiocchi	Multilateral indexed loans and debt sustainability
No. 208	Oct. 2012	David Bicchetti and Nicolas Maystre	The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: Evidence from high frequency data
No. 207	July 2012	Amelia U. Santos-Paulino	Trade, income distribution and poverty in developing countries: A survey
No. 206	Dec. 2011	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	The long-term “optimal” real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: The case of Brazil
No. 205	Dec. 2011	Ulrich Hoffmann	Some reflections on climate change, green growth illusions and development space
No. 204	Oct. 2011	Peter Bofinger	The scope for foreign exchange market interventions
No. 203	Sep. 2011	Javier Lindenboim, Damián Kennedy and Juan M. Graña	Share of labour compensation and aggregate demand discussions towards a growth strategy
No. 202	June 2011	Pilar Fajarnes	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich Hoffmann	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg Mayer	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment

\* \* \* \* \*

Los *UNCTAD Discussion Papers* pueden consultarse en el sitio <http://unctad.org>. Pueden solicitarse ejemplares de los Discussion Papers Series al Auxiliar de Publicaciones, Subdivisión de Políticas Macroeconómicas y de Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza; correo electrónico: [gdsinfo@unctad.org](mailto:gdsinfo@unctad.org).





## CUESTIONARIO

### Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2015

Para poder aumentar la calidad y la utilidad del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, la secretaría de la UNCTAD desearía recibir sus opiniones sobre esta publicación. Sírvase rellenar este formulario y devolverlo a la dirección que figura a continuación:

Encuesta a los lectores  
División de Globalización y Estrategias de Desarrollo  
UNCTAD  
Palais des Nations, oficina E.10009  
CH-1211 Genève 10, Suiza  
Fax: (+41) (0)22 917 0274  
Correo electrónico: tdr@unctad.org

Le agradecemos muchísimo su amable cooperación.

- | 1. ¿Cómo calificaría usted esta publicación? | Excelente                | Buena                    | Regular                  | Mala                     |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| En general                                   | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Utilidad de los temas tratados               | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Calidad analítica                            | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Conclusiones                                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Presentación                                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

2. ¿Cuáles considera que son los puntos fuertes de esta publicación?

---

---

---

3. ¿Cuáles considera que son los puntos débiles de esta publicación?

---

---

---

4. ¿Con qué fines principales utiliza usted esta publicación?

Análisis e investigación	<input type="checkbox"/>	Educación y formación	<input type="checkbox"/>
Formulación de políticas y gestión	<input type="checkbox"/>	Otros ( <i>especifique</i> ) _____	

5. Indique lo que mejor describa su esfera de trabajo

Gobierno	<input type="checkbox"/>	Empresa pública	<input type="checkbox"/>
Organización no gubernamental	<input type="checkbox"/>	Institución académica o de investigación	<input type="checkbox"/>
Organización Internacional	<input type="checkbox"/>	Medios de información	<input type="checkbox"/>
Institución empresarial privada	<input type="checkbox"/>	Otros ( <i>especifique</i> ) _____	

6. Nombre y dirección de la persona que contesta al formulario (*optativo*):

---

---

---

7. ¿Desea agregar alguna observación?

---

---

---



