

***La deuda externa en América Latina,
veinte años después: una nueva media “década perdida”***

MIGUEL CARRERA TROYANO*

INTRODUCCIÓN

A veinte años del estallido de la crisis de la deuda en América Latina (el 12 de agosto de 2002), este trabajo revisa en una perspectiva comparada la situación de endeudamiento actual de la región. La crisis de 1982 trajo consigo una “década perdida” en términos de crecimiento de la renta per cápita y dio lugar a un vuelco de las políticas económicas que se venían desarrollando en la región, desde una política proteccionista y un desarrollo guiado por el Estado hacia los planteamientos del llamado *Consenso de Washington*. La comparación de la situación de endeudamiento permitirá desvelar importantes similitudes entre los dos períodos, que se hacen aún mayores cuando se estudia el papel del endeudamiento como factor de vulnerabilidad de las economías latinoamericanas y una de las claves explicativas de la nueva media “década perdida” que ha vivido la región entre 1997 y 2002.

Manuscrito recibido en julio de 2002, aceptado en septiembre de 2003.

* Universidad de Salamanca; <mcarrera@usal.es>. El autor agradece los comentarios de dos dictaminadores anónimos.

En el primer apartado se analiza la situación del endeudamiento actual, que, si se atiende a su proporción respecto al producto interno bruto (PIB) no es muy distinta a la de 1982, señalando cuales son las principales diferencias.

En el segundo, se aborda la crisis argentina como ilustración de los riesgos del elevado endeudamiento, al condicionar las políticas económicas, debido a la necesidad de generar confianza en los acreedores, y actuar como factor de vulnerabilidad ante las crisis financieras que se han sucedido en los países emergentes a lo largo de los años noventa.

En el tercer apartado se abordan algunos de los principales retos que enfrenta la financiación exterior de América Latina desde la perspectiva de existencia de asimetrías en la globalización financiera de países desarrollados y países en desarrollo y se explican las políticas que se están proponiendo para evitar la inestabilidad del crecimiento.

Finalmente, las conclusiones resaltan los riesgos a los que se enfrenta la región debido a su elevado endeudamiento y la necesidad de aplicar políticas que disminuyan su vulnerabilidad.

EL ENDEUDAMIENTO EN AMÉRICA LATINA 20 AÑOS DESPUÉS DE LA CRISIS DE LA DEUDA

El año 1982 ha quedado marcado de manera indeleble en la historia latinoamericana. Será en adelante el año de la “crisis de la deuda”, que se desencadenó cuando México, primero, y después el resto de América Latina no lograron hacer frente a sus compromisos externos, porque los pagos por intereses de su deuda y las devoluciones del principal de los préstamos no pudieron satisfacerse con dólares provenientes de sus exportaciones, nuevos préstamos o inversiones directas o sus reservas. Fue éste un episodio dramático que, por una parte, trajo consigo toda una “década perdida” en la que la región no sólo no consiguió mejoras de la renta per cápita, sino que los niveles de vida de 1990 eran inferiores a los de 1980 y, por otro, será recordado como el momento que marca la transición desde las políticas proteccionistas y de desarrollo guiado por el Estado del período de “sustitución de importaciones” hasta la aplicación de las políticas del *Consenso de Washington*.

Por razones de espacio, no puede detallarse en estas páginas la evolución y la explicación de aquellos acontecimientos. Para ello se remite al lector interesado a los trabajos de Griffith-Jones y Sunkel (1986), Sebastián (1988), Corbridge (1993), Devlin y Ffrench-Davis (1994), Cline (1995), Ffrench-Davis (1999) o Bulmer-Thomas (1998), que, desde distintas perspectivas, han analizado lo sucedido. No obstante, se abordarán aquí brevemente los dos puntos señalados más arriba que justifican la importancia del año 1982 como punto de comparación: la magnitud del coste del ajuste derivado de la crisis de la deuda que ha llevado a acuñar la expresión “década perdida” para referirse a los años ochenta y el cambio de las políticas económicas, con el abandono por parte del Estado del rol principal que venía desempeñando y la privatización de empresas públicas y la liberalización de los mercados de bienes y servicios y de capital.

En efecto, para resolver la crisis, que puso en riesgo la estabilidad del sistema bancario internacional, se obligó a la región a realizar un “ajuste asimétrico”, en palabras de Devlin y Ffrench-Davis (1994), ya que a lo largo de la década de los ochenta la mayor parte de la carga del ajuste recayó sobre los deudores, sin que los acreedores aceptaran hasta 1989 ningún descuento en la devolución de sus préstamos, a pesar de que las deudas cotizaban muy por debajo de la par en el mercado secundario y de que el comportamiento de los bancos había sido manifiestamente imprudente.¹ De esta manera, el coste del ajuste, tanto interno como externo, que asumieron las economías latinoamericanas es evidente, tanto en términos de crecimiento, como en los indicadores sociales. En relación al crecimiento se observa que el PIB de América Latina, como conjunto, creció solo 1.1% anual durante la década de los ochenta. Teniendo en cuenta que la población crecía 2% en promedio, el PIB per cápita descen-

¹ Kindleberger (2000) no duda en situar el comportamiento de los bancos en los años anteriores a la crisis dentro de las “manías especulativas” que jalonan la historia de las crisis financieras, pp. 34-35. El trabajo de Kindleberger permite contextualizar la crisis latinoamericana de 1982 en el esquema general de crisis financieras propuesto por Minsky: con una fase inicial de expansión monetaria, euforia y manía especulativas, seguida por un deterioro de los balances de los agentes, donde un acontecimiento (por ejemplo, un fraude o una quiebra) actúa como revulsivo que desata un período de pánico que genera una crisis.

dió 0.9% anual (CEPAL, 2002a). Es decir, la renta per cápita al final de la década era sólo 91% de la existente al final de la década precedente, lo que significa que un latinoamericano medio vivía peor al final de 1990 que diez años antes y, por ello, se habla con toda propiedad de una “década perdida” en términos de desarrollo.² Bastan sólo unos datos sobre la evolución de la pobreza en América Latina para dar una idea de la magnitud del coste del ajuste. Utilizando una canasta alimentaria básica como línea de indigencia³ (es decir, un nivel de renta tan limitado que las personas que están por debajo de ese ingreso no alcanzan a satisfacer las necesidades nutricionales básicas) los cálculos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2001) indican que los indigentes pasaron de 62.4 millones de individuos en 1980 (18.6% de la población) a 93.4 en 1990 (22.5%), 30 millones más de indigentes en 10 años.

Respecto al segundo punto, debe recordarse que los bancos acreedores actuaron como un bloque en las negociaciones, apoyados por los gobiernos de los países desarrollados.⁴ Al ser soberana una buena parte de la deuda, es decir emitida o respaldada por un Estado soberano, los bancos no podían imponer políticas económicas que incrementaran la capacidad de pago en los países deudores. Para ello contaron en las negociaciones con la ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI) que tiene encomendada la ayuda en la resolución de problemas de balanza de pagos, prestando de manera condicionada al cambio de políticas económicas que hagan posible el equilibrio de las cuentas exteriores de las economías y la devolución de los préstamos. De esta manera las presiones de los acreedores y de las instituciones financieras internacionales, presentes desde el primer momento en la negociación de la suspensión de

² Sólo dos países en todo la región consiguieron evitar este retroceso: Colombia, que se había endeudado menos, y Chile, donde la recuperación y la vuelta de capitales extranjeros fue más rápida. Una exposición de las diferencias de los procesos de ajuste en los países de América Latina puede encontrarse en Thorp y Whitehead (1987).

³ Una medida que utiliza la CEPAL y que arroja resultados similares a la línea del “dólar diario” utilizada por el Banco Mundial para aproximar la extrema pobreza.

⁴ A diferencia de lo sucedido en otras crisis de deuda anteriores, véase Díaz Alejandro (1987) o Marichal (1988).

pagos de México, pero también y de manera cada vez más explícita en las negociaciones de los planes Baker y Brady, condujeron, con la cooperación más o menos convencida de los gobiernos de la región, a una nueva agenda de políticas económicas. Este conjunto de políticas fue lo que Williamson llamó el *Consenso de Washington*, cuyo diagnóstico sobre la crisis latinoamericana de los ochenta estaba basado en un excesivo crecimiento del Estado —traducido en proteccionismo, exceso de regulación y empresas estatales ineficientes— y en el populismo económico, definido por la incapacidad para controlar el déficit público.⁵ A partir de este diagnóstico se proponía un decálogo de medidas liberalizadoras que debían dar más protagonismo al mercado en la asignación de los recursos y que han marcado la agenda de política económica en América Latina y el mundo en desarrollo en la década de los noventa.

A continuación se procederá a realizar un análisis comparativo de la situación de endeudamiento en 1982 y en la actualidad que, no obstante, debe comenzar con una cautela referida a los datos. Resulta sorprendente comprobar como, en sucesivas ediciones de datos de deuda, los organismos internacionales revisan continuamente las cifras de los años anteriores, aun de los años ochenta ya muy alejados en el tiempo.⁶ Además, distintos organismos facilitan datos no coincidentes y, de igual modo, se observa que los ratios fluctúan mucho de un año a otro.

Salvada esta cautela, en el cuadro adjunto se puede observar que los indicadores de endeudamiento reflejan una situación en América Latina

⁵ Existe un diagnóstico complementario y alternativo, el de la “crisis fiscal”, que atribuye la “década perdida” de los ochenta a la pérdida de la capacidad del Estado para ahorrar e invertir. De acuerdo con este enfoque, el equilibrio de las cuentas públicas se consiguió a través de la disminución de la inversión, frente a la alternativa de disminuir gastos corrientes y aumentar los impuestos, que hubiera mantenido la capacidad del Estado para estimular el desarrollo, véase Bresser Pereira (1991). La limitada capacidad recaudatoria del estado es una de las características de los sistemas fiscales latinoamericanos y explica en buena medida su reducido margen para hacer política anticíclica y para mejorar la distribución de la renta y luchar contra la pobreza. En la CEPAL (1998) se defiende la necesidad de un Pacto Fiscal en América Latina que permita al Estado afrontar estas tareas.

⁶ Véase Raffer (1996).

que no es mucho mejor que la existente en el momento en el que estalla la crisis (cuadro 1). De hecho, el porcentaje de la deuda con respecto al PIB (43.3%) superaba ligeramente en 2001 los valores de 1982 (42.2%) y también lo hacía la deuda medida en términos reales, que ha pasado de 500 mil millones de dólares a más de 700 mil millones en 2001 (a precios de 2001). Donde sí se aprecia mejoría es en la capacidad de generación de divisas para el pago del servicio de la deuda externa a través de la exportación, ya que el ratio de la deuda con respecto a las exportaciones es hoy (167.0%) la mitad del valor de 1982 (330.6%), debido al proceso de liberalización comercial que ha experimentado la economía de la región en los años ochenta y noventa.

CUADRO 1

Indicadores de deuda externa, América Latina*, 1980-2001

(porcentajes y miles de millones de dólares)

	1980	1982	1990	2000	2001
DET/XBS %	248.6	330.6	278.6	223.6	167.0
DET/PNB%	32.7	42.2	41.4	41.0	43.3
SDT/XBS %	36.3	46.7	24.6	38.7	33.3
Deuda (corr.)	235.9	323.6	428.3	717.6	702.4
Deuda (cons. a precios de 2001)	502.0	579.5	566.5	726.9	702.4

* Datos de 18 países (todos los de América Latina excepto Cuba y Panamá).

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Mundial, *World Development Indicators*, cd-rom 1999 y *Global Development Finance 2002*; Summary tables y CEPAL (2002a). El Banco Mundial ha modificado el formato del Apéndice Estadístico del informe *Global Development Finance* en 2003, reduciendo el volumen de información ofrecida y limitando su alcance hasta 2001. Para mantener la homogeneidad de los datos se ha optado por mantener esta serie y no introducir datos de 2002 que, forzosamente, debían tener otra base.

En la proporción que supone el servicio de la deuda (intereses efectivamente pagados y beneficios repatriados más devoluciones del principal) sobre las exportaciones, se observa que también es mejor la proporción correspondiente a 2001 (33.3 frente a 46.7% en 1982). Sin embargo, al recoger los intereses efectivamente pagados y no los devengados, este ratio no da cuenta de toda la carga que el servicio de la deuda supone sobre las economías de estos países, por lo que sus variaciones deben ser interpretadas con cautela.

Cuando se profundiza en los datos agregados, se observan grandes diferencias en el nivel de endeudamiento de los países de América Latina. Así, en el anexo 1 se clasifican estos países en función de su endeudamiento, medido por el ratio que resulta de dividir la deuda tanto por el PIB, como por las exportaciones de bienes y servicios (utilizando intervalos habituales en los estudios sobre endeudamiento del Banco Mundial) y se ponen de manifiesto grandes variaciones entre países. Así, Nicaragua y Ecuador aparecen como los países más endeudados de acuerdo con ambos indicadores, mientras que la República Dominicana, Guatemala, El Salvador, México, Costa Rica, Venezuela y Paraguay son los menos endeudados. Los intervalos fijados por el Banco Mundial no siempre coinciden y se observa que hay países muy endeudados en términos del ratio deuda sobre exportaciones que, sin embargo, están dentro del grupo de los menos endeudados según el ratio deuda sobre PIB, como Brasil y Haití.

Más allá de estos matices sobre las diferencias entre países dentro de la región, que van a dar lugar a una importante disimilitud en la vulnerabilidad de los países, cabe preguntarse si, dado que el nivel de endeudamiento de la región es similar al existente en 1982, las perspectivas de la región son sustancialmente diferentes a las de la década de los ochenta.

Hasta fechas recientes, los organismos internacionales valoraban positivamente el desarrollo de la región durante la década de los noventa ya que, aunque el crecimiento había tenido altibajos en 1995, 1999 y 2001, la región había obtenido tasas de crecimiento del PIB per cápita positivas, a diferencia de lo ocurrido en los años ochenta. Sin embargo, en diciembre de 2002, la CEPAL en su *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2002*, comenzó a utilizar la expresión “media década perdida”, que remite de manera directa a la “década perdida” de los ochenta, para referirse a los resultados económicos recientes de la región, ya que los crecimientos de 1998 y 2000 estaban más que compensados por las caídas del producto per cápita en 1999, 2001 y 2002 (véase cuadro 2). Las tasas de desocupación alcanzan máximos históricos y las condiciones sociales se deterioran.

A continuación, se procederá a comparar la situación de endeudamiento de la región entre 1982 y 2002, destacando cinco ámbitos donde se encuentran las principales similitudes y diferencias.

Si se analiza, en primer lugar, *el acceso de la región a la financiación externa* se observa que hasta 1998 se consiguió que la transferencia neta de recursos fuera positiva (anexo 2). A diferencia de lo ocurrido en los años ochenta, durante la década de los noventa la región fue capaz de captar ingresos netos de capitales, que entre 1993 y 1999 van a alcanzar una media de más de 65 000 millones de dólares anuales, lo que va a permitir una entrada neta de recursos (descontando los pagos de utilidades e intereses) de más de 20 000 millones de dólares anuales. Esta nueva entrada neta de recursos tuvo lugar en un entorno de fuertes cambios en los sistemas financieros de los países desarrollados que van a experimentar procesos de concentración, desintermediación (con un papel creciente de los inversores institucionales y de las agencias de *rating*) y desarrollo de instrumentos de diversificación de riesgo.⁷

No obstante, a partir de 1999, se aprecia una ralentización de las entradas netas y un aumento de los pagos por el servicio de la deuda hasta llegar a valores negativos aunque de poca entidad entre 1999 y 2001 que, sin embargo, en 2002, con el desplome de los ingresos netos, han llegado a los 39 000 millones de dólares. Al igual que en la década de los ochenta, esta transferencia neta de recursos al exterior aparece asociada con crecimientos negativos de la renta per cápita. El análisis de los datos por países revela que, no obstante, no existe una relación robusta entre transferencia neta de recursos negativa y caída de la renta per cápita (véase cuadro 2). Aunque los países cuya renta cayó más están entre los que transfirieron más recursos al exterior, como Venezuela, Argentina, Ecuador y Colombia, algunos de los más exitosos, como la República Dominicana, Costa Rica o Chile, experimentaron también salidas netas. De igual modo, aunque entre los países que reciben mayores recursos están algunos que crecieron, como México, Nicaragua y, en menor medida, Haití y Brasil, la entrada neta de recursos no garantiza el crecimiento, como se desprende del caso de Paraguay y Uruguay que experimentaron severas caídas de la renta.

Un segundo ámbito de comparación se refiere a la *composición de los flujos financieros* donde la inversión directa ha desempeñado un papel

⁷ Véase, por ejemplo, CEPAL (2002b), pp. 58-61.

CUADRO 2

Crecimiento del PIB per cápita y transferencia neta de recursos al exterior, 1998-2002

	Crecimiento del PIB per cápita (porcentajes)				Índice 1997=100		Transferencia neta de recursos externos (millones de dólares corrientes)				(dólares 2002)	
	1998	1999	2000	2001	2002	1997=100	1998	1999	2000	2001	2002	Total 98-02
	1998	1999	2000	2001	2002	1997=100	1998	1999	2000	2001	2002	98-02
América Latina	0.6	-1.1	2.2	-1.2	-1.9	98.6	28 055	-3 163	-169	-4 572	-39 104	-16 294
Argentina	2.5	-4.6	-2.0	-5.6	-12.1	79.5	10 653	5 768	1 055	-15 749	-19 780	-16 799
Bolivia	2.6	-2.0	0.1	-0.9	-0.2	99.5	638	324	182	49	98	1 394
Brasil	-1.2	-0.3	2.6	0.2	0.2	101.5	7 291	-1 250	4 522	6 776	-9 956	8 425
Chile	1.9	-2.0	3.1	1.6	0.6	105.2	-39	-2 575	-1 386	-2 112	-1 319	-7 745
Colombia	-1.1	-5.6	0.4	-0.4	-0.1	93.3	2 070	-2 343	-2 069	6	-689	-3 070
Costa Rica	5.6	5.4	-0.1	-1.2	0.7	110.6	-97	-660	-698	-43	568	-1 022
Cuba	0.8	6.4	4.9	2.1	1.1	116.1						
Ecuador	-0.9	-9.7	0.4	4.1	1.6	95.0	468	-2 717	-2 019	-670	568	-4 631
El Salvador	1.6	1.3	0.1	0.0	0.4	103.4	231	165	132	-267	-134	164
Guatemala	2.4	1.1	0.7	-0.3	-0.7	103.2	1 100	709	1 494	1 622	876	6 076
Haití	1.0	1.1	0.1	-2.5	-3.3	96.4	7	81	5	95	-12	186
Honduras	0.5	-4.1	2.1	0.1	-0.6	97.9	150	551	225	328	443	1 773
México	3.3	2.1	5.2	-1.9	-0.3	108.5	4 945	1 661	6 157	11 498	6 300	31 760
Nicaragua	1.4	4.6	3.6	0.3	-2.1	107.9	604	1 051	699	613	622	3 780
Panamá	2.9	1.9	1.0	-1.1	-1.1	103.6	402	640	-7	88	-418	800
Paraguay	-3.2	-2.6	-3.1	-0.1	-5.4	86.3	189	287	25	147	-85	610
Perú	-2.2	-0.8	1.4	-1.4	2.9	99.8	1 140	-502	-73	340	738	1 732
Rep. Dominicana	5.6	6.0	5.5	1.0	2.3	122.0	-453	-352	-84	181	-824	-1 607
Uruguay	3.6	-4.1	-2.6	-4.1	-11.1	82.5	798	482	673	695	-2 627	189
Venezuela	-1.3	-7.7	1.8	1.0	-8.7	85.5	-2 042	-4 484	-9 001	-8 170	-13 472	-38 311

Fuente: Elaboración propia a partir de CEPAL (2002d). Los dólares de 2002 han sido deflacionados con el Consumer Price Index del Bureau de Labor Statistics del Gobierno de Estados Unidos.

fundamental en las entradas de capital en América Latina en los años noventa, mientras que su presencia fue testimonial en los ochenta.⁸ Su mayor estabilidad ha permitido que los ingresos netos de capitales hayan seguido siendo positivos en los últimos años, aunque la aportación del resto de capitales haya sido negativa desde 1999.

Las colocaciones de bonos han sido la otra fuente principal de financiación internacional en los años noventa, posibilidad que se abrió después del Plan Brady.⁹ Si en 1990 se colocaron apenas 3 mil millones de dólares en bonos, a un plazo de tres o cuatro años, en 1997 se alcanzó la cifra de 54 mil millones, con un plazo de 15 años, lo cual da una idea del acceso que tuvieron los países de la región a este mercado.

Este desplazamiento de los flujos de capital hacia la inversión directa y los bonos ha sido evaluado generalmente de una manera positiva, ya que se considera que la inversión directa trae aparejada tecnología, capacidades de gestión y acceso a los mercados, además de ser más estable que otros tipos de financiación, al no ser fácil deshacer inversiones en plazos cortos. Esta estabilidad se ha puesto de manifiesto durante las turbulencias de los últimos años. Así, por ejemplo, en 1999 y tras la devaluación de Brasil disminuyeron las entradas netas de capital a América Latina, mientras que la inversión directa aumentó hasta aportar casi la totalidad de los flujos netos.

Hausmann y Fernández-Arias (2000) han propuesto una ingeniosa analogía entre el colesterol y las entradas de capital, señalando que hay dos tipos de colesterol, el bueno y el malo, y que en la literatura parece desprenderse también una división de este tipo en las entradas de capital,

⁸ Debe señalarse, no obstante, que existen diferencias sustanciales entre la primera y la segunda mitad de la década, pues en la primera se aprecia que el papel protagonista lo tienen todavía los mercados de capitales, ya que, entre inversiones en cartera, bonos y préstamos bancarios van a suponer casi 40% de las inversiones en los países en desarrollo. Este papel destacado de los mercados de capitales se hizo especialmente evidente en la crisis mexicana de 1995, donde las inversiones en cartera supusieron 67% de las entradas de capital entre 1991 y 1993, mientras que en 1994 fueron los bonos de corto plazo (Tesobonos) los protagonistas. Véase Gurría (1995), Held y Szalachman (1998) y Griffith-Jones (2001).

⁹ Véase el trabajo de Bustillo y Velloso (2000).

siendo la deuda bancaria, sobre todo la de corto plazo, el colesterol malo, y la inversión directa, el colesterol bueno. Desde esta perspectiva, y al igual que ciertas grasas (por ejemplo, el aceite de oliva) tienen características que las hacen especialmente beneficiosas, podría juzgarse muy positivamente el acceso de América Latina a los mercados internacionales de capital en los años noventa, en el que la inversión directa ha tenido una importancia fundamental.

Para matizar esta visión optimista, debería señalarse, en primer lugar, que la preponderancia de la inversión directa no debe interpretarse como un síntoma de buena salud del sistema financiero de los países latinoamericanos. En efecto, siguiendo a Hausmann y Fernández-Arias (2000) puede afirmarse que la inversión directa es una forma de expansión a la que pueden acudir las empresas multinacionales cuando tienen problemas para financiar su inversión en el propio mercado de destino —ya sea a través de deuda o de emisiones de acciones—,¹⁰ por la escasa profundidad del mercado financiero o por la dificultad para financiarse a largo plazo en moneda local.¹¹

También ofrece dudas la sostenibilidad del flujo de inversión directa, que ha venido disminuyendo desde los 80 000 millones de dólares de 1999 a 40 000 en 2002, principalmente en Argentina y Brasil, tanto por la desaceleración de la actividad económica mundial, como por el incremento de la incertidumbre imperante en los mercados internacionales y también por el agotamiento de las operaciones de privatización en la región.¹²

De la misma forma, también ha caído la capacidad de la región para colocar bonos en el mercado internacional desde los más de 50 000

¹⁰ Véanse, en Hausmann y Fernández-Arias (2000), p. 14, diversos ejemplos de inversiones directas con efectos muy dispares sobre las economías receptoras.

¹¹ Esta incapacidad para financiarse a largo plazo en moneda local obliga a los países en desarrollo a una financiación en dólares (que genera riesgos tanto por el tipo de cambio como por los diferentes plazos de inversiones y créditos). Hausmann ha denominado a esta característica de los países en desarrollo el “pecado original” que tiene importantes consecuencias sobre la fragilidad financiera de estos países, véase Fernández-Arias y Hausmann (2000), p. 17.

¹² Véase, por ejemplo, CEPAL (2002c), p. 19 y CEPAL (2003b), p. 26.

millones colocados en 1997 a poco más de 15 000 en 2002. Además, una característica relevante de la evolución de este mercado ha sido su volatilidad. En efecto, las condiciones en la emisión de bonos (plazo y diferencial respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos) e incluso la capacidad para colocarlos, ha estado condicionada por las crisis que han vivido las economías en desarrollo. Así, durante las crisis mexicana (1995), asiática (1997), rusa (1998) o brasileña (1999) se observan aumentos de los diferenciales, que pasan de 400 puntos básicos antes de la crisis asiática a los 900 puntos en diciembre de 2002. De igual modo, el plazo se recorta desde los 15 años a los ocho en el mismo período.

Las razones de los cambios en los diferenciales están sujetas a un amplio debate entre los que consideran que la evolución está ligada a la de los “fundamentos macroeconómicos” de los países y los que creen que se explican por cambios externos, como los de la aversión al riesgo de los inversores (*investor sentiment, appetite for risk*) y las tasas de interés en Estados Unidos.¹³ La evidencia parece sugerir que existen fenómenos de contagio financiero que no están relacionados con cambios en los fundamentos macroeconómicos, sino con cambios en la situación de los inversores. Aparte de comportamientos de “manada”, motivados por el deseo de los agentes que operan en el mercado de no quedar atrapados en pérdidas no compartidas, parece haber razones objetivas que obligan a los inversores, que a menudo actúan con apalancamiento, a deshacer posiciones para cubrir pérdidas en inversiones fallidas en otros mercados de alto riesgo. También tienen un efecto determinante el aumento de la aversión al riesgo motivada por la caída en la riqueza de los inversores, la pérdida de confianza en el sistema derivada de los escándalos financieros ocurridos en Estados Unidos (EU) y la mayor incertidumbre sobre el crecimiento futuro de la economía mundial. Esto se traduce en un aumento de los diferenciales que los bancos cobran por sus préstamos a los inversores que operan con apalancamiento en mercados de riesgo, reduciendo con ello las posibilidades de inversión. No obstante, los mercados son sensibles a los datos macroeconómicos de cada uno de los países y capaces de discriminar entre ellos, como parece desprenderse de lo sucedido tras la

¹³ Véanse los trabajos de Bustillo y Velloso (2000), pp. 25-26 y FMI (2000), pp. 67-68.

última crisis argentina que no alteró sustancialmente los diferenciales de Chile o México.¹⁴

Un tercer marco de comparación se refiere a la *situación macroeconómica* de los países de la región, que hoy es mucho más equilibrada que la existente cuando estalló la crisis de 1982. En efecto, en la actualidad la inflación media de la región ronda el 11%, el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos no llega a 3% y el déficit público, también en torno a 3%, tampoco arroja valores que recuerden, ni pálidamente, los alcanzados en México en 1982. Las políticas de tipo de cambio han ido transitando en la mayoría de los países desde el uso de tipos de cambio fijos como “ancla” contra la inflación hacia tipos de cambio flotantes.¹⁵ La sobrevaloración de las monedas provocada por los tipos de cambio inflexibles está en la base de la explicación de las crisis mexicana de 1994 y brasileña de 1999, así como en el proceso de pérdida de competitividad y colapso de la economía argentina que se analizará en el siguiente apartado. Los tipos de cambio flotantes permiten una mayor capacidad de adaptación a las economías frente a los choques comerciales y financieros externos.

Un cuarto ámbito de comparación es el de la *apertura de la economía*, principalmente, en su capacidad para generar divisas a través de la exportación. Este proceso de apertura ha conseguido que los pagos netos de utilidades e intereses de la deuda hayan pasado de 37% de las exportaciones en 1982 a 13.4% en 2002. En efecto, América Latina ha conseguido cuadruplicar sus exportaciones en 20 años, con un aumento muy notable del coeficiente de exportaciones sobre el PIB, que ha pasado de un valor en torno a 10% al comienzo de los ochenta a 21% en 2001. No obstante, la apertura ha sido muy desigual entre países, ya que mientras que México y Chile han alcanzado un porcentaje de exportaciones sobre el PIB de 34 y 28 puntos, respectivamente, en Argentina y Brasil apenas

¹⁴ Véase Banco Mundial (2002), Box 2.4, p. 44; FMI (2002), p. 26 o FMI (2003b), p. 55.

¹⁵ Aunque la mayor parte de los países han optado por dejar flotar su moneda, Ecuador y El Salvador (además de Panamá) optaron por utilizar el dólar de Estados Unidos. Estos movimientos hacia soluciones extremas (flotación o dolarización) caracterizan la evolución de las políticas de tipo de cambio en los años noventa, véase Fischer (2001).

alcanza 12 y 13%, respectivamente. Además del desigual avance del proceso de apertura, para matizar el optimismo debe señalarse que una parte del crecimiento de las exportaciones se debe a la industria maquiladora que, aunque da empleo a más de un millón de personas sólo en México, es muy sensible a la situación de los mercados de destino, es intensiva en importaciones, presenta escasas relaciones con el resto de la economía y genera muy pocos ingresos impositivos para los gobiernos. Además, debe señalarse que los productos primarios siguen suponiendo una parte sustancial de las exportaciones de la región (41%) y están sujetos a variaciones de precios (como las experimentadas por el café o el petróleo) que dificultan la asignación de recursos.

Una quinta diferencia entre 1982 y la actualidad estriba en *los tipos de interés reales* en EU que en la actualidad están situados en valores por debajo de 1%, muy alejados de 6%, valor registrado en 1982. No obstante, el margen de los bonos de los llamados mercados emergentes y las tasas de interés de Estados Unidos evolucionaron durante la segunda mitad de los noventa en sentido opuesto, es decir, que la caída de los tipos de interés estuvo acompañada de incrementos de los márgenes provocados por el contagio financiero que compensaron las bajadas de los tipos de interés.¹⁶ Además, la reaparición de déficit fiscales en Estados Unidos con la administración Bush, que no parecen ser coyunturales ni pasajeros —véase, por ejemplo, Krugman (2002)— puede anunciar futuras subidas de los tipos de interés que dificulten la refinanciación de las deudas de los países de América Latina.

Este recuento de las diferencias en la situación de endeudamiento en América Latina entre 1982 y la actualidad ha permitido observar algunas diferencias que, no obstante, no impiden afirmar que el problema está lejos de estar resuelto, porque América Latina presenta un nivel de endeudamiento muy alto que está sobre la base de explicación de la nueva media “década perdida” que ha experimentado la región, al restringir los márgenes de política económica y limitar su capacidad para hacer frente a los episodios de inestabilidad comercial y financiera. En este sentido, se presenta en el siguiente apartado una interpretación de la crisis argentina

¹⁶ Véase Bustillo y Velloso (2002) y Banco Mundial (2003), p. 47.

en la que se destaca el papel del elevado endeudamiento. El último apartado discute algunos de los retos que enfrenta el financiamiento externo de la región, y con él, su desarrollo en los próximos años.

LA CRISIS ARGENTINA COMO ILUSTRACIÓN DE LOS RIESGOS DEL ENDEUDAMIENTO

El objetivo de este apartado es poner de manifiesto el papel que ha desempeñado el alto nivel de endeudamiento, al limitar aún más los márgenes de maniobra de la política económica, en el desencadenamiento de la crisis argentina.

En la raíz de la crisis argentina está la política de tipo de cambio seguida desde principios de los años noventa. En ese momento, y a partir de la Ley de Convertibilidad, se estableció una caja de conversión en la que se fijó la paridad (uno a uno) entre el nuevo peso y el dólar que se mantuvo vigente hasta la Navidad de 2001. Además, se adquirió el compromiso de no emitir moneda sin el respaldo de divisas que garantizaran su valor. El objetivo de dicha medida era que el tipo de cambio sirviera como “ancla” de precios en la lucha contra la inflación que había afectado a la economía argentina desde la década de los setenta y se había acelerado en los ochenta hasta una hiperinflación, que tuvo graves efectos sobre la inversión, el crecimiento y la distribución de la renta en el país.

Los resultados de la política fueron positivos en los primeros años, ya que se consiguió controlar la inflación,¹⁷ y la economía argentina fue una de las que más creció en América Latina durante la primera mitad de los años noventa. Además de la política de tipo de cambio, se implementaron procesos rápidos de privatización y liberalización de la economía que atrajeron importantes flujos de inversión directa. Con estos resultados, la Argentina fue considerada por los organismos financieros internacionales como un ejemplo para otros países en desarrollo de los resultados que se podían conseguir con las reformas.

¹⁷ Aunque el retraso en la obtención del control de precios dio lugar a una sobrevaloración del peso argentino, véase Perry y Servén (2002).

Sin embargo, esta política de tipo de cambio implicaba una pérdida de instrumentos de política económica que limitaban seriamente la capacidad del país de adaptarse a modificaciones del entorno internacional. Principalmente, se renunciaba al tipo de cambio como variable de ajuste, pero también a la política monetaria ya que, por una parte, la emisión de moneda estaba condicionada a las reservas del banco central, que disminuirían ante un problema de balanza de pagos impidiendo hacer una política monetaria expansiva anticíclica, si el problema de balanza de pagos generaba una recesión interna. Por otra parte, el tipo de interés en el mercado interno venía condicionado por el tipo de interés de Estados Unidos y por la prima de riesgo-país que fijaba un límite inferior al costo de los recursos internacionales que podían captar los bancos y, por tanto, a la financiación interna en moneda extranjera.¹⁸ Si la economía argentina hubiera estado estrechamente ligada a la norteamericana, dirigiéndole la mayor parte de su comercio, y su ciclo hubiera seguido muy de cerca al de Estados Unidos, esta pérdida de instrumentos no hubiera sido tan preocupante, porque una política económica adecuada para Estados Unidos lo hubiera sido también para Argentina.

La política fiscal, después de unos años de aparente mayor equilibrio en la primera presidencia de Menem (alcanzado en parte con ingresos extraordinarios generados por las privatizaciones), fue más laxa durante la segunda, con un déficit fiscal financiado con emisión de deuda, principalmente en dólares, que creció de manera importante durante estos años. Este comportamiento expansivo de la política fiscal durante años de crecimiento económico, claramente procíclica, va a limitar seriamente su capacidad para hacer frente a la crisis posterior.¹⁹

Otro de los instrumentos de política económica que perdió el gobierno argentino fue el de “prestamista de última instancia” que tiene particular

¹⁸ Frenkel (2001), p. 114, argumenta que la prima de riesgo-país implícita en la tasa de interés en dólares que ofrecen los títulos de deuda pública tiende a determinar el costo del capital para la economía en toda la región, ya que refleja el coste de oportunidad de la inversión directa, establece un piso para la captación de recursos internacionales de la empresas locales y, como se expone en el texto, marca un límite inferior del coste de captación internacional de los bancos.

¹⁹ Véase Mussa (2002), pp. 12-16.

importancia cuando se quiebra la confianza de los depositantes en los bancos y se producen comportamientos de “manada” de retirada de fondos. Como la capacidad de emisión de moneda del banco central argentino estaba limitada por sus reservas y en los momentos de crisis no podía captar recursos en el exterior, no pudo desempeñar esta función y cuando hubo una corrida de depósitos en 2001 tuvo que poner en marcha el llamado “corralito”, que limitaba la salida de depósitos de los bancos, pero agravó la desconfianza de los depositantes y la crisis económica debido a la caída de la oferta monetaria.

Esta pérdida de instrumentos no resultaba tan preocupante mientras se mantuvo una coyuntura internacional expansiva, aunque limitó la capacidad de la economía argentina de hacer frente al efecto “tequila” o contagio de la crisis mexicana de 1995. Sin embargo, cuando el dólar comenzó a apreciarse con respecto a las monedas de los socios comerciales de Argentina y, especialmente, a partir de las crisis rusa y brasileña, con la devaluación del real brasileño y el alza de los diferenciales en la captación de recursos externos para todos los países emergentes, a lo que se añade la caída de los precios de las exportaciones argentinas y el deterioro de la relación real de intercambio, se detectaron serios problemas de competitividad de los productos argentinos, tanto en el mercado nacional como en mercados internacionales. Ante la imposibilidad de una depreciación del tipo de cambio que restaurase la competitividad, sólo cabían ajustes reales, que implicaron menor producción y menor empleo.

En circunstancias normales, esta menor producción se traduciría en menores ingresos fiscales que darían lugar a un aumento transitorio del déficit público, ya que el Estado mantendría o aumentaría el gasto para minimizar el efecto de la recesión sobre la demanda y recuperar el crecimiento. Sin embargo, el Estado argentino, que ya arrastraba un importante déficit, no pudo desarrollar una política fiscal anticíclica.

Por un lado, el Fondo Monetario Internacional condicionó su ayuda en la financiación externa de la economía argentina al logro del equilibrio fiscal, lo cual implicaba reducciones del gasto público (por ejemplo, reducciones de salarios de empleados públicos) que tenían un efecto procíclico recesivo y, por tanto, llevaban a nuevas reducciones de la recaudación, que limitaban el efecto del recorte del gasto sobre el déficit

público. La actuación del FMI ha sido muy cuestionada en esta crisis, desde muy diversas posiciones. Autores tan poco sospechosos de heterodoxia como Jeffrey Sachs (2002) consideran que el Fondo Monetario Internacional recomendó recetas equivocadas a Argentina. En opinión de este autor el déficit público que exhibían las cuentas argentinas no era la causa de la crisis, sino un síntoma de la crisis de confianza y falta de demanda que vivía la economía.²⁰

Por otro, el coste de la financiación externa del déficit público va a aumentar mucho tras la crisis rusa en el verano de 1998, que provoca un “frenazo súbito” en el ingreso de capitales privados a la región,²¹ que da lugar a que la prima de riesgo-país pase de 500 a 1 000 puntos básicos. A partir de ese momento, Argentina se enfrenta a mayores dificultades para la colocación de bonos, que requieren tipos de interés más altos y plazos más cortos, y toma aún más importancia el manejo de la confianza de los inversores internacionales con la transmisión de señales que permitan reducir la prima de riesgo-país. Sin embargo, sin apenas instrumentos de política económica, el gobierno argentino no podrá transmitir las señales adecuadas, atrapado en un “círculo vicioso” en la que el FMI y los mercados esperan una reducción del déficit que sólo puede generar más recesión, que a su vez genera más déficit, que deteriora aún más los términos de la financiación externa de la economía.

En este sentido, es interesante señalar cómo el incremento del coste de la financiación colocó a Argentina en una trayectoria macroeconómica insostenible que sólo podía desembocar en el *default*. Es aquí donde se hacen evidentes los riesgos del endeudamiento que se señalaban al comienzo de este apartado. Argentina no sólo tenía que conseguir los recursos para financiar el déficit público, lo que hubiera sido más fácil, sino que necesitaba un acceso barato al mercado internacional para ir refinanciando la parte de la deuda de casi 150 mil millones de dólares que fuera venciendo. Un deterioro de las condiciones de financiación implica un aumento del coste y, seguidamente, un aumento del déficit público.

²⁰ En la misma línea de razonamiento, véanse Stiglitz (2002). Una valoración distinta de la actuación del Fondo puede encontrarse en Mussa (2002).

²¹ Véase Calvo *et al.* (2002).

La situación se vio agravada por otra característica de la economía argentina, compartida por Brasil, que es su escaso nivel de apertura aproximado por el peso de las exportaciones sobre el PIB, que se traduce en que su endeudamiento sea entre cuatro y cinco veces superior a sus exportaciones. Fanelli (2002) resalta esta asimetría entre baja apertura comercial y elevada apertura a los flujos de capital como uno de los factores explicativos de la inestabilidad y la crisis financiera del país. Esta limitada capacidad de conseguir divisas a través de la exportación da lugar a que el país sea aún más dependiente de la financiación externa de su deuda. En un país más abierto, como México, donde la deuda tiene un tamaño aproximadamente igual a las exportaciones sería más fácil conseguir de manera transitoria una reducción de importaciones que liberara las divisas para hacer frente a la deuda externa.

Esta dependencia de la financiación exterior da lugar a que se hable de la existencia de dos equilibrios y de “profecías que se autocumplen”.²² Una economía con alto nivel de endeudamiento puede encontrarse en un primer equilibrio con crecimiento y con la capacidad de hacer frente a sus compromisos externos. Un choque externo (como el desplome del Nasdaq que incrementa la aversión al riesgo de los inversores) puede disminuir la disposición de los inversores institucionales para adquirir los bonos de ese país emergente y generar dudas sobre la capacidad del país para atender a sus obligaciones con el exterior (“profecía”) que den lugar a un encarecimiento de la financiación de su deuda que implique la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos, dando lugar al cumplimiento de la “profecía” en un nuevo equilibrio de crisis.

En el caso argentino, la elevación de las primas de “riesgo-país” hizo imposible que Argentina siguiera sirviendo su deuda (*default*), en un paso más de agravamiento de la crisis que venía padeciendo. Después del *default*, Argentina se vio obligada a suspender la convertibilidad y dejar flotar el peso respecto al dólar, con una rápida devaluación que ponía en duda la solvencia de los que tenían ingresos en pesos y deudas en dólares y amenazaba el futuro del sistema financiero. El gobierno optó por pesificar las deudas y también los depósitos en dólares que quedaron atrapados en

²² Véase Frenkel (2001), p. 115.

el llamado “corralón”. Como quiera, ante el fallo de la Corte Suprema a favor de los depositantes que exigían la devolución de sus depósitos en dólares sin pérdida de valor, el gobierno se tiene que hacer cargo del desajuste que se ha producido en el balance de los bancos, con pasivos (depósitos) en dólares que tendrán que devolverse a tipos de cambio de mercado y activos (créditos) pesificados. La pesificación de las deudas (sin restricción de su tamaño) ha resultado así una operación muy costosa para el gobierno, quien incrementará su deuda emitiendo bonos de largo plazo que los bancos entregarán a los depositantes, y poco transparente porque no queda claro el reparto de sus beneficios, al igual que sucedió en los rescates bancarios de Chile en 1983 y México en 1995. Debe señalarse que la devaluación ha generado un incremento de la proporción de deuda respecto al PIB que encarece el servicio de la deuda pública y restringe aún más los márgenes de política fiscal de esta economía.

Aunque la economía argentina está mostrando en el 2003 síntomas claros de recuperación del crecimiento, con la inflación en vías de control y un desempleo que ha dejado de crecer, el resultado de esta crisis no puede ser más desalentador. Tras cuatro años de recesión, los datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina (INDEC) de octubre de 2002 señalaban que la pobreza, que a mediados de los años setenta era un fenómeno marginal que afectaba apenas a 5% de los hogares, alcanzaba a más de 57.5% de los habitantes de áreas urbanas, mientras que la indigencia alcanzaba a 27.5% de idéntico colectivo.²³ Y tan terrible es el nivel que alcanza la pobreza como su crecimiento en los últimos meses. Hoy la Argentina tiene ya índices de pobreza y desigualdad superiores a los de muchos países latinoamericanos.

RETOS DE LA FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA

El punto de partida de este apartado es la existencia de asimetrías en las oportunidades que ofrece la globalización financiera a los países desarrollados y países en desarrollo. A continuación, y dentro de este marco, se analizará la vulnerabilidad de América Latina frente a las crisis financie-

²³ Véase INDEC (2002).

ras internacionales y se expondrán las políticas que se pueden aplicar para disminuir dicha vulnerabilidad. Se terminará con una breve referencia a las reformas del sistema financiero internacional que se están planteando.

Ocampo (2001) afirma que la situación de América Latina y los países en desarrollo es asimétrica respecto a la de los países desarrollados, y esta asimetría se manifiesta, en primer lugar, en la *macroeconomía*, ya que los países desarrollados generan los choques globales (en términos de actividad económica, flujos financieros, precios de materias primas e inestabilidad de tipos de cambio) mientras que los países en desarrollo tienen que adaptarse a estos choques. En segundo lugar, la asimetría se manifiesta en la distinta autonomía de política económica. En este sentido, los países desarrollados tienen monedas internacionales que les ofrecen grados de autonomía monetaria para enfrentar ciclos económicos nacionales muy superiores a los de los países en desarrollo, endeudados en moneda extranjera y sujetos a riesgos de tipo de cambio que condicionan su política monetaria. Además, el manejo de la política fiscal en países en desarrollo está sujeto a la necesidad de actuar de manera que se genere o mantenga la “credibilidad” en los mercados financieros internacionales (necesaria para la refinanciación de la deuda en condiciones sostenibles²⁴). Este manejo exige, muchas veces, una actuación procíclica, con recortes del gasto público en períodos de recesión. Además, la liberalización de la cuenta de capitales ha reforzado el impacto de los ciclos económicos globales sobre las economías de los países en desarrollo, con

²⁴ En este sentido, el caso más claro podría ser Brasil, que mostraba desde 1999 un crecimiento relativamente saneado y que había conseguido escapar al contagio de la crisis argentina. Sin embargo, en el verano de 2002, el deterioro en las condiciones de financiación de las inversiones de riesgo tras los escándalos financieros en Estados Unidos y la incertidumbre derivada de los resultados de las próximas elecciones presidenciales, con los mercados inquietos ante la posible victoria de Lula y los cambios que esto pudiera suponer en la política económica brasileña, hicieron subir el riesgo-país. Un deterioro de la capacidad de financiarse de Brasil con una elevación de los *spreads* que, en un país con una baja apertura al exterior, podría llevar a un *default*. Ante el riesgo de que los problemas brasileños se extendieran a toda América Latina, el FMI se vio obligado a intervenir en agosto de 2002 con un crédito

cambios en las condiciones de acceso a la financiación que tienen, en ocasiones, escasa relación con sus fundamentos macroeconómicos, tanto en momentos de expansión de la inversión, como en los de retroceso. Estas asimetrías se traducen en acusadas diferencias en su acceso a los mercados financieros internacionales, que sitúan en una posición inferior a los países en desarrollo.

En una línea parecida de argumentación, Torre y Schmukler (2002) apuntan que la globalización financiera produce diferentes consecuencias para unos y otros países. Los países que más se benefician (los “bendecidos”, en la terminología de los autores), son los que disfrutan de la “trinidad” que forman: 1) una moneda aceptada internacionalmente como instrumento de reserva y en la que se puede emitir deuda a largo plazo; 2) un tipo de cambio flexible, que no necesita de intervenciones o una acumulación de grandes reservas para su credibilidad, y 3) un entorno institucional y de regulación financiera adecuado que reduce los riesgos. Estos países (Estados Unidos, la Unión Monetaria Europea, Japón, Reino Unido y Suiza), aprovechan todas las oportunidades que les ofrece la globalización financiera, ya que no tienen riesgos de tipo de cambio importantes en su endeudamiento (que está, principalmente, en moneda local), tienen mercados financieros locales profundos en los que se minimiza el riesgo derivado del desajuste entre los plazos de inversiones y préstamos, su banco central puede actuar como prestamista de última instancia y disponen de amplios márgenes de política monetaria, tanto para los tipos de interés, como para los tipos de cambio.

Frente a estos países “benditos” estarían los que no han recibido tal bendición, países en desarrollo en los que: 1) existen monedas débiles (que no son aceptadas como depósito de valor en el exterior y para las que no hay un mercado profundo de inversión a largo plazo); 2) la libre flotación les genera miedo (derivado del endeudamiento en dólares de

de 30 000 millones de dólares para garantizar la solvencia del país. La amenaza del *default* ha condicionado la política económica brasileña en el primer año del gobierno del Presidente Lula que ha aumentado los tipos de interés y el superávit primario para asegurar el pago de la deuda y ha dado pasos para garantizar la independencia del Banco Central.

sus ciudadanos y empresas y los riesgos de tipo de cambio; también del peligro de alza de precios derivado de la devaluación²⁵), y 3) tienen entornos de regulación y sistemas financieros deficientes.²⁶ Esta combinación limita los beneficios que pueden esperar de la globalización financiera, ya que tienen pequeños márgenes para sus políticas monetarias, el estado tiene limitado su papel como prestamista de última instancia (no puede emitir dólares y su capacidad para endeudarse en dólares se deteriora rápidamente en momentos de crisis), sus reservas internacionales tienen la doble función de garantizar la estabilidad del tipo de cambio y los depósitos bancarios, lo que hace a los países más vulnerables a los ataques especulativos, del tipo de las “profecías que se autocumplen” de las que se hablaba en el apartado anterior. Los autores llegan a la conclusión de que “los países que se encuentren demasiado lejos de la ‘trinidad bendita’ tenderán más a sufrir que a beneficiarse de la globalización financiera”.²⁷

Esta distinción ayuda a entender la situación de América Latina ante los mercados financieros internacionales, ya que, con la probable excepción de Chile, que tiene un mercado financiero más profundo y es capaz de colocar bonos en pesos, los demás países se enfrentan, en mayor o menor medida, a los riesgos descritos más arriba, en una situación de “vulnerabilidad” frente a los problemas de la economía mundial que recuerda, en otro ámbito, la que señalaba Prebisch, cuando justificaba las políticas de sustitución de importaciones y el relativo aislamiento de las economías latinoamericanas.²⁸

Esta vulnerabilidad queda de manifiesto cuando se observa la senda de crecimiento de la región en los años noventa, marcada por tres crisis que afectaron al conjunto de la región, la de 1995, la de 1997 y la del 2001, además de innumerables problemas en países específicos (como Brasil y

²⁵ Véase Calvo y Reinhart (2000). Este miedo fue particularmente importante en el caso argentino y explicaba la resistencia de ciudadanos y políticos a la ruptura del sistema de convertibilidad, a pesar de los problemas que estaba generando.

²⁶ Sobre el escaso desarrollo financiero en la región puede verse, por ejemplo, García Herrero *et al.* (2002).

²⁷ Véase Torre y Schmukler (2002), p. 7.

²⁸ Véase Birdsall y Lozada (1998) y O’Connell (2001).

Ecuador en 1999 y los problemas argentinos desde 1999 a 2002). Frente a esta inestabilidad, tanto los países del sur como los del este de Asia consiguieron trayectorias de crecimiento más estables. Catao (2002) plantea la explicación de esta mayor propensión latinoamericana a las crisis financieras en función de varios factores que se suman a lo ya expuesto sobre los riesgos del endeudamiento en moneda extranjera. El primero sería el bajo nivel de apertura comercial que se contrapone al alto nivel de apertura de la cuenta de capital, por lo que, en coyunturas de sostenida elevación del endeudamiento, llega un momento en el que se producen dudas de que los ingresos de divisas derivados del comercio sean capaces de mantener el servicio de la deuda, debilitando los términos de refinanciación del endeudamiento y precipitando las crisis.²⁹ El segundo elemento es la volatilidad macroeconómica interna, que resulta muy superior en América Latina frente a la de los países asiáticos o los desarrollados, y que se deriva tanto de los choques en los términos de intercambio, como de una política fiscal con ingresos inestables, por la variación de precios internacionales de las materias primas (Chile, México o Venezuela) o por la dependencia de impuestos altamente procíclicos y gastos altamente dependientes del ciclo político; pasando por unas reformas (y contrarreformas) de liberalización comercial y financiera bruscas que han contribuido a la volatilidad. En CEPAL (2002b) se destaca que en la vulnerabilidad de América Latina influyen otros factores, como la magnitud del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, superior al de las economías asiáticas, que está presente incluso en períodos de reducción del crecimiento económico y que refuerza su dependencia del financiamiento externo.³⁰

Hecho este diagnóstico sobre la volatilidad, existen toda una serie de líneas de cambio que se repiten en las propuestas de reforma para conse-

²⁹ Además, en países con escasa apertura y elevado endeudamiento, la devaluación frente a una crisis de deuda puede no ayudar mucho en la mejora de la situación porque aumenta las necesidades de financiación del gobierno para el servicio en dólares de su deuda y el escaso tamaño del sector exportador limita el alcance de su empuje para sacar a la economía de la recesión y, por tanto, para el aumento de la recaudación (Catao, 2002).

³⁰ Véase CEPAL (2002b), p. 143.

guir un crecimiento más estable que el logrado en los noventa y con lo que la región pueda beneficiarse de las oportunidades que ofrece la globalización financiera.³¹

La primera se refiere a la necesidad de reforzar la supervisión y la regulación de los sistemas financieros,³² para evitar que los bancos incurran en riesgos excesivos, como en Chile en 1982 o México en 1982 y 1994, que obliguen al gobierno a costosos rescates. Si bien, la regulación y supervisión financieras han mejorado en América Latina en los años recientes, muchas veces en respuesta a las crisis que ha sufrido la región, queda un amplio margen para la mejora y la aplicación, con mayores recursos materiales y humanos, de las nuevas normas. La CEPAL también recomienda el manejo anticíclico de esta regulación, exigiendo normas más estrictas en los períodos de expansión. Asimismo, considera conveniente contar con instrumentos permanentes de regulación de la cuenta de capitales, cuyo grado de rigor se acentúe o reduzca a lo largo del ciclo económico para poder controlar la entrada de los capitales más volátiles requiriendo, por ejemplo, que los bancos mantengan reservas sobre sus deudas a corto plazo en moneda extranjera, como en el caso del *encaje* chileno,³³ y que aseguren los riesgos en los que incurren al prestar en dólares a agentes con ingresos en moneda local.³⁴ La frecuencia de las crisis financieras en países que habían liberalizado los movimientos de capitales, como Chile (1983) o Corea del Sur (1997), ha llevado a muchos economistas a modificar su punto de vista, reconociendo el papel que los controles pueden desempeñar en la prevención de crisis en países que no tienen un sistema financiero bien regulado ni cuentan con un mercado financiero profundo y diversificado.³⁵

La segunda se refiere a la adopción de tipos de cambios flexibles, con una política monetaria dedicada al control de la inflación y, por tanto,

³¹ Véase, por ejemplo, Ocampo (2002), Ffrench-Davis (2003) o Williamson (2003).

³² Véase, por ejemplo, Stallings y Studart (2003) o Birdsall y Lozada (1998).

³³ Véase Agosin y Ffrench-Davis (2001).

³⁴ Véase CEPAL (2000), p. 194 y ss. y CEPAL (2002b), p. 159. También Devlin *et al.* (1995), Gavin y Hausmann (1999), Griffith-Jones *et al.* (2001), Ocampo (2003) o Williamson (2003).

³⁵ Véase Griffith-Jones *et al.* (2001) y The Economist (2003).

dirigida a objetivos de política económica interna, permitiendo un mayor margen en la política anticíclica. Esta tendencia se hace evidente en América Latina, pero también en el conjunto del mundo en desarrollo, tras los problemas que han llevado aparejados los tipos de cambio fijos utilizados como anclas de precios (México 1994, Brasil 1999 o Argentina 2002).³⁶

La tercera resalta la necesidad de un manejo anticíclico de la política fiscal, dentro de los limitados márgenes existentes, que, no obstante, varían entre países. En este sentido es importante el establecimiento de una programación fiscal plurianual, con objetivos de déficit público de largo plazo que eviten los déficits en períodos de auge, lo que permitiría tener margen para hacer política fiscal anticíclica en momentos de recesión. La adopción de compromisos consensuados entre partidos sobre la estabilidad de largo plazo de las cuentas públicas puede ayudar a evitar los problemas derivados de la toma de decisiones de gasto público y el calendario político. De igual manera, la constitución o el refuerzo de fondos de estabilización de los ingresos públicos en aquellos países donde una parte significativa de los ingresos proviene de la exportación de materias primas (Chile, Venezuela y México) puede tener una aportación relevante en la limitación de la variabilidad de los ingresos fiscales. También pueden tomarse medidas para evitar que el proceso de refinanciación de la deuda se vea sujeto al deterioro de las condiciones, adelantando las emisiones de refinanciación de deuda antes de que sean necesarias, aun cuando suponga un coste.³⁷

Además de estas medidas, que están circunscritas al manejo de la política económica interna, también se han planteado otros cambios en el ámbito internacional que podrían mejorar las perspectivas de financiación y desarrollo de las economías de los países de la región. A continuación se exponen brevemente algunas de estas propuestas, al hilo de los principales defectos que se perciben en la situación actual. Fernández-Arias y

³⁶ Véase en Fischer (2001) una exposición de los riesgos de la “trinidad imposible” formada por tipos de cambio fijos, liberalización de movimientos de capitales y uso de la política monetaria para objetivos internos.

³⁷ Véanse, por ejemplo, Gavin y Hausmann (1999), CEPAL (2002b), pp. 158-159 y Artana *et al.* (2003).

Hausmann (2000) proponen dividir en tres grupos (no completamente excluyentes) las opiniones que existen sobre los problemas del sistema financiero internacional.

La primera sería la de los que opinan que hay demasiada financiación (*Theories of too much*), debido a la existencia de riesgo moral, ya que las instituciones financieras internacionales y los gobiernos nacionales no van a permitir que los bancos y los inversores institucionales se arruinen, por lo que éstos asumirán riesgos excesivos y prestarán de más, porque el Fondo y los gobiernos van a intervenir siempre para evitar las quiebras. A pesar del predicamento que tiene esta visión en los organismos financieros internacionales, la evidencia empírica indica que los flujos financieros entre países tienen un tamaño pequeño en relación con los flujos dentro de los países y la financiación internacional supone una parte pequeña de la inversión. Parte de la renuencia del Fondo Monetario Internacional a ofrecer financiación adicional a Argentina, se debe a las críticas que ha recibido por no permitir que bancos, tenedores de bonos y gobiernos de países subdesarrollados se enfrenten a las consecuencias de sus comportamientos, asumiendo riesgos o endeudándose excesivamente.

La segunda englobaría a los que piensan que la financiación es demasiado pequeña (*Theories of too little*), principalmente, debido a problemas para hacer que se cumplan los contratos internacionales, ya que los tenedores de bonos de un país soberano no pueden actuar como los deudores de una empresa en un país, que a través de las leyes de suspensión de pagos y quiebra pueden conseguir la tutela judicial de sus intereses. Estas leyes marcan claramente los procedimientos de negociación entre acreedores y deudores y evitan costes de transacción y comportamientos de *free-rider*. En el caso de la deuda soberana, no existe actualmente una instancia que pueda obligar a los gobiernos a cumplir los contratos. La evidencia señala también que la actual movilidad del capital no está produciendo una igualación de los ratios capital-trabajo entre países en desarrollo y países desarrollados, como sí se produce dentro de los países entre regiones con distintos ratios.³⁸ En este sentido, se han generado propuestas

³⁸ Fernández-Arias y Hausmann (2000) proponen el caso de Puerto Rico como ejemplo de que los flujos de capital pueden ser mucho mayores si no existen dudas

para la creación de mecanismos internacionales de reestructuración de deudas, que faciliten la negociación entre deudores y acreedores, por ejemplo, dando la posibilidad a una mayoría cualificada para negociar una reestructuración de la deuda (con o sin descuentos) en unos términos que todos los acreedores tienen que aceptar, habilitando la posibilidad de declarar una moratoria en la reclamación de deudas que simplifique la negociación, suministrando la provisión de nuevos fondos para el deudor con garantías de prioridad en la recuperación y protegiendo a los acreedores con garantías en el respeto a las prioridades de devolución y en la conducción de políticas sostenibles que eleven la capacidad del pago de la deuda.³⁹ En abril de 2003 ha sido discutida en el Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI una propuesta para la creación de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana⁴⁰ que no ha obtenido el apoyo necesario para su puesta en marcha. Por el contrario, parece que se ha dado nuevo empuje, a instancias de Estados Unidos, a mecanismos basados en el mercado, con la introducción en las emisiones de bonos de Cláusulas de Acción Colectiva que obliguen a todos los tendedores de una emisión dentro de un proceso de reestructuración de deuda cuando una mayoría cualificada alcance un acuerdo con el país emisor, facilitando así el logro de acuerdos. Uruguay ha lanzado en mayo de 2003 un programa de canje a la par de deuda por títulos con plazos de maduración más largos y Cláusulas de Acción Colectiva

Finalmente, una tercera categoría incluiría los trabajos que creen que los flujos financieros son demasiado volátiles (*Theories of too volatile*) ya que, como se apuntó en el apartado tercero, son muy sensibles a comportamientos de “manada” o a fenómenos de contagio, que afectan en ocasiones a países que muestran fundamentos macroeconómicos apa-

sobre la posibilidad de hacer cumplir los contratos. Puerto Rico no ha tenido problemas de financiación, a pesar de mostrar déficit muy superiores a los de México en su balanza por cuenta corriente.

³⁹ Véase, por ejemplo, Krueger (2002), pp. 14-17. Una crítica de estos planes puede encontrarse en Shleifer (2003), que considera que el mecanismo propuesto por el FMI disminuye los derechos de los acreedores y daría lugar a una disminución de los fondos prestables a los países en desarrollo.

⁴⁰ Véase FMI (2003a).

rentemente sólidos. En el caso de un pánico injustificado en un sistema financiero nacional, el Estado actuaría como prestamista de última instancia que proveería de la liquidez necesaria hasta que desapareciera la inquietud y los ahorros volvieran al sistema financiero. Frente a estos fenómenos, lo que resultaría necesario es un prestamista internacional de última instancia, incluso con más recursos de los que dispone actualmente el Fondo Monetario, que se revelaron escasos ante problemas de la magnitud de los de México en 1995 o Argentina en 2000, y obligaron a la búsqueda de acuerdos entre organismos multilaterales y gobiernos de países desarrollados para la consecución de fondos. En este sentido puede afirmarse que el comportamiento de las instituciones financieras internacionales tras la crisis argentina de 2001, reticente a los rescates financieros para evitar los problemas del riesgo moral, contribuyó a agravar los problemas de países con situaciones que podían ser sostenibles como Uruguay y Brasil. Finalmente, el FMI intervino para evitar la suspensión de pagos de estos países, que podría haber arrastrado a los demás países latinoamericanos.

CONCLUSIONES

La conclusión que se desprende tras esta revisión de la situación del endeudamiento de América Latina es que el problema está muy lejos de estar resuelto, ya que los niveles de endeudamiento (medidos en deuda sobre el PIB), no son inferiores a los existentes en el momento del estallido de la crisis de la deuda. A pesar del desigual incremento de la apertura y del mayor equilibrio macroeconómico, la economía latinoamericana ha cerrado en 2002 una media “década perdida” en términos de crecimiento, que revela la vulnerabilidad de la región ante los choques externos. Los flujos de capitales hacia la región han disminuido marcadamente desde la crisis rusa y sólo la inversión directa mantiene un flujo de capitales positivo, que cuando se tienen en cuenta los pagos de intereses y dividendos, dan lugar a una transferencia neta de recursos al exterior. De la evolución de esta inversión directa, una vez agotado en algunos países el proceso de privatización y, en otros, el apoyo político a este proceso, parece depender la capacidad de la región para financiar su desarrollo.

El ejemplo argentino presentado en el trabajo ilustra con claridad los riesgos que comporta el elevado endeudamiento que sufre la región, al limitar aún más los márgenes de política económica, que debe supeditarse a la generación de confianza en vez de estar dirigida al crecimiento económico. La mayoría de los países latinoamericanos se han visto, en mayor (Uruguay, Paraguay o Brasil) o menor medida (Chile o México), afectados por la crisis argentina que ha deteriorado sus condiciones de financiación y sus perspectivas de crecimiento. El elevado endeudamiento de la región y su dependencia de los mercados para la refinanciación da lugar a que sean muy sensibles a este deterioro, con el riesgo de que se produzcan “profecías que se autocumplen” que lleven a las economías a equilibrios de crisis con elevado desempleo, baja actividad y quiebra del sistema financiero.

Ante esta debilidad, resulta importante avanzar en el análisis de las condiciones que hacen que un país sea susceptible de sufrir una crisis en su financiación externa. Se han propuesto factores de riesgo que hacen a un país más vulnerable a las crisis:⁴¹ elevado peso de la deuda sobre el PIB, alto porcentaje de deuda pública y privada denominada o atada al dólar, bajo nivel de apertura, elevado déficit de la cuenta corriente, existencia de tipo de cambio sobrevalorado, alto porcentaje de depósitos bancarios en dólares o elevado valor del ratio deuda a corto plazo sobre reservas. Muchos de estos factores estaban presentes en Argentina y se han utilizado en este trabajo para la explicación de su crisis. La comprensión cabal de los factores de riesgo permitirá la detección precoz de los síntomas y un manejo más adecuado de la política económica, aunque siempre es difícil introducir medida en los mercados, tanto en tiempos de euforia, como en los de pánico.

Es urgente también mejorar la comprensión de los comportamientos de los agentes que participan en los mercados financieros. Muchas veces son los cambios en sus percepciones o en sus circunstancias (como el incremento de la aversión al riesgo tras la crisis rusa o los fraudes tipo

⁴¹ Véase, por ejemplo, Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2002) o Mulder (2002).

Enron) los que determinan la sostenibilidad de la situación de un país. El caso de Brasil, con los primeros meses del gobierno del presidente Lula dirigidos al cambio de la percepción de los agentes que operan en los mercados financieros internacionales, es un ejemplo de política destinada a reforzar la sostenibilidad que, hasta el momento en que se escriben estas páginas, se ha coronado con éxito, aunque aparentemente algunas de las medidas tomadas resulten contradictorias con los objetivos de crecimiento expuestos durante la campaña electoral.

Por último, resulta fundamental avanzar en la adopción de políticas económicas internas de prevención de las crisis: introduciendo regulaciones estrictas del sistema financiero que limiten el efecto de los ciclos financieros internacionales sobre la economía; manteniendo tipos de cambio flotantes que facilitan la adaptación de las economías ante los choques externos; introduciendo controles a la entrada de capitales de corto plazo que obliguen a los bancos a prevenir los riesgos que asuman; y desarrollando políticas fiscales anticíclicas con la búsqueda de una mayor estabilidad de los ingresos públicos (que en muchos países permanecen ligados en gran medida a ingresos de exportaciones que son altamente volátiles) y un efecto anticíclico de los gastos. La necesidad de ingresos más estables, unida al reconocimiento de un nuevo papel del Estado en la lucha contra la pobreza y la desigualdad, hace cada vez más necesario un nuevo pacto fiscal que otorgue al estado la capacidad para desempeñar estas tareas eficazmente.

No obstante, debe señalarse que la inestabilidad política presente en Argentina, Venezuela, Perú, Ecuador y otros países de la región, y el desencanto de muchos latinoamericanos sobre los resultados de las reformas no facilita la adopción de políticas fiscales prudentes, en un entorno de elevada desigualdad —que no se ha visto mermada por el crecimiento de los años noventa— y resultados limitados en la lucha contra la pobreza. La desilusión y la falta de esperanzas de un futuro mejor pueden abrir la puerta a dirigentes neopopulistas o intervenciones militares que tan nefastos resultados han provocado en las sociedades y economías de la región. En este sentido, puede decirse que parte de las esperanzas de la región dependen, en buena medida, de los resultados de las políticas de reforma y lucha contra la pobreza, como las del gobierno del presidente Lula en

Brasil,⁴² con el objetivo de que el crecimiento alcance a todos los ciudadanos y se traduzca en una reducción de los niveles de pobreza y de la desigualdad.

ANEXO 1

Clasificación de los países de América Latina según nivel de endeudamiento, 2001

<i>Deuda/Expor- taciones</i>	<i>Muy endeudados D/XBS > 220</i>	<i>Moderadamente endeudados D/XBS < 220 y > 132</i>	<i>Menos endeudados D/XBS < 132</i>
<i>Deuda/PIB</i>			
Muy endeudados D/PIB > 80	Nicaragua [149,8-699,4] Ecuador [80,1-249,6]		
Moderadamente endeudados D/PIB < 80 y > 48	Bolivia [55,4-290,1] Argentina [52,0-453,2] Perú [51,9-320,2] Colombia [48,3-265,7]	Honduras [74,6-196,2] Chile [57,2-170,4]	Panamá [62,1-78,2]
Menos endeudados D/PIB < 48	Brasil [44,4-334,7] Haití [33,5-269,0]	América Latina [38,3-185,7] Uruguay [31,4-178,7]	Paraguay [37,8-89,0] Venezuela [25,9-115,6] Costa Rica [24,5-57,9] México [23,4-84,5] El Salvador [22,9-79,2] Guatemala [20,0-105,2] Rep. Dominicana [19,6-50]

Entre corchetes los valores de los ratios D/PIB y D/XBS correspondientes al país.

D/PIB = ratio entre el saldo a final de año de la deuda externa bruta desembolsada y el producto interior bruto del país.

D/XBS = ratio entre el saldo a final de año de la deuda externa bruta desembolsada y las exportaciones de bienes y servicios del país.

Fuente: Elaboración propia a partir de CEPAL (2003), utilizando los intervalos propuestos por el Banco Mundial, *Global Development Finance 2003*, "Key debt ratios and country classifications", 2003, p. 235.

⁴² Véanse las declaraciones del presidente del Banco Mundial James Wolfensohn en *El País*, 19 de mayo de 2003: "Si Brasil fracasa, será difícil para el resto de la región salir adelante".

ANEXO 2

América Latina y el Caribe: ingreso neto de capitales y transferencias netas de recursos, 1975-2001 (en miles de millones de dólares corrientes y porcentajes)

<i>Año</i>	<i>Ingresos netos de capitales (1)</i>	<i>Pagos netos de utilidades e intereses (2)</i>	<i>Transferencias netas de recursos (3)</i>	<i>Exportaciones de bienes y servicios (4)</i>	<i>Transferencias netas/Exporta- ciones de bienes y servicios (3)/(4)</i>
1975	14.3	5.6	8.7		
1976	17.9	6.8	11.1		
1977	17.2	8.2	9.0		
1978	26.2	10.2	16.0		
1979	29.1	13.6	15.5		
1980	30.9	18.9	12.0	106.9	11.2
1981	40.2	29.1	11.1	115.6	9.6
1982	20.5	38.9	-18.4	105.2	-17.5
1983	8.0	34.5	-26.5	105.4	-25.1
1984	13.3	37.5	-24.2	117.5	-20.6
1985	4.3	35.5	-31.2	112.8	-27.7
1986	9.7	32.7	-23.0	99.2	-23.2
1987	12.8	30.9	-18.1	113.3	-16.0
1988	3.4	34.6	-31.2	130.6	-23.9
1989	9.6	39.1	-29.5	145.8	-20.2
1990	17.0	34.4	-17.4	161.4	-10.8
1991	35.8	31.6	4.2	164.0	2.6
1992	56.9	30.4	26.5	177.6	14.9
1993	66.2	34.7	31.5	194.1	16.2
1994	46.7	36.6	10.1	223.3	4.5
1995	60.2	40.9	19.3	266.0	7.3
1996	65.4	42.8	22.6	294.3	7.7
1997	80.6	48.2	32.4	326.7	9.9
1998	78.4	51.2	27.2	326.1	8.3
1999	49.1	52.2	-3.1	341.0	-0.9
2000	53.3	53.4	-0.2	407.4	0.0
2001	50.1	54.7	-4.6	392.0	-1.2
2002 ^a	13.4	52.5	-39.1	392.5	-10.0

^a Cifras preliminares.

Fuente: CEPAL (2002d), *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 2002*, Anexo estadístico.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis, "Managing capital inflows in Chile" en S. Griffith-Jones *et al.*, *Short-Term Capital Flows and Economic Crisis*, Nueva York, Universidad de Oxford, 2001.
- Artana, D.; R. López Murphy y F. Navajas, "A Fiscal Policy Agenda" en P.P. Kuczynski y J. Williamson, *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, D. C., Institute for International Economics, 2003.
- Banco Mundial, *Global Development Finance 2002*, Washington, D. C., Banco Mundial, 2002.
- , *Global Development Finance 2003*, Washington, D. C., Banco Mundial, 2003.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID), "Estornudos en Estados Unidos, resfrío en América Latina: ¿mito o realidad?" y "Los tiempos han cambiado", en *América Latina. Políticas Económicas*, vol. 16, cuarto trimestre, Washington, D. C., BID, 2001.
- , "Países en peligro: ¿cual será el próximo?", en *América Latina. Políticas Económicas*, vol. 20, cuarto trimestre, Washington, D. C., BID, 2002.
- Birdsall, N. y C. Lozada, "Shocks externos en economías vulnerables: una reconsideración de Prebisch", en *Revista de la CEPAL*, núm. extraordinario, Santiago de Chile, 1998.
- , J. Williamson y B. Deese, *Delivering on Debt Relief: from IMF Gold to a New Aid Architecture*, Washington, D. C., Instituto de Economía Internacional, 2002.
- Bresser Pereira, L.C., "La crisis de América Latina ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?", en *Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política*, núm. 19, enero-junio, Madrid, ICI-CEPAL, 1991.
- Bulmer-Thomas, V., *La historia económica de América Latina desde la independencia*, México, Fondo de Cultura Económica, 1998.
- Bustillo, I. y H. Velloso, "Bond Markets for Latin American Debt in the 1990s", en *Serie Temas de Coyuntura*, núm. 12, Santiago de Chile, CEPAL, 2000.

- , “Las tasas de interés estadounidense, la deuda latinoamericana y el contagio financiero”, en *Revista de la CEPAL*, núm. 78, Santiago de Chile, 2000.
- Calvo, G.A. y C.M. Reinhart, “Fear of Floating”, en *NBER Working Papers*, núm. 7993, 2000.
- , A. Izquierdo y E. Talvi, “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, *Background Paper* para el Seminario “The Resurgence of Macro Crisis: Causes and Implications for Latin America”, Washington, D. C., BID, 2002.
- Cardoso, E. y A. Helwege, *La economía latinoamericana. Diversidad, tendencias y conflictos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- Catao, L., “Debt crises: What’s Different About Latin America” en FMI, *World Economic Outlook*, abril, capítulo II: ‘Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity’, Washington, D. C., FMI, 2002.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *El pacto fiscal. Fortalezas, debilidades y desafíos*, Santiago de Chile, CEPAL, 1998.
- , *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, Santiago de Chile, CEPAL, 2000.
- , *Panorama social de América Latina 2000-2001*, Santiago de Chile, CEPAL, 2001.
- , *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2001*, Santiago de Chile, CEPAL, 2002a.
- , *Globalización y desarrollo*, Santiago de Chile, CEPAL, 2002b.
- , *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2001*, Santiago de Chile, CEPAL, 2002c.
- , *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2002*, Santiago de Chile, CEPAL, 2002d.
- , *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe, 2002*, Santiago de Chile, CEPAL, 2003a.
- , *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2002*, Santiago de Chile, CEPAL, 2003b.
- Cline, W.R., *International Debt Revisited*, Washington, D. C., Instituto de Economía Internacional, 1995.
- Corbridge, S., *Debt and development*, Blackwell, Oxford, IBG Estudios en Geografía, 1993.

- Devlin, R. y R. Ffrench-Davis, “La gran crisis de endeudamiento: una década de ajuste asimétrico”, en *Información Comercial Española*, núms. 732-733 especial “América Latina: balance de una década de ajuste y reformas económicas”, 1994.
- , y S. Griffith-Jones, “Surges in Capital Flows and Development: An Overview of Policy Issues”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones, *Coping with Capital Surges. The Return of Finance to Latin America*, Lynne Rienner Publishers, Boulder, 1995.
- Díaz Alejandro, C., “Some Aspects of the Development Crisis in Latin America” en Thorp, R. y L. Whitehead (Eds.), *Latin American Debt and Adjustment Crisis*, Londres, St. Antony’s/Macmillan series, 1987.
- Fanelli, J.M., “Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina”, en *Revista de la CEPAL*, núm. 77, Santiago de Chile, 2002.
- Fernández-Arias, E. y R. Hausmann, “What’s Wrong with International Financial Markets”, en *Documento de trabajo*, núm. 429, Departamento de Investigación, Washington, D. C., BID, 2000.
- Fischer, S., “The Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct?”, FMI, 2001.
- Ffrench-Davis, R., “La gran crisis de la deuda latinoamericana” en *Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina*, Santiago de Chile, Mc Graw-Hill/CEPAL, 1999.
- , “Financial Crises and National Policy Issues: An Overview”, en *Serie informes y estudios especiales*, núm. 7, Santiago de Chile, CEPAL, 2003.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), “International Capital Flows to Emerging Markets” en *World Economic Outlook*, octubre, capítulo II, Washington, D. C., FMI, 2000.
- , “Latin America: Resisting Spillovers from the Crisis in Argentina” en *World Economic Outlook*, abril, capítulo I, Washington, D. C., FMI, 2002.
- , “Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana”, *Ficha Técnica*, Washington, D.C., FMI, 2003a.
- , “Global Financial Stability Report”, marzo, Washington, D. C., FMI, 2003b.
- Frenkel, R., “Reflexiones sobre el financiamiento del desarrollo”, en *Revista de la CEPAL*, núm. 74, Santiago de Chile, 2001.

- , y M. Damill, “Crecimiento y reformas estructurales”, en *Información Comercial Española*, núms. 732-733 especial “América Latina: balance de una década de ajuste y reformas económicas”, 1994.
- García Herrero, A.; J. Santillán; S. Gallego; L. Cuadrado y C. Egea, “Latin American Financial Development in Perspective”, *Documento de Trabajo*, núm. 0216, Servicio de Estudios del Banco de España, 2002.
- Gavin, M. y R. Hausmann, *Preventing Crisis and Contagion: Fiscal and Financial Dimensions*, Office of the Chief Economist, Washington, D. C., BID, 1999.
- Griffith-Jones, S., “Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis”, en S. Griffith-Jones *et al.*, *Short-Term Capital Flows and Economic Crisis*, Nueva York, Universidad de Oxford, 2001.
- , y O. Sunkel, *Debt and Development Crises in Latin America: The End of an Illusion*, Nueva York, Universidad de Oxford, 1986.
- , F. Montes y A. Nasution, “Managing Capital Surges in Emerging Economies”, en S. Griffith-Jones *et al.*, *Short-Term Capital Flows and Economic Crisis*, Nueva York, Universidad de Oxford, 2001.
- Gurría, J.A., “Capital Flows: The Mexican Case”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones, *Coping with Capital Surges. The Return of Finance to Latin America*, Lynne Rienner Publishers, Boulder, 1995.
- Hausmann, R. y E. Fernández-Arias, “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?”, en *Documento de trabajo*, núm. 417, Departamento de Investigación, Washington, D. C., BID, 2000.
- Held, G. y R. Szalachman, “Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe en los años 90: experiencias y políticas”, en *Revista de la CEPAL*, núm. 64, abril, Santiago de Chile, 1998.
- INDEC, *Encuesta permanente de hogares*, octubre, Buenos Aires, INDEC, 2002.
- Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, cuarta edición, Nueva York, Wiley, 2000.
- Krueger, A., *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, FMI, 2002.
- , “Mar de ignorancia”, en *El País*, suplemento de negocios, 19 de mayo, 2002.
- Marichal, C., *Historia de la deuda externa de América Latina*, Madrid, Alianza Editorial, 1988.

- Mulder, C., "Assesing the Dangers", en *Finance and Development*, vol. 39, núm. 4, diciembre, 2002.
- Mussa, M., "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", en *Policy Analysis in International Economics*, núm. 67, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, 2002.
- O'Connell, A., "El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el ciclo argentino", en *Revista de la CEPAL*, núm. 75, Santiago de Chile, 2001.
- Ocampo, J.A., "International Asymmetries and the Design of the International Financial System", en *Serie Temas de Coyuntura*, núm. 15, Santiago de Chile, CEPAL, 2001.
- , "Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in a Globalized World", en *Serie informes y estudios especiales*, núm. 4, Santiago de Chile, CEPAL, 2002.
- , "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", en *Serie informes y estudios especiales*, núm. 6, Santiago de Chile, CEPAL, 2003.
- Oxfam, *Debt Relief: Still Failing the Poor*, Briefing paper, Oxfam International, 2001.
- Perry, G. y L. Servén, "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and what Can we Learn from it", *Office of the Chief Economist Draft Paper*, Washington, D. C., Banco Mundial, 2002.
- Raffer, K., "Is the Debt Crisis Largely Over? A Critical Look at the Data of International Financial Institutions", en *Challenging the Ortodoxies*, Londres, Macmillan Press, 1996.
- Sachs, J., "El FMI está sangrando a Argentina", en *El País*, suplemento de negocios, 5 de mayo, 2002.
- Sebastián, L. De, *La crisis de América Latina y la deuda externa*, Madrid, Alianza Editorial, 1988.
- Shleifer, A., "Will the Sovereign Debt Market Survive?", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mayo, 2003.
- Stallings, B. y R. Studart, "Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The Experience of Latin America Since the Tequila Crisis", en *Serie informes y estudios especiales*, núm. 8, Santiago de Chile, CEPAL, 2003.

- Stiglitz, J., “Las lecciones de Argentina”, en *El País*, 10 de enero, 2002.
- Torre, A. de la y S.L. Schmukler, “Financial Globalization: Unequal Blessings”, Anotated Paper Outline, preparado para el Seminario conjunto CEPAL-Banco Mundial sobre la Globalización, 6 a 8 de marzo, Santiago de Chile, CEPAL, 2002.
- The Economist, “A Place for Capital Controls” y “A Cuel Sea of Capital. A Survey of Global Finance”, en *The Economist*, vol. 367, núm. 8323, 3 de mayo, 2003.
- Thorp, R. y L. Whitehead (Eds.), *Latin American Debt and Adjustment Crisis*, Londres, St. Antony’s/Macmillan series, 1987.
- Williamson, J., “An Agenda for Restarting Growth and Reform”, en P.P. Kuczynski y J. Williamson, *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, D. C., Instituto de Economía Internacional, 2003.