



GESTIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO EN MICROFINANZAS

INTRODUCCIÓN

Muchas instituciones microfinancieras (IMF) financian una parte de su cartera accediendo a préstamos o líneas de crédito en moneda fuerte. Al hacer esto, las IMF incurren en el riesgo cambiario, definido como la posibilidad de una pérdida o ganancia a causa de la variación de las tasas de cambio de las monedas. Si no es gestionado apropiadamente, el riesgo cambiario puede resultar en pérdidas. Asumir este riesgo hace a una IMF vulnerable a factores que están fuera de su control. Además del riesgo de las tasas variables, el riesgo cambiario incluye también el peligro de que podría tornarse imposible llevar a cabo transacciones monetarias debido a intervenciones del gobierno o a una perturbación del mercado.¹

El propósito de esta nota de enfoque será: 1) proporcionar a las IMF maneras de evaluar y gestionar el riesgo cambiario, a fin de minimizar la exposición y evitar pérdidas, y 2) destacar el papel que los prestamistas y donantes pueden desempeñar para reducir la exposición de las IMF al riesgo cambiario.

Varios miembros la red de WWB han obtenido préstamos en moneda fuerte y se describirán dos casos en los que el riesgo cambiario fue mitigado con éxito utilizando diferentes mecanismos de cobertura cambiaria. También se presentarán alternativas adicionales para la gestión del riesgo cambiario que pueden estar disponibles para las IMF. Además, esta nota describirá los métodos desarrollados por dos prestamistas para minimizar este riesgo para las IMF, otorgando préstamos en moneda local en términos y condiciones favorables tanto para el prestamista como para la IMF. Finalmente, esta nota de enfoque trata de fomentar y resaltar la importancia del esfuerzo continuado, por parte de los prestamistas y donantes, para ayudar a las IMF a que eviten el riesgo cambiario en la medida que sea posible.



FLUCTUACIONES MONETARIAS: ¿CUÁN GRANDE ES EL RIESGO?

La palabra devaluación se utiliza a veces de manera imprecisa para describir cualquier tipo de disminución en el valor de una moneda. A continuación figuran definiciones de cambios en los valores monetarios.

Depreciación: Es un descenso en el valor de una moneda, en comparación con una moneda de referencia (por ejemplo, el dólar estadounidense). Generalmente, la depreciación es un descenso gradual que a menudo ocurre a lo largo de varios días o semanas debido a las fuerzas de la oferta y la demanda del mercado pero, en algunos casos, puede producirse una disminución precipitada en periodos de tiempo relativamente cortos (por ejemplo, la República Dominicana, en 2003).

Devaluación: Es una caída súbita en el valor de una moneda frente a otras monedas. Estrictamente hablando, la devaluación se refiere sólo a caídas fuertes de una moneda dentro de un sistema de tasas de cambio fijo.² Adicionalmente, por lo general se refiere a la acción deliberada de una política gubernamental, aunque en los últimos años los opositores de la devaluación han responsabilizado a la especulación

financiera³, resaltando el papel de las fuerzas del mercado en las devaluaciones (por ejemplo, México en 1995, Malasia en 1997, Argentina en 2001).

Apreciación: Es un incremento gradual en el valor de una moneda, que por lo general ocurre en un lapso de varios días o semanas, como resultado de las fuerzas de la oferta y la demanda del mercado, en un sistema de tasas de cambio flotantes. A diferencia de la apreciación, una revaluación (una palabra utilizada con menos frecuencia) es una acción oficial del gobierno que produce un incremento substancial en el valor de una moneda, por lo general de la noche a la mañana.

WWB seleccionó una muestra de 23 países de referencia de Asia, Africa, Latinoamérica, Europa del Este y Medio Oriente para estudiar el comportamiento de sus monedas.⁴ Los movimientos anuales y los patrones de depreciación/apreciación fueron analizados basándose en las tasas de cambio al final del año de cada una de esas monedas, con relación al dólar estadounidense, en el periodo comprendido entre 1997 y 2002. La información obtenida se encuentra resumida a continuación, en la Tabla 1.

Tabla 1
Tasas de Depreciación y Apreciación Monetaria 1998-2002

País	1998					Núm. de Años de		Promedio Simple	Tasa de Crec.
	1998	1999	2000	2001	2002	Depreciación	Apreciación	5 Años	Anual Comp. a 5 Años
1 Bangladesh	-6.3%	-4.9%	-5.6%	-5.3%	-1.6%	5	0	-4.7%	-4.7%
2 Benín	6.5%	-13.9%	-7.4%	-5.3%	19.0%	3	2	-0.2%	-0.9%
3 Bolivia	-5.0%	-5.8%	-6.3%	-6.3%	-8.9%	5	0	-6.4%	-6.5%
4 Bosnia	7.1%	-14.1%	-7.4%	-5.3%	19.0%	3	2	-0.1%	-0.8%
5 Brasil	-7.7%	-32.4%	-8.5%	-15.7%	-34.3%	5	0	-19.7%	-20.6%
6 Colombia	-14.2%	-19.5%	-14.3%	-5.0%	-19.7%	5	0	-14.5%	-14.7%
7 Filipinas	2.3%	-3.1%	-19.4%	-2.7%	-3.2%	4	1	-5.2%	-5.5%
8 Gambia	-4.2%	-4.8%	-22.4%	-12.1%	-27.6%	5	0	-14.2%	-14.8%
9 Ghana	-2.3%	-34.2%	-49.8%	-3.7%	-13.2%	5	0	-20.7%	-23.1%
10 India	-7.5%	-2.3%	-7.0%	-3.0%	0.3%	4	1	-3.9%	-3.9%
11 Indonesia	-42.1%	13.3%	-26.2%	-7.7%	16.3%	3	2	-9.3%	-12.3%
12 Jordania	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	N.D.	N.D.	0.0%	0.0%
13 Kenia	1.2%	-15.1%	-6.5%	-0.7%	2.0%	3	2	-3.8%	-4.1%
14 Marruecos	5.0%	-8.2%	-5.0%	-8.1%	13.7%	3	2	-0.5%	-0.9%
15 México	-18.1%	3.7%	-0.6%	4.7%	-11.3%	3	2	-4.3%	-4.8%
16 Pakistán	-4.2%	-11.4%	-10.8%	-4.7%	4.0%	4	1	-5.4%	-5.6%
17 Paraguay	-16.9%	-14.7%	-5.6%	-24.7%	-34.1%	5	0	-19.2%	-19.8%
18 Perú	-13.6%	-10.0%	-0.5%	2.4%	-2.0%	4	1	-4.7%	-4.9%
19 República Dominicana	-9.0%	-1.6%	-3.8%	-2.8%	-19.1%	5	0	-7.2%	-7.5%
20 Rusia	-71.1%	-23.5%	-4.1%	-6.6%	-5.2%	5	0	-22.1%	-28.5%
21 Sudáfrica	-16.9%	-4.8%	-18.7%	-37.6%	40.4%	4	1	-7.5%	-10.8%
22 Tailandia	28.8%	-2.1%	-13.4%	-2.2%	2.5%	3	2	2.7%	1.8%
23 Uganda	-16.3%	-9.5%	-14.8%	2.3%	-6.8%	4	1	-9.0%	-9.3%
Núm. países con depreciación	16	20	22	19	13	Promedio simple de los 23 países:		-7.8%	
Núm. países con apreciación	6	2	0	3	9	Promedio compuesto de los 23 países----->			-8.8%
Núm. países - sin cambio en valor	1	1	1	1	1				
Total	23	23	23	23	23				

Notas:

- 1 Las cifras negativas (en gris) denotan una depreciación de la moneda local respecto al dólar.
- 2 Las cifras positivas (en azul) denotan un fortalecimiento de la moneda local o apreciación respecto al dólar.

Fuente: Departamento de Estadística del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Volumen LVI, Núm. 10, Octubre de 2003, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, páginas 150-985.

A continuación figuran algunas conclusiones de la información recopilada:

- Cada año, más de la mitad (entre 57% y 96%) de los países de esta muestra experimentó una depreciación en su moneda.
- Nueve de los 23 países (39% del total de la muestra) experimentaron una depreciación de su moneda cada año.
- Las monedas de 15 países (65% del total de la muestra) se depreciaron por lo menos en cuatro de los cinco años analizados.
- Veintidós países (96%) experimentaron por lo menos tres años de depreciación monetaria.
- Con la excepción de Jordania, cuya moneda ha estado en la práctica ligada al dólar estadounidense, ninguna de las monedas de la muestra se mantuvo estable o se apreció con relación al dólar durante más de dos de los cinco años analizados.
- Solamente un país – Tailandia – experimentó una apreciación general moderada de su moneda en el periodo de los cinco años. Excepto Jordania, cuya moneda se mantuvo estable, el resto de los países de referencia sufrieron una depreciación global de sus monedas en el periodo analizado.
- El análisis de estos datos en un contexto regional revela que todas las regiones – Africa, Asia, Europa del Este, Latinoamérica y Medio Oriente – experimentaron una depreciación de sus monedas sobre una base total en el periodo de cinco años.
- Globalmente, las 23 monedas experimentaron una tasa de depreciación anual promedio, con relación al dólar estadounidense, del 7,8%. El promedio del descenso anual compuesto en el valor de las 23 monedas fue del 8,8%.

Los patrones hallados en esta muestra diversificada de monedas ponen de relevancia la vulnerabilidad de instituciones que, aunque operan en su moneda local, incurren en obligaciones financieras denominadas en monedas extranjeras. La incapacidad de predecir las tasas de cambio de moneda con un nivel razonable de certeza torna arriesgada cualquier proposición de

incurrir en tales obligaciones sin un mecanismo que mitigue con eficiencia el riesgo cambiario.

Asumir obligaciones en moneda extranjera, sin una protección contra los movimientos desfavorables de la tasa de cambio de moneda, expone al prestatario a la posibilidad de experimentar serios problemas financieros, incluyendo mayores gastos, menores sostenibilidad y rentabilidad, e incluso insolvencia. Las pautas gerenciales prudentes recomiendan a las IMF evitar la especulación en la medida de lo posible.



EL IMPACTO DE LA DEPRECIACIÓN DE LA MONEDA LOCAL

El ejemplo proporcionado en la Tabla 2 es una simple demostración de cómo una IMF puede incurrir en el riesgo cambiario debido a la volatilidad de la moneda en la que opera.

Este ejemplo ilustra un caso de depreciación gradual. Una devaluación fuerte y abrupta produciría costos de financiación de moneda fuerte mucho más elevados y pérdidas de divisas.

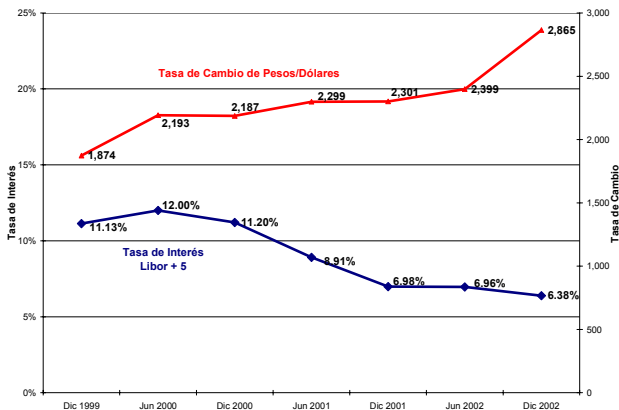
Tabla 2

Ejemplo del Impacto de la Depreciación Monetaria en una IMF

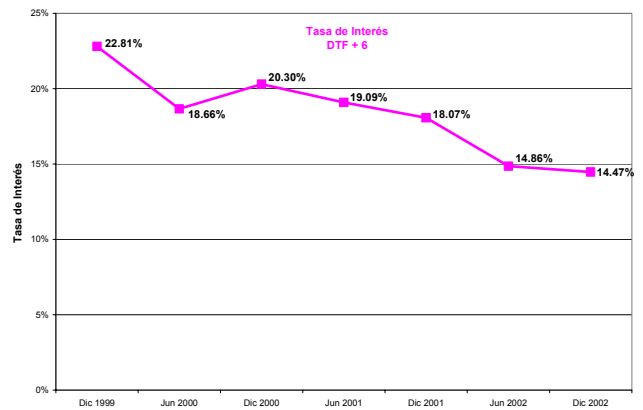
Al final de 1999, una IMF colombiana cuenta con las siguientes opciones de financiación para obtener un préstamo de US\$200.000 o su equivalente en pesos colombianos ("COP" o "pesos") durante tres años, para prestarlos localmente en pesos. A continuación se muestran los términos y la evolución de las tasas de cambio y de interés durante el transcurso de la vida del préstamo, así como el flujo de caja resultante en cada uno de los dos escenarios. Sírvase referirse al Anexo 1 donde hallará los datos y cálculos en los que se basan las cifras y los gráficos que se muestran seguidamente.

Préstamo en Dólares		Préstamo en Pesos	
Monto de Capital:	US\$200.000 Equivalente a 374.754.000 pesos, a la tasa de cambio de diciembre de 1999	Monto de Capital:	374.754.000 pesos Equivalente a US\$200.000, a la tasa de cambio de diciembre de 1999
Tasa de Interés:	Libor + 5%	Tasa de Interés:	DTF ⁵ + 6%
Vencimiento:	3 años	Vencimiento:	3 años
Pagos de Interés:	Semestral	Pagos de Interés:	Semestral
Amortización:	Pago al vencimiento	Amortización:	Pago al vencimiento

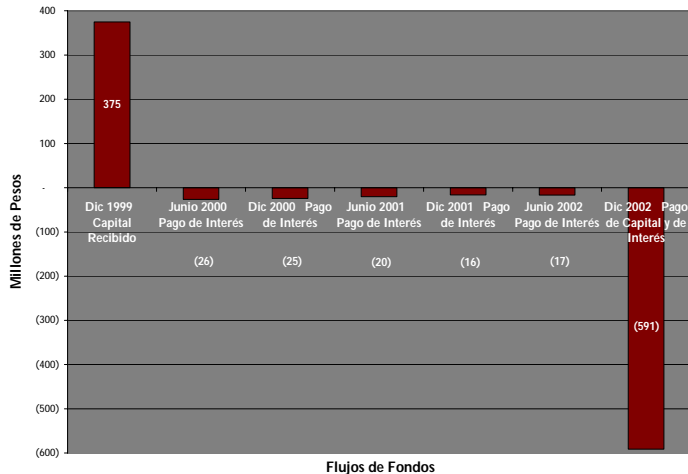
Evolución de las Tasas de Interés y de Cambio en Dólares



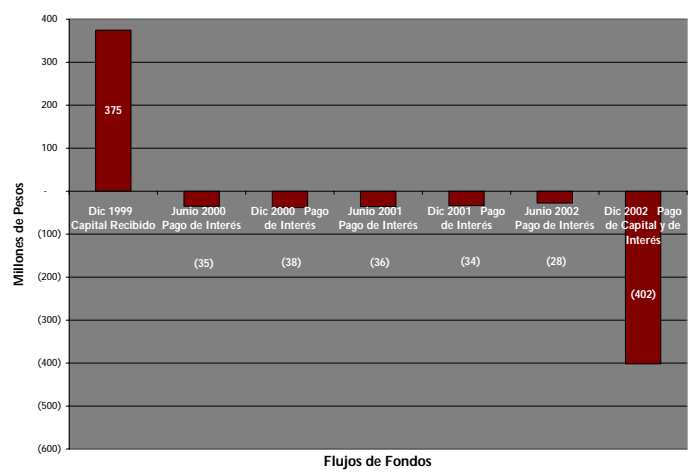
Evolución de las Tasas de Interés en Pesos



Flujos de Caja del Préstamo en Dólares



Flujos de Caja del Préstamo en Pesos



(Tabla 2, continuación)

Préstamo en Dólares	Préstamo en Pesos
<p>En el momento del desembolso del préstamo, cada dólar compraría a la IMF 1.873,77 pesos. Por una parte, la IMF paga tasas de interés inferiores sobre el préstamo en dólares, que las que pagaría por un préstamo en pesos. Por otra parte, a medida que el peso se deprecia en el transcurso de la vida del préstamo, la IMF necesita una cantidad de pesos cada vez mayor para comprar cada dólar que requiere para pagar los intereses semestrales. Parte del beneficio de contar con tasas de interés más bajas en dólares se contrarresta por la depreciación del peso versus el dólar.</p> <p>Al vencimiento del préstamo, al final del año 2002, la tasa de cambio de COP/US\$ era de 2.864,79 pesos por dólar. Los pesos de la IMF se habían depreciado en 35% con respecto al dólar. Aunque la IMF recibió el equivalente a 374.754.000 pesos al inicio del préstamo, al vencimiento necesitará 572.958.000 pesos para pagar el préstamo en dólares, o 153% del monto del préstamo recibido en pesos. En otras palabras, una depreciación del peso del 35% significa que la IMF necesita un 53% más de pesos que los que recibió durante el desembolso, para pagar la deuda en dólares al vencimiento. (Sírvese referirse al Anexo 2 para el análisis de la diferencia entre la tasa de depreciación de una moneda en un periodo de tiempo determinado y el porcentaje de incremento de moneda requerido para comprar una cierta cantidad de moneda de referencia al final versus al inicio del periodo.)</p> <p>La tasa de interés efectivo, en pesos, del préstamo en dólares es del 26%.</p>	<p>Las tasas de interés más elevadas del peso significan mayores pagos de interés sobre el préstamo en pesos, en comparación con el préstamo en dólares. Sin embargo, el impacto de la depreciación del peso en los pagos de interés sobre el préstamo en dólares limita el ahorro en el interés, comparado con el préstamo en pesos. Además, tanto el Libor como el DTF caen significativamente durante la vida del préstamo reduciendo, con el paso del tiempo, el monto de los pagos de interés en ambas situaciones. A lo largo de la vida del préstamo, la IMF paga 75.258.710 pesos más en intereses por el préstamo en pesos, en comparación con el préstamo en dólares.</p> <p>Los pagos más altos de interés en el préstamo en pesos son más que compensados por la diferencia en el monto de capital en pesos a ser pagado al vencimiento del préstamo, entre el préstamo en dólares y en pesos. En el caso del préstamo en moneda colombiana, la IMF debe los 374.754.000 pesos originales que recibió en el momento del desembolso del préstamo, o 198.204.000 pesos menos que la cantidad de pesos requerida para pagar el capital del préstamo de US\$200.000. A pesar de que el beneficio de un monto de capital en pesos más bajo se obtiene al final del periodo de tres años, en este caso es lo suficientemente substancial como para hacer que el préstamo en moneda colombiana sea más ventajoso económicamente para la IMF.</p> <p>La tasa de interés efectivo del préstamo en pesos es del 19%.</p>
<p>Si la moneda de la IMF se hubiera apreciado en el periodo 2000-2002 (como fue el caso de dos de los 23 países de referencia de WWB), ésta debería menos de su moneda local en dólares, al vencimiento del préstamo. No obstante, es arriesgado esperar que la moneda vaya a mantenerse a una tasa de cambio estable o apreciarse, y la investigación muestra que es poco probable que esto ocurra.</p> <p>Las IMF deberían manejar con prudencia el riesgo cambiario y evitar la especulación, en la medida que éste no es su negocio principal.</p>	

El ejemplo anterior ilustra una manera en la que una IMF puede evaluar el costo de los préstamos en moneda fuerte vs. los de moneda local. Además de los potenciales movimientos en la tasa de cambio de moneda extranjera, las tasas de interés podrían incrementarse o reducirse dependiendo de las condiciones macroeconómicas y la política monetaria durante el plazo del préstamo. Por lo tanto, es importante considerar: 1) La visión gerencial acerca de las tasas de interés, incluyendo el impacto potencial de los movimientos de la tasa de interés sobre el margen de interés neto de la IMF y su capacidad para transmitir a los clientes los incrementos de esta tasa; 2) La Política para la Gestión del Riesgo Cambiario de la IMF, que establece límites a la exposición al riesgo, así como formas de mitigarlo.



GESTIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO EN PAÍSES DESARROLLADOS Y EN DESARROLLO

Las instituciones solventes en los países en desarrollo tienen acceso a una amplia gama de instrumentos financieros para protegerse del riesgo cambiario. Esos instrumentos incluyen swaps, contratos de forwards, futuros, opciones sobre monedas y otros derivados. Los derivados o productos de gestión del riesgo son instrumentos derivados de un índice subyacente, tal como una moneda.⁶ El uso de derivados no sólo ha crecido muy rápidamente en los mercados desarrollados durante la década pasada, sino que también se ha vuelto más común en muchos países en desarrollo.

Algunos países en desarrollo con mercados de derivados activos son México, Sudáfrica, Tailandia, Brasil e India. Los mercados de derivados de divisas en estos países son muy líquidos y ofrecen una gama de productos que incluye contratos de forwards, opciones, swaps y, en algunos casos, futuros. Otros países en desarrollo, tales como Indonesia, Filipinas, Rusia, Perú y Colombia tienen mercados de derivados de divisas, aunque con ofertas de productos más limitadas y menor liquidez. Sin embargo, y a pesar del uso creciente de los derivados de divisas en varios países, estos productos no se encuentran disponibles actualmente en otros muchos países en desarrollo.

Más aún, las consideraciones de riesgo país y los estrictos requisitos crediticios de los mercados financieros de derivados pueden impedir que incluso las instituciones más sólidas de los países en desarrollo obtengan acceso a productos derivados de divisas.⁷ El proveedor del producto derivado necesita evaluar el riesgo de que su contraparte en la transacción no cumpla con su obligación en la fecha de entrega del contrato (“riesgo de la contraparte”) y obtener la aprobación de crédito para afrontar este riesgo. Es más, en algunos casos puede ser posible acceder a productos a largo plazo para la gestión del riesgo cambiario, pero implicaría aportar un colateral de maneras que podrían resultar costosas. Por lo tanto, la existencia de un mercado de derivados de divisas no garantiza en sí mismo el acceso a estos productos por parte de las IMF interesadas.

GESTIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO: LA EXPERIENCIA DE LOS MIEMBROS DE LA RED DE WWB

Aunque no hay información total disponible sobre el nivel de los préstamos en moneda fuerte incurrido por las IMF, diversos miembros de la red de WWB han obtenido préstamos en dólares estadounidenses o en euros.

Los miembros de la red de WWB y otras IMF que operan en distintos mercados financieros y entornos regulatorios han utilizado una gama de mecanismos para gestionar el riesgo cambiario. A continuación figuran cuatro estudios de caso sobre mecanismos de gestión del riesgo cambiario, utilizados por miembros de la red de WWB y otras IMF alrededor del mundo.

Estudios de Caso

A. Préstamo en Moneda Local Pagadero en Moneda Fuerte con una Cuenta de Devaluación Monetaria

Estructura de crédito utilizada por la Fundación Ford, con IMF tales como Kenya Women Finance Trust, que es esencialmente un préstamo en moneda local pagadero en dólares estadounidenses, con un

mecanismo de reserva designado para proveer protección al prestamista contra la depreciación de la moneda local con relación al dólar estadounidense, durante la vida del préstamo.

El funcionamiento de esta estructura de préstamo es el siguiente: el prestamista desembolsa un monto en dólares que la IMF convierte en moneda local. El monto de capital del préstamo se fija en el monto de la moneda local, pero es pagadero en dólares a la tasa de cambio predominante al vencimiento del préstamo. A través de este acuerdo, y sin ningún mecanismo de protección, el prestamista soportaría el riesgo de movimientos desfavorables en la tasa de cambio de moneda, puesto que el monto de capital se fija en moneda local.

Para mitigar el riesgo de cambio de moneda para el prestamista, la estructura incorpora una cuenta de devaluación monetaria. Esta cuenta es inicialmente financiada con una donación en dólares, por parte del prestamista, y el prestatario se compromete a depositar periódicamente montos adicionales predeterminados, en dólares. Los montos de estos depósitos periódicos son determinados basándose en la depreciación promedio de la moneda local, en comparación con el dólar, en los diez años anteriores. Al vencimiento del préstamo, el prestatario le paga al prestamista el monto de capital en moneda local y convertido en dólares a la tasa de cambio predominante, más los fondos retenidos en la cuenta de devaluación monetaria, siempre y cuando el pago total no exceda el monto original del préstamo desembolsado por el prestamista en dólares. Los fondos restantes en la cuenta de devaluación monetaria, después de pagar todos los montos adeudados al prestamista, continúan perteneciendo al prestatario.

El prestamista mitiga su exposición al riesgo cambiario, requiriendo depósitos periódicos de dólares que compensen la depreciación de la moneda local en la que se encuentra denominado el préstamo. Al aportar el depósito inicial para esta

cuenta en forma de donación, el prestamista participa en el costo de este mecanismo para la gestión del riesgo cambiario. Además, el prestamista limita su beneficio potencial al monto del desembolso de su préstamo original en dólares y asume el riesgo de que los depósitos acordados en dólares no sean suficientes para compensar la depreciación de la moneda local.

El prestatario, por otra parte, se encuentra protegido del efecto de los movimientos del cambio de divisa en el monto de capital del préstamo, y su exposición consiste en los compromisos de depósitos en la cuenta de devaluación monetaria, en dólares. Dado que necesitará comprar dólares para realizar los depósitos requeridos a la tasa de cambio predominante en el momento de cada depósito, el prestatario se encuentra expuesto en cuanto al monto de los futuros depósitos en cualquier momento dado. La responsabilidad del prestatario en cuanto al capital del préstamo se limita al menor de (a) la suma del monto de capital del préstamo en moneda local, más el saldo de la cuenta de devaluación monetaria al vencimiento del préstamo, y (b) el monto original en dólares, desembolsado por el prestamista como un préstamo. Por lo tanto, el prestatario nunca pagaría más que si se tratara de un préstamo estrictamente en dólares y, en el caso de que el saldo en la cuenta de devaluación monetaria no fuera suficiente para compensar la pérdida de valor del préstamo en moneda local, en comparación con el dólar, el prestatario no sería responsable de la diferencia. Este riesgo es asumido por el prestamista.

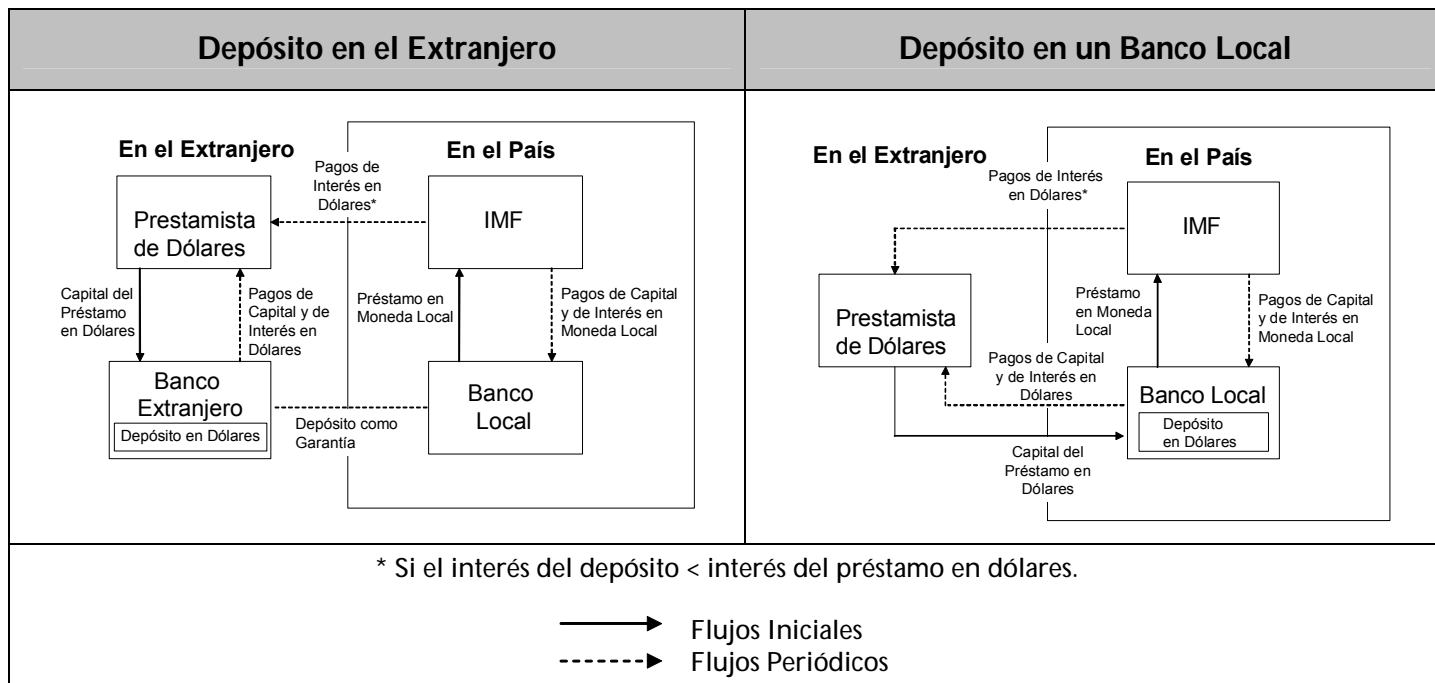
Otra consideración importante es que, a pesar de que el interés es pagadero en dólares, se acumula en el monto de capital en moneda local. Así, el prestamista asume el riesgo de cambio de divisa en los pagos de interés.

B. Préstamos Back-to-Back (Créditos con Garantía de Otro Crédito) en Moneda Fuerte/Moneda Local

Las afiliadas colombianas y dominicanas de WWB, así como otras IMF alrededor del mundo, utilizan el siguiente sistema para mitigar el riesgo cambiario con respecto a sus préstamos en dólares. Las ganancias del préstamo denominado en dólares se depositan en un banco en dólares; el banco, a su vez, emite un préstamo a la IMF en moneda local, tomando el

depósito en dólares como colateral. En algunos países, un banco puede tanto recibir el depósito en dólares como otorgar el préstamo en moneda local. En otros, como Colombia, se requiere que un banco afiliado extranjero tome el depósito en dólares, en el extranjero, y que un banco local emita el préstamo en moneda local⁸ (véase la Tabla 3).

Tabla 3



Algunos prestamistas internacionales pueden requerir que sus préstamos sean apalancados por la IMF, obteniendo un préstamo en moneda local equivalente, en más de una vez, al monto en dólares del capital del préstamo. Esto significa que el banco local debe estar dispuesto a tomar un depósito en dólares, como garantía de un monto de préstamo superior equivalente en moneda local.

Otras consideraciones importantes al adoptar este enfoque incluyen la solidez de la institución que toma el depósito, así como la existencia y el nivel de seguro del depósito. Vale la pena mencionar, asimismo, que el depósito estará sujeto al riesgo de ser intervenido por el gobierno del país donde se mantenga. Dado que los gobiernos pueden restringir el acceso a y la transferibilidad de moneda fuerte,

particularmente en una crisis de divisas, deben considerarse la estabilidad y perspectivas económicas del país al decidir dónde debe mantenerse el depósito.

Estas medidas mitigan el riesgo cambiario para la IMF, transfiriendo el riesgo del capital del préstamo en dólares, al banco local que toma el depósito como garantía. La exposición al riesgo cambiario que puede seguir afectando a la IMF, se deriva de las dos fuentes siguientes:

- 1) el margen entre las tasas de interés del préstamo en dólares y del depósito. Esta diferencia puede variar en el transcurso del tiempo debido a la fluctuación de las tasas de interés; por lo tanto, esta estructura es más atractiva económicamente

cuando se trabaja con préstamos concesionarios, cuyas bajas tasas de interés pueden ser compensadas con el interés recibido sobre el depósito; y

- 2) cualquier desfase en el calendario de vencimiento y amortización del préstamo en dólares versus el plazo del depósito. Por ejemplo, un préstamo amortizable en dólares, cubierto con un depósito en dólares a plazo fijo con la misma fecha de vencimiento dejaría a la IMF, a medida que se paga el préstamo, con un nivel de exposición igual a la diferencia entre el saldo pendiente del préstamo y el monto del depósito.

El costo total de este préstamo y del mecanismo de cobertura del riesgo cambiario está determinado por la tasa de interés efectivo del préstamo en moneda local, disponible para la IMF, más la diferencia entre las tasas de interés efectivo pagadas por el préstamo en dólares y recibidas sobre el depósito en dólares. Además, cualquier desfase entre el calendario de amortización del préstamo en dólares y el plazo del depósito podría conllevar costos adicionales.

Sin embargo, incluso suponiendo tasas de interés de préstamos comerciales, el apalancamiento del depósito en dólares puede aumentar la viabilidad económica de esta estructura. Al obtener un préstamo en moneda local equivalente a un múltiplo del monto del depósito en dólares entregado como garantía, la IMF puede reducir significativamente la base del interés en dólares para un determinado monto de préstamo en moneda local. Algunas IMF han logrado considerable éxito al apalancar sus depósitos en dólares con bancos locales, así como al aumentar el nivel de apalancamiento con el paso del tiempo, a medida que se integran en su sistema financiero local.

Finalmente, este método también ayuda a la IMF a superar uno de sus retos más difíciles: establecer relaciones con el sector financiero local.⁹

C. Contratos de Forwards

Como se mencionó anteriormente, los derivados diseñados para limitar la exposición al riesgo cambiario pueden constituir una opción natural para atenuar este riesgo, cuando se encuentran disponibles en el país y en la moneda de la IMF. Un ejemplo de tales instrumentos es el contrato de forward o simplemente forward. En este caso, la IMF obtiene un préstamo en moneda fuerte y firma por separado un contrato de forward, generalmente con una tercera parte, para fijar la futura tasa a la cual comprará la moneda fuerte para reembolsarle al prestamista.

La IMF sabe con certeza cuál será su flujo de caja en moneda local, en conexión con su pago de la deuda. Tanto la IMF como su contraparte en el contrato de forward corren el riesgo de que la tasa de cambio predominante en la fecha de entrega de este contrato sea más favorable que la que habían acordado. Sin embargo, la IMF no está sujeta a los movimientos en la tasa de cambio, en aquellos pagos cubiertos con un contrato de forward y conoce con certeza el monto de esos pagos en moneda local.

La principal consideración de riesgo para la IMF, en este acuerdo, es el riesgo de la contraparte inherente al contrato de forward: en otras palabras, el riesgo de que la contraparte no reembolse la moneda fuerte en la fecha de entrega del contrato de forward. Por lo tanto, es sumamente importante firmar estos acuerdos sólo con instituciones sólidas y de confianza.

Además, para que los contratos de forwards sean una opción para las IMF que tratan de mitigar el riesgo cambiario, deben cumplirse algunas condiciones. Primero, debe existir un mercado de contratos de forwards en la moneda de la IMF; en otras palabras, deben existir contrapartes a las que se permita y que estén dispuestas a firmar los contratos de forwards en esa moneda. Este es el caso de algunas de las monedas más líquidas, pero no de otras. Segundo, incluso si existe un mercado de contratos de

forwards, las contrapartes potenciales (por lo general bancos) deben estar dispuestas a suscribir un contrato de forward con una IMF. Como se mencionó anteriormente, los bancos requieren una aprobación de crédito para firmar un contrato de forward y la evaluación del riesgo de la IMF como contraparte es fundamental para la decisión. El banco debe determinar el riesgo que implica que una contraparte particular no cumpla con su obligación bajo el contrato de forward, tal como lo haría en el caso de una transacción de crédito.

Adicionalmente existen algunas consideraciones prácticas que determinan la viabilidad y el nivel de protección que puede lograrse a través de los contratos de forward. Dado que cada contrato de este tipo contiene una fecha de entrega específica, para poder cubrir una serie de pagos (por ejemplo, pagos de interés y capital), la IMF debería firmar una serie de acuerdos sobre la tasa de este contrato para que se equipare con el flujo de pago de la deuda. Esto podría ser complicado o costoso, debido a cuestiones tales como los montos de pago relativamente pequeños. Por lo tanto, los contratos de forwards son más apropiados para cubrir el riesgo cambiario en un reembolso de capital al vencimiento, que en un flujo de pagos de interés y capital. Otra limitación en el uso de los contratos de forwards podría derivarse de hasta qué momento en el futuro estos contratos se encontrarán disponibles comparado con el vencimiento del préstamo.

Dadas las consideraciones prácticas de los contratos de forwards, mencionadas anteriormente, las IMF que operan en monedas susceptibles de swaps deberían considerar que las características estructurales de un swap podrían hacerlo más adecuado para utilizarlo con un préstamo, que un contrato de forward. Los swaps se tratan con más detalle a continuación. Por lo tanto, dejando a un lado consideraciones de precios, una IMF debería favorecer el uso de un swap sobre los contratos de forwards para cubrir su riesgo cambiario en un préstamo. En la práctica, no obstante, el contrato de forward es a veces el mecanismo de cobertura preferido pues, aunque menos efectivo, es más

asequible que el swap cuando se utiliza para limitar el riesgo cambiario del capital de un préstamo, aunque se dejan los pagos de interés sin cubrir.

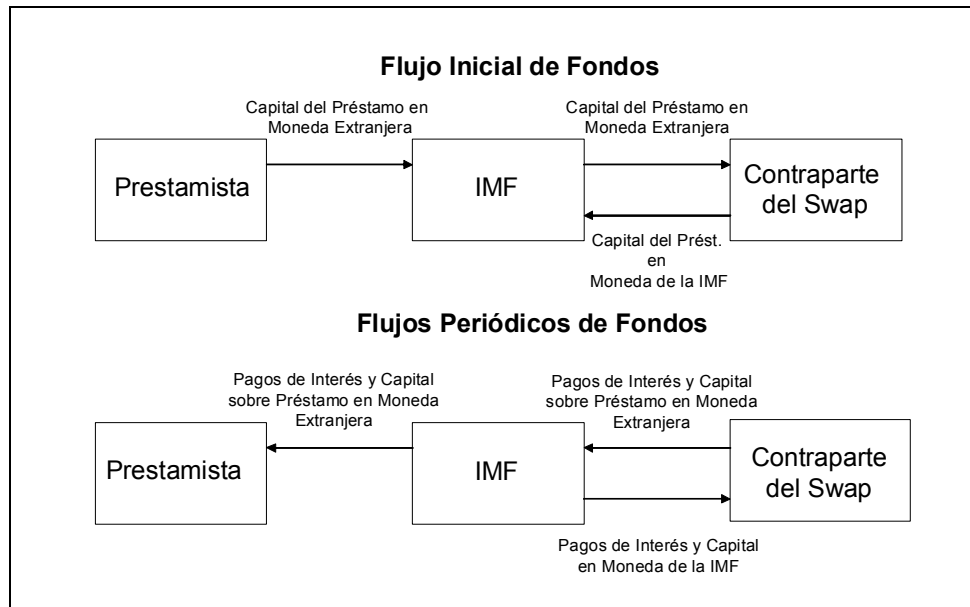
Las IMF que consideren el uso de contratos de forwards deben comparar el costo total del financiamiento -incluyendo la tasa de interés efectivo del préstamo en moneda fuerte y el costo de los contratos de forwards, así como el nivel de mitigación de riesgo obtenido – con el logrado mediante otros mecanismos de cobertura del riesgo cambiario (tales como el swap) y con el costo total del financiamiento en moneda local, si se encuentra disponible.

Finalmente, las IMF que consideren el uso de contratos de forwards deben instaurar una política para la utilización de estos instrumentos. Esta política debería establecer, por ejemplo, un monto mínimo para poder firmar contratos de forwards. A este nivel se deberían considerar los costos de transacción, que deberían fijarse en un monto que sea razonable, desde el punto de vista económico, para este mecanismo de cobertura.

D. Swaps

Otro derivado ampliamente utilizado para la gestión del riesgo cambiario es el swap. En un swap, las dos partes involucradas esencialmente intercambian obligaciones financieras. En otras palabras, una IMF con una obligación en moneda extranjera puede, en efecto, intercambiarla por una obligación en moneda local. Funciona de la siguiente manera: 1) un prestamista desembolsa un préstamo en moneda fuerte a la IMF; 2) la IMF intercambia con su contraparte del swap, el capital del préstamo en moneda fuerte por un monto de capital en moneda local; 3) en el transcurso de la vida del préstamo, la IMF realiza pagos de interés sobre el monto de capital en moneda local, a su contraparte, y a cambio recibe los montos de interés adeudados por el préstamo en moneda fuerte; 4) al vencimiento del préstamo, la IMF reembolsa el monto de capital recibido de su contraparte en moneda local y a su vez recibe el monto de capital en moneda fuerte, adeudado a su prestamista (véase la Tabla 4).

Tabla 4



El interés en un swap puede basarse en tasas fijas o flotantes. En el caso de que el interés pagado por la IMF a su contraparte del swap esté basado en una tasa flotante – como sucede generalmente en el caso de las monedas de los países en desarrollo – los montos reales que deben pagarse no serán conocidos a ciencia cierta por anticipado. No obstante, la IMF no se verá expuesta al riesgo cambiario ya que su obligación por el swap estará expresada en moneda local. Además, el prestamista no afronta un riesgo cambiario debido a que recibe el pago en moneda fuerte.

Como en el caso del contrato de forward, la principal consideración de riesgo para la IMF al optar por un swap es el riesgo de la contraparte o el riesgo de que la contraparte no cumpla con los pagos en moneda fuerte que la IMF a su vez debe a su prestamista. Por lo tanto, tal como se mencionó anteriormente, las IMF sólo deberían firmar contratos de esta naturaleza con instituciones sólidas y dignas de confianza.

Además, para que los swaps representen una opción viable para la gestión del riesgo cambiario, debe existir primero un mercado de swaps en la moneda de la IMF. Tal como se mencionó anteriormente, en los países en desarrollo sólo los mercados de

derivados de monedas más líquidas ofrecen swaps. En segundo lugar, incluso si existe un mercado de swaps, los estrictos requisitos crediticios para las potenciales contrapartes (generalmente bancos) pueden representar una barrera para muchas instituciones interesadas. Como en el caso de los contratos de forwards, los bancos evalúan el riesgo de la contraparte y requieren la aprobación de crédito para firmar un swap. El banco evalúa el riesgo que implica que una contraparte particular no cumpla con sus obligaciones relativas al swap, las cuales se asemejan a las obligaciones de un contrato de préstamo.

Si los swaps de moneda se encuentran disponibles para una IMF, la siguiente consideración debería ser el costo total del financiamiento y cómo se compara con lo logrado con otras alternativas de gestión del riesgo cambiario y con el costo de los préstamos en moneda local. Otro elemento importante es el tiempo requerido para ejecutar una transacción como ésta, que podrían ser meses. Si la transacción es nueva para las partes involucradas, se requerirá más tiempo para la estructuración legal, las aprobaciones, la fijación de precios y la ejecución, especialmente si participan grandes organizaciones, tales como las multilaterales. A este respecto,

trabajar con instituciones conocidas puede facilitar las aprobaciones y reducir el tiempo requerido para la debida diligencia, por lo que es importante desarrollar con anticipación relaciones con bancos y otras contrapartes potenciales. En algunos casos, esta relación previa puede influir sobre si una institución está dispuesta o no a firmar un swap con una parte interesada.

Además de atenuar el riesgo cambiario, un swap brinda potenciales beneficios intangibles a una IMF. El haber experimentado con éxito el riguroso proceso de evaluación de crédito requerido y el haber sido aprobada como contraparte, será muy bien considerado por otros financiadores locales e internacionales. Esto podría ayudar a abrir las puertas a nuevas relaciones de financiamiento o podría ser útil cuando se trate de negociar mejores términos crediticios con financiadores existentes. Finalmente, si el swap le permite a la IMF tomar un préstamo de un determinado prestamista internacional, esto podría mejorar la receptividad de otros prestamistas internacionales a prestarle a la IMF.

Al igual que con los contratos de forwards, las IMF que consideren el uso de swaps deben desarrollar una política para este propósito. En el contexto de una política más amplia de gestión del riesgo financiero, la política específica para el uso de swaps debería establecer un monto mínimo para poder firmar un swap. Este nivel debería explicar los costos de las transacciones, los que deberían fijarse en un monto que sea razonable, desde el punto de vista económico, para este mecanismo de cobertura cambiaria.¹⁰

Los cuatro mecanismos para la gestión del riesgo cambiario, descritos anteriormente, han sido aplicados por IMF en diferentes etapas de desarrollo y en una amplia gama de países. El Caso A, Préstamo en Moneda Local Pagadero en Moneda Fuerte con una Cuenta de Devaluación Monetaria, ha sido proporcionado por un prestamista concesionario e incluye un elemento de

donación o subsidio. Por consiguiente, esta estructura es particularmente adecuada para las IMF en etapas tempranas de desarrollo. El Caso B, Préstamos Back-to-Back en Moneda Fuerte/Moneda Local, es una alternativa que también incorpora un elemento de subsidio mediante el uso de préstamos concesionarios como colateral para préstamos locales, los cuales son otorgados a tasas comerciales. Esta estructura puede describirse como cuasi-comercial. Los Casos C y D, Contratos de Forwards y Swaps, son productos derivados ofrecidos en los mercados financieros, cuyo precio se basa en los parámetros del mercado, y son totalmente comerciales.

Cuanto más temprana sea la etapa de desarrollo de la IMF y de los mercados de derivados monetarios del país, más apropiadas serán las alternativas concesionarias. A medida que una IMF avanza en su etapa de desarrollo y progresa en su integración en el sistema financiero local, otras alternativas se hacen viables. En el Caso B, la IMF recibe aún un préstamo concesionario en moneda fuerte pero también obtiene un crédito de un banco local a tasas comerciales. En los Casos C y D, los contratos de forwards y los swaps se encuentran disponibles para IMF maduras y sólidas en monedas con mercados de derivados líquidos.



¿CÓMO PUEDEN LOS PRESTAMISTAS INTERNACIONALES AYUDAR A LAS IMF A MITIGAR EL RIESGO CAMBIARIO?

Entre los prestamistas internacionales parece existir un consenso creciente en cuanto a que el riesgo cambiario representa una amenaza para la sostenibilidad de las IMF y para su capacidad de pagar sus préstamos en moneda fuerte. Las experiencias con las crisis de cambio de

moneda extranjera han destacado la vulnerabilidad y el potencial para la interrupción de las operaciones de instituciones con obligaciones en moneda fuerte sin cobertura cambiaria, las cuales pueden multiplicarse en términos de moneda local en un periodo corto de tiempo. Estas crisis incluyen devaluaciones importantes, tales como las experimentadas durante la crisis asiática en 1997 o en Argentina en el 2001, así como depreciaciones monetarias abruptas, tal como el caso de la República Dominicana desde el año 2002. A la luz de estos acontecimientos, muchos prestamistas internacionales de IMF consideran que el riesgo cambiario es un asunto que debe contemplarse para poder prestar un mejor servicio a sus clientes y para evitar exponer a las IMF a un riesgo indebido. A pesar de esto, intentar abordar el asunto prestándole a las IMF en su moneda local puede constituir una iniciativa de considerable importancia para un prestamista, dada la magnitud de los cambios y la preparación requerida.

Primero, para poder prestar en la moneda local, un prestamista internacional debe idear un mecanismo para mitigar su propio riesgo cambiario, esto es, el riesgo de incurrir en pérdidas debido a la depreciación de la moneda local en comparación con la moneda del prestamista. Además, el prestamista debe obtener la aprobación de sus inversores o financiadores respecto al uso previsto para los fondos. Por ejemplo, un fondo de inversión comercial del que sus inversores esperan obtener una ganancia en dólares, posiblemente deba recurrir a otra base de inversores para financiar una iniciativa de préstamo en moneda local. Otra limitación para el prestamista interesado en prestar en moneda local podría provenir de sus estatutos. Un ejemplo es el caso de BlueOrchard Finance, cuyos estatutos actuales le impiden prestar en monedas que no sean dólares estadounidenses, euros o francos suizos. Además, en ciertos países los prestamistas internacionales pueden afrontar restricciones regulatorias que les compliquen las operaciones de préstamo. Ejemplos de estas restricciones se encuentran en la India y Marruecos, países que imponen topes a las tasas de interés de los préstamos del extranjero.

A pesar de los obstáculos, algunos prestamistas internacionales están otorgando préstamos a IMF en moneda local, mientras que otros se encuentran en el proceso de establecer servicios para ese fin. Oikocredit y Triodos Bank son dos prestamistas internacionales que suministran préstamos a IMF en moneda local. Para este propósito, cada una de ellas ha desarrollado su propio mecanismo de gestión del riesgo cambiario.

En los lugares donde se halla disponible el swap, por ejemplo en Indonesia, India, Sudáfrica, Brasil y México, Triodos combina un préstamo en moneda local con un swap de moneda. Para las monedas en las que el swap no se encuentra disponible, Triodos le fija un precio al préstamo en moneda local, según el riesgo que éste implique, incluido el riesgo cambiario. Al fijarle un precio a un préstamo, además del costo de los fondos, los gastos operativos y las provisiones, Triodos agrega un elemento de riesgo cambiario. La intención del componente del riesgo cambiario en el precio es compensar la depreciación monetaria y proteger el fondo de préstamo. El cargo del riesgo cambiario se basa en factores tales como la situación política y macroeconómica del país, su contexto social y las tendencias históricas en la devaluación de su moneda.

Además de fijar un precio para sus préstamos en moneda local que refleje el riesgo cambiario, la política de Triodos consiste en limitar la asignación de fondos, en cualquier moneda, a un máximo del 10% de su cartera. No obstante, incluso con estas medidas, Triodos considera que su cartera de préstamos en moneda local presenta un alto riesgo y reconoce que está sujeto a la fluctuación impredecible de sus monedas. Por lo tanto, Triodos está preparada para aceptar las marcadas diferencias en el desempeño de su cartera de préstamos en moneda local, de año en año. Aunque Triodos ha afirmado que no ha experimentado pérdidas considerables en su cartera de préstamos en moneda local, también reconoce que hasta el momento no se ha visto expuesta a depreciaciones monetarias fuertes o a devaluaciones.

Oikocredit ha prestado tradicionalmente en dólares o euros, pero admite que la mayor parte de sus prestatarios no tiene capacidad para limitar su exposición al riesgo cambiario. Es consciente también de que, en la mayoría de los casos, el propio Oikocredit tampoco puede limitar su exposición a este riesgo. Más aún, la crisis asiática impulsó un cambio fundamental en su visión de dicho riesgo. Oikocredit se dio cuenta de que la reprogramación de los préstamos no era suficiente para resolver la considerable carga que las obligaciones en moneda extranjera habían creado en sus prestatarios de los países afectados, debido a las devaluaciones sufridas. Oikocredit decidió que era necesaria una solución estructural para abordar este problema, de modo que estableció su Fondo de Riesgo de Moneda Local (LCRF, por sus siglas en inglés).

Oikocredit describe su LCRF como un tipo de seguro de riesgo de la tasa de cambio, establecido con fondos recibidos de miembros de Oikocredit para este fin. Al final de 2003, el fondo había aumentado hasta más de cinco millones de euros y la meta es alcanzar los diez millones de euros al final de 2005.

El LCRF "asegura" a su prestamista, Oikocredit, ante las fluctuaciones en la tasa de cambio entre el euro y la moneda local del préstamo, garantizando un rendimiento de 9% en euros. Los préstamos en moneda local son otorgados basándose en las tasas de mercado flotantes para la moneda en cuestión, con un plazo máximo de vencimiento de seis años.

El LCRF recibe ingresos del rendimiento de sus propios fondos invertidos y de los superavits sobre los préstamos otorgados en moneda local, esto es, el interés recibido sobre los préstamos en moneda local que exceda el 9% de rendimiento en euros garantizado al prestamista. Los costos para el LCRF se derivan de cualquier depreciación de la moneda local que exceda la diferencia de la tasa de interés entre la tasa de interés fijado en moneda local y el rendimiento de un 9% garantizado al prestamista.

El funcionamiento durante la vida de un préstamo es el siguiente: 1) el prestamista reembolsa el préstamo en

moneda local; 2) el valor del euro en cada cuota y el pago del interés recibido en moneda local se deduce del valor del préstamo en euros (+ 9% del interés anual) en el momento que se recibe; 3) al vencimiento del préstamo se realiza un cálculo final, comparando el contravalor de todos los pagos en moneda local al cambio, realizados a lo largo de los años, con el monto original en euros + el 9% de interés; 4) si el contravalor en euros es más elevado que el monto de capital original del préstamo + 9%, la diferencia se deposita en el LCRF – si es más bajo, Oikocredit recibe la diferencia por parte del LCRF.

Aunque en principio todos los países son elegibles para recibir préstamos en moneda local, Oikocredit evita países con una inflación extremadamente alta o países calificados con un elevado riesgo. Entre sus otras políticas figura un monto de préstamo máximo por "proyecto", así como por país.

Hasta la fecha, la experiencia de Oikocredit con el LCRF ha sido fundamentalmente positiva. Oikocredit ha podido financiar IMF a las que, de otro modo, no hubiera podido prestarles. Además, las IMF valoran el hecho de que no soportan ningún riesgo cambiario. Hasta el momento se ha pagado más al fondo que lo que se ha desembolsado. Sin embargo, como en el caso de Triodos, no se ha experimentado aún ninguna devaluación importante. Oikocredit es consciente de que, en una situación de crisis grave, tal como la crisis asiática, el LCRF podría incurrir en grandes pérdidas. No obstante, en función de su experiencia, Oikocredit tiene planes para expandir sus préstamos en moneda local a algunos países nuevos en África, América Central y, probablemente, Europa del Este.

Otros prestamistas internacionales han reconocido también el potencial impacto del riesgo cambiario sobre las IMF y la necesidad de ofrecer préstamos que no hagan a las IMF incurrir en ese riesgo. Algunos ejemplos de prestamistas internacionales que han respondido ya a esta necesidad a través de préstamos en moneda local, o que se encuentran en el proceso de establecer servicios para este propósito son Finance for Development (FMO), BIO, responsAbility y Deutsche Bank. Otro banco

internacional importante, Société Générale, está también otorgando financiamiento en moneda local a través de su red de sucursales.



CONCLUSIONES

Muchas IMF afrontan a menudo la decisión de si obtener o no financiamiento en moneda fuerte y exponerse al riesgo cambiario. El financiamiento en moneda fuerte puede derivarse de uno de los siguientes factores.

- La IMF cuenta con opciones limitadas o muy costosas de préstamos en moneda local. Adicionalmente, en algunos casos, los prestamistas internacionales están preparados para otorgar préstamos de mayores montos en términos favorables para las IMF (por ejemplo, no asegurados), en comparación con los bancos locales.
- La IMF considera que el costo total de obtener préstamos en moneda fuerte será más barato que el de los préstamos en moneda local. En otras palabras, la IMF cree que la tasa de depreciación de su moneda local será inferior que la diferencia entre las tasas de los préstamos en moneda local y en moneda fuerte. Esta situación ilustra un dilema común para las IMF: optar entre las tasas más elevadas de los préstamos locales y las tasas más bajas de los préstamos en moneda fuerte vinculadas con la depreciación de la moneda local.
- La IMF ofrece a sus clientes préstamos en moneda fuerte porque las transacciones financieras se realizan

en moneda fuerte en el país de la IMF (por ejemplo, Bolivia) y existe una necesidad de emparejar las monedas. Para más información sobre los niveles de dolarización en los 23 países de referencia de la muestra de WWB, sírvase referirse al Anexo 3.

Si la IMF opta por asumir un riesgo cambiario, debería hacerlo bajo políticas establecidas que fijen niveles máximos de exposición al riesgo y métodos para mitigarlo. Estas políticas deberían desarrollarse teniendo en cuenta que la exposición al riesgo cambiario hace a las IMF vulnerables a factores fuera del control de su gerencia y que asumir tal riesgo se encuentra fuera del ámbito de actividades de una IMF. Para que estas políticas y métodos sean prácticos y económicamente viables para la gestión del riesgo cambiario (por ejemplo, un monto mínimo de exposición al riesgo para calificar para la cobertura), deberían considerar los costos que implica protegerse de dicho riesgo.

Si una IMF va a exponerse al cambio de moneda extranjera, los lineamientos prudentes recomiendan que un nivel manejable de riesgo cambiario es un ratio de activos en moneda extranjera respecto a obligaciones en moneda extranjera no superior a 1,1 y no inferior a 0,9. Como porcentaje del capital, por lo general se aconseja que la exposición al riesgo cambiario no exceda del 10% al 15%. Además de estos niveles de riesgo, WWB recomienda a las IMF seleccionar opciones de financiamiento en moneda local, a menos que se encuentre preparada para gestionar el riesgo cambiario asociado con la obtención de préstamos en moneda fuerte a través de un mecanismo de cobertura cambiaria.

Además, para refinar e individualizar la evaluación del riesgo cambiario, WWB sugiere que las IMF realicen en sus proyecciones análisis de sensibilidad, explorando el impacto de movimientos potenciales de las tasas de interés sobre su rentabilidad y su condición financiera. Este ejercicio puede proporcionar valiosos conocimientos acerca de la capacidad de la IMF para soportar la volatilidad de la moneda y también ser útil para establecer políticas de riesgo cambiario elaboradas a la

medida de la situación y la estructura financiera de cada institución.

A pesar de que el número creciente de regímenes de moneda flotante alrededor del mundo disminuye la posibilidad de una depreciación o devaluación severa o abrupta, continuamos viendo ejemplos de monedas que experimentan una depreciación substancial en periodos de tiempo relativamente cortos (por ejemplo, la República Dominicana). Las IMF que obtienen préstamos en moneda fuerte, sin limitar su exposición al riesgo cambiario, son vulnerables a los movimientos de moneda desfavorables, que por lo general son difíciles de predecir. Además, la estabilidad en el margen de interés neto que resulta de evitar o limitar el riesgo cambiario es mucho más beneficiosa para una IMF que cualquier ganancia potencial a corto plazo, que pudiera derivarse de la exposición al riesgo cambiario.

WWB elogia a aquellos prestamistas internacionales que, reconociendo el impacto potencial del riesgo cambiario en las IMF, han desarrollado servicios para otorgar préstamos en moneda local o estructuras para mitigar el riesgo. WWB insta a todos los prestamistas y donantes internacionales a explorar formas de minimizar este riesgo para las IMF cuando estructuren sus servicios. Al permitir a las IMF concentrarse en su misión y en su área de negocio fundamentales, sin incurrir en un riesgo cambiario indebido, los prestamistas y donantes internacionales continuarán fomentando el fortalecimiento y el crecimiento de las microfinanzas.

**EJEMPLO DEL IMPACTO DE LA MONEDA EN UN PRÉSTAMO A
TRES AÑOS EN DÓLARES, EN COLOMBIA**

Monto del Préstamo:	200.000			
Tasa de Interés: Libor +	5%			
Tasa de Crédito de Moneda Local: DTF +	6%			
	Préstamo en Dólares Estadounid.		Préstamo en Pesos	
	Dólares	En Pesos	Pesos	Equiv. Dólares
Dic 1999 Capital Recibido	200.000	374.754.000	374.754.000	200.000,00
Junio 2000 Pago de Interés	(12.000)	(26.317.320)	(34.964.548)	(15.942,91)
Dic 2000 Pago de Interés	(11.204)	(24.502.825)	(38.037.531)	(17.392,40)
Junio 2001 Pago de Interés	(8.909)	(20.479.880)	(35.770.269)	(15.560,07)
Dic 2001 Pago de Interés	(6.981)	(16.066.160)	(33.859.024)	(14.712,81)
Junio 2002 Pago de Interés	(6.956)	(16.686.792)	(27.844.222)	(11.607,47)
Dic 2002 Pago de Capital y de Interés	(206.380)	(591.235.360)	(401.867.452)	(140.278,15)
Perspectiva de la IMF		Prést. en Dólares	Prést. en Pesos	
Pagos de Deuda Total en Pesos		(695.288.337)	(572.343.047)	
Dif. entre Prést. en Dólares y Pesos		(122.945.291)		
Como % de Pagos de Prést. en Pesos		21%		
Capital en Pesos				
Inicial		374.754.000	374.754.000	
Al Vencimiento		572.958.000	374.754.000	
Diferencia		198.204.000		
% de Capital Inicial en Pesos		53%	0	
Suma de Pagos de Interés en Pesos		(122.330.337)	(197.589.047)	
Diferencia		(75.258.709)		
% de Interés en Pesos		-38%		
% de Capital Inicial en Pesos		-20%		
Tasa de Interés Efectivo* en Pesos		26%	19%	
	Tasa de Cambio	Libor	DTF	
Fin 1997	1.293,58			
Med 1998	1.363,04	5,78125	34,37	
Fin 1998	1.507,52	5,06563	35,34	
Med 1999	1.732,10	5,65000	18,42	
Fin 1999	1.873,77	6,13000	16,81	
Med 2000	2.193,11	7,00000	12,66	
Fin 2000	2.187,02	6,20375	14,30	
Med 2001	2.298,85	3,90875	13,09	
Fin 2001	2.301,33	1,98125	12,07	
Med 2002	2.398,82	1,95625	8,86	
Fin 2002	2.864,79	1,38000	8,47	

Sources: Banco de la Republica (Colombia), IMF International Financial Statistics and British Bankers' Association.

* Asumiendo que no hay comisiones ni otros cargos.

TASA DE DEPRECIACIÓN VERSUS REQUISITOS DE INCREMENTO DE MONEDA

¿Por qué, en el “Ejemplo del Impacto de la Depreciación Monetaria en una IMF”, la IMF colombiana necesita un 53% más de pesos que los que recibió durante el desembolso del préstamo en dólares, para su reembolso al vencimiento, si el peso colombiano se ha depreciado en un 35%?

A pesar de que en la práctica es común equiparar la depreciación monetaria con el porcentaje de incremento de moneda requerido para comprar una cantidad determinada de moneda de referencia, tras un periodo de depreciación, técnicamente se trata de dos conceptos diferentes.

La depreciación es la reducción en el valor de una moneda con respecto a otra moneda. Se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{(\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo} - \text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo})}{\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo}}$$

El monto adicional de moneda requerida para comprar un monto determinado de moneda de referencia al final de un periodo, en comparación con el inicio del periodo, se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{(\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo} - \text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo})}{\text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo}}$$

Conceptualmente, la diferencia entre las dos medidas puede ilustrarse a través de un sencillo ejemplo:

Inicio del Periodo	Fin del Periodo
1 peso = 1 dólar	1 peso = 0,67 dólar
	0
	1,5 pesos = 1 dólar

Al final del periodo, el peso se ha depreciado de la siguiente manera:

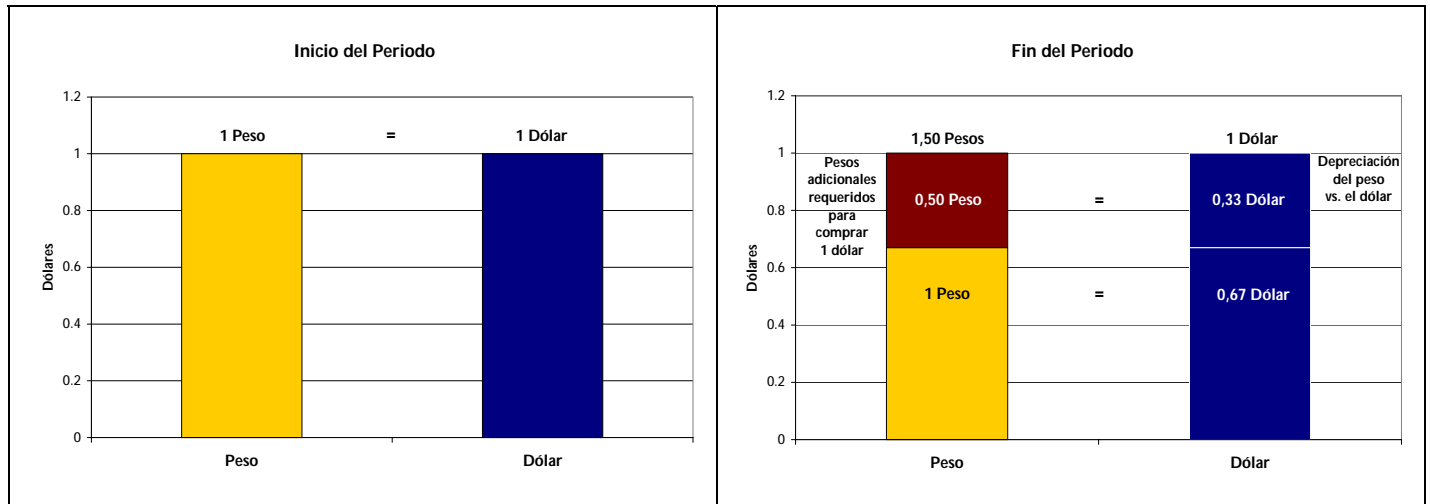
$$\frac{(\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo} - \text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo})}{\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo}} = \frac{(1,5 - 1)}{1,5} = 33\%$$

Esta depreciación del 33% es un reflejo del hecho de que un peso vale 0,67 dólares al final del periodo, en comparación con un dólar al inicio del periodo.

Como resultado de la depreciación del 33% del peso versus el dólar, al final del periodo se requiere un 50% más de pesos que al inicio, para comprar un dólar:

$$\frac{(\text{Tasa de Cambio al Final del Periodo} - \text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo})}{\text{Tasa de Cambio al Inicio del Periodo}} = \frac{(1,5 - 1)}{1} = 50\%$$

Los siguientes gráficos ilustran la diferencia y la relación entre las dos medidas.



Tras la paridad al inicio del periodo, el peso se deprecia en un 33% con respecto al dólar. En otras palabras, el peso pierde un tercio de su valor inicial de un dólar. Esto significa que cada peso compra 0,67 dólares al final del periodo. Por consiguiente, para poder comprar los 33 centavos adicionales por dólar, se requiere un incremento de 0,50 pesos por cada dólar o 50% más de pesos que al inicio del periodo, llegando la tasa de cambio a 1,50 pesos por dólar.

DOLARIZACIÓN

I. ¿Qué es la Dolarización?

La dolarización acontece generalmente cuando los habitantes de un país utilizan extensamente el dólar estadounidense u otra moneda extranjera, junto a o en lugar de la moneda nacional. La palabra dolarización se emplea a veces, de manera imprecisa, con diferentes significados. Puede referirse a países que utilizan el dólar como su moneda de curso legal. En otros casos, se refiere a países con un alto nivel de actividades basadas en dólares en el país. También se emplea para denotar un país que utiliza una moneda extranjera, no necesariamente el dólar, en su economía. La dolarización es actualmente un tema muy debatido entre los macroeconomistas.

La dolarización se está haciendo cada vez más común en muchas economías de mercados emergentes. Los gobiernos toman préstamos en dólares, las personas pueden mantener cuentas bancarias en dólares y los empresarios, las compañías y las familias pueden obtener préstamos en dólares, tanto en el país como en el extranjero. La región de América Latina y el Caribe es la más dolarizada del mundo, seguida por Asia. Africa ha permanecido de manera consistente como la región menos dolarizada del mundo.

II. Dolarización Total (Denominada también “Dolarización Oficial”)

¿Qué es la Dolarización Total?

La dolarización total se produce cuando un país abandona su propia moneda y adopta oficialmente una moneda extranjera – por lo general el dólar estadounidense - como su moneda de curso legal predominante o exclusiva para todas las transacciones financieras.

¿Qué Países Se Encuentran Totalmente Dolarizados?

La Tabla 1 muestra los tres países del mundo que se encuentran más dolarizados: Panamá, Ecuador y El Salvador.

Tabla A:
Las Tres Economías más Dolarizadas fuera de los Estados Unidos

País	Fecha de Dolarización	Población (2003)	PIB (2002)
Panamá	1904	3 millones	US\$17.300 millones
Ecuador	2000	13,7 millones	US\$41.700 millones
El Salvador	2001	6,5 millones	US\$30.000 millones

Fuentes: Basics of Dollarization; CIA World Factbook.

Además de los países que se muestran en la Tabla A, existen otros 28 países o estados-nación totalmente dolarizados. El más grande de éstos es Puerto Rico (con una población de 3,5 millones), un Estado Libre Asociado de los Estados Unidos, y Bhutan (con una población de 1,5 millones), una nación independiente que utiliza la rupia india. Las 26 naciones restantes tienen cada una poblaciones inferiores a 200.000 habitantes, y muchas de ellas son territorios, repúblicas o dependencias de otros países. Algunas son ciudades-estado plenamente integradas con las economías de sus países vecinos, tales como Mónaco, Liechtenstein y Andorra.

¿Por Qué Se Dolarizan Totalmente los Países?

Los países se han dolarizado en diferentes momentos de la historia por distintas razones. Panamá se dolarizó en 1904, tras independizarse de Colombia. Ecuador se dolarizó en el año 2000, como respuesta a una crisis económica. Desde que se dolarizó totalmente, la tasa de inflación en Ecuador ha caído y el PIB ha aumentado. El Salvador se dolarizó en el 2001 para vincular más su economía a la de Estados Unidos, país al que destina un tercio de sus exportaciones y del que recibe aproximadamente unos 2.000 millones de dólares anuales en remesas.

Las razones más comúnmente esgrimidas por los países que se dolarizan, oficial o totalmente, son:

1. Eliminación del riesgo monetario.
2. Inflación más baja.
3. Crecimiento más rápido.
4. Mercados financieros "más profundos".¹¹
5. Tasas de interés más bajas.
6. Disciplina fiscal presupuestaria.

¿Cuáles Son las Desventajas de la Dolarización Total?

A continuación se enumeran los argumentos típicos de aquellos que se oponen a la dolarización total:

1. Pérdida de control sobre la política monetaria.
2. Pérdida de los mecanismos del "prestamista de último recurso".
3. Incremento del riesgo para el sistema bancario.
4. Pérdida del señoraje (ganancia del gobierno al emitir moneda).
5. Pérdida de un símbolo nacional.

III. Dolarización Parcial (Denominada también "Dolarización no Oficial")

¿Qué Es la Dolarización Parcial?

Existen varias formas de dolarización parcial. Cualquier tipo de dolarización que no es "total" u "oficial" puede incluirse en esta categoría. La definición más amplia y reciente es una economía cuyas unidades familiares y empresas mantienen una parte de su cartera (incluyendo saldos en efectivo) en activos en moneda extranjera y/o donde los sectores público y privado tienen deudas expresadas en moneda extranjera.

La dolarización parcial puede adoptar varias formas, incluyendo la sustitución de activos, la sustitución de moneda, la dolarización semi-oficial, la dolarización de activos y la dolarización de pasivos. La sustitución de activos tiene lugar cuando las personas mantienen bonos extranjeros y depósitos en el extranjero. La sustitución de moneda se refiere al uso de dinero extranjero como medio de cambio. Si se produce la sustitución de moneda, las personas mantienen depósitos de grandes sumas de moneda extranjera en el sistema bancario nacional (si esto es permitido) y, subsiguientemente, pagarán extranjeros para utilizar como pago. Los sueldos, los impuestos y los gastos cotidianos – como los de comestibles y las cuentas de electricidad – se siguen pagando en moneda local. Los artículos de precios más elevados, tales como autos y casas, se pagan por lo general en moneda extranjera. En una dolarización semi-oficial se utiliza aún más la moneda extranjera, cuando se permite utilizar ésta como moneda de curso legal y puede incluso dominar los depósitos bancarios. Los precios en moneda local pueden estar indexados a la tasa de cambio de la moneda extranjera o denominados en moneda extranjera. Algunos economistas también distinguen entre la dolarización de activos – el uso de moneda extranjera en cualquiera de las tres funciones del dinero: como una unidad de cuenta, como un medio de intercambio, o como una reserva de valor – y la dolarización de pasivos, el mantenimiento de las obligaciones de deuda en moneda extranjera, ya sea por parte del sistema bancario nacional o del gobierno.

En la mayor parte de las economías parcialmente o no oficialmente dolarizadas, el dólar estadounidense es la moneda extranjera seleccionada. Esto es particularmente cierto en América Latina y el Caribe. Rusia presenta también un elevado nivel de dolarización.

¿Qué Países Tienen los Niveles más Elevados de Dolarización Parcial?

La Tabla B muestra los niveles de dolarización parcial en los 23 países tomados como referencia por WWB. La columna A muestra la proporción de depósitos en moneda extranjera con respecto al total de depósitos en cada país. Este método ha sido muy utilizado, por ser el que brinda la mejor estimación para medir la dolarización parcial. Una medición más reciente, en la columna B, emplea un índice compuesto, definido más ampliamente.

**Tabla B:
Economías Parcialmente Dolarizadas**

País	Región	A ¹² 2001 Porcentaje de Depósitos en Moneda Extranjera/Total de Depósitos	B ¹³ Niveles de Dolarización
Bolivia	América Latina	91,5	Muy alto
Paraguay	América Latina	66,9	Muy alto
Perú	América Latina	66,0	Muy alto
Bosnia-Herzegovina	Europa	62,5	Alto
Ghana	Africa	30,8 (en 2000)	Alto
Jordania	Medio Oriente	N.D.	Alto
Uganda	Africa	29,9 (en 2000)	Alto
Rusia	Europa	34,3	Alto
Pakistán	Asia	31,0	Alto
Filipinas	Asia	30,7	Alto

Indonesia	Asia	20,1	Alto
Kenia	Africa	15,2	Muy bajo
México	América Latina	10,8	Moderado
Brasil	América Latina	N.D.	Moderado
Colombia	América Latina	N.D.	Moderado
Sudáfrica	Africa	6,2	Bajo
Tailandia	Asia	1,3	Alto
Bangladesh	Asia	0,5	Muy bajo
Benín	Africa	N.D.	Muy bajo
República Dominicana	América Latina	N.D.	Muy bajo
Gambia	Africa	N.D.	Muy bajo
India	Asia	N.D.	Muy bajo
Marruecos	Africa	N.D.	Muy bajo

Fuentes: Dollarization of the Banking System: Good or Bad y Addicted to Dollars.

Como puede observarse en la Tabla B, cuatro países (tres de ellos de América Latina) tienen depósitos en moneda extranjera que comprenden más de 50% del total de depósitos. Tres países son clasificados como países con un alto nivel de dolarización. Al otro lado del espectro se encuentran países como Sudáfrica, Tailandia y Bangladesh, cada cual con menos del 10% de depósitos en moneda extranjera. Curiosamente, Tailandia es clasificado de manera distinta en las dos columnas. Aunque tiene un porcentaje insignificante de depósitos en moneda extranjera (columna A), en la columna B es clasificado como “Alto”, debido a la elevada proporción de deuda externa extranjera del sector privado.

IV. ¿Qué Relación Tiene la Dolarización con las Microfinanzas?

Existe una amplia gama de niveles de dolarización en los países donde las afiliadas o asociados de WWB se encuentran activos. Ninguno de estos países está totalmente dolarizado. El nivel de dolarización afectará a cómo una IMF maneja sus préstamos, denominados en moneda extranjera, de un prestamista internacional y por lo tanto el riesgo de moneda resultante. La dolarización afectará también al riesgo de moneda de los inversores internacionales, realizando inversiones de capital en las IMF. El nivel de dolarización de un país (combinado con las regulaciones bancarias locales) también determina si una IMF puede volver a prestar en moneda extranjera (por lo general en dólares) o aceptar depósitos en dólares. De hecho, el nivel de dolarización es inversamente proporcional al riesgo cambiario de una IMF: cuanto más dolarizada está una economía, menor es el riesgo cambiario en el que incurre la IMF, y viceversa. A continuación figuran diversos aspectos de la dolarización y cómo afecta a las IMF.

La Dolarización Total Elimina el Riesgo Monetario para las IMF que Toman Préstamos en Moneda Extranjera.

El nivel de dolarización en un país se torna importante para una institución de microfinanzas que está recibiendo préstamos denominados en dólares o en otras monedas extranjeras de un prestamista internacional. Una IMF en un país totalmente dolarizado no soportará ningún riesgo cambiario. Por ejemplo, en Ecuador, una IMF como el Banco Solidario no soporta ningún riesgo monetario, ni

tampoco lo hace el prestamista. No obstante, todos los demás riesgos continúan existiendo, incluyendo el riesgo país. Desde la perspectiva del prestamista, éste deseará sentir confianza en que las cuestiones de riesgo monetario no comprometerán la capacidad de la IMF para reembolsar el préstamo. Sin embargo, incluso una economía alta o totalmente dolarizada, que utiliza dólares, puede presentar dificultades para un prestamista que otorgue fondos en otras monedas, tales como el euro.

La Dolarización Puede Ayudar a una IMF a Equiparar Mejor las Monedas de sus Activos y de sus Pasivos.

En una economía altamente dolarizada, tal como la de Bolivia, una IMF puede utilizar dólares que ha tomado prestados para volverlos a prestar a sus clientes, equiparando de esta forma los activos de su cartera, denominados en dólares, y los pasivos de sus préstamos adeudados a prestamistas extranjeros. A las IMF que aceptan depósitos se les puede permitir tomar depósitos en dólares de los clientes. Los depósitos denominados en dólares pueden ayudar en la mayor equiparación de monedas de una IMF. En una economía altamente dolarizada, los depósitos en dólares y los reembolsos de préstamos por parte de los clientes de la IMF pueden proveer una fuente de dólares para reembolsar a un prestamista extranjero.

La Dolarización Puede Permitirle a una IMF Apalancar sus Activos en Moneda Extranjera.

En algunos países parcial o totalmente dolarizados, una IMF que recibe un préstamo denominado en dólares podrá colocar esos fondos en un depósito en el país. Puede dejar los dólares en depósito y apalancarlos para obtener acceso a la moneda local. El apalancamiento podría ser una, una y media o dos veces el valor del dólar equivalente a los fondos del depósito, y en algunos casos incluso más.

La Ausencia de Dolarización Expone al Riesgo Cambiario a las IMF que Reciben Préstamos Denominados en Moneda Extranjera.

En un país no dolarizado, una IMF con un préstamo denominado en dólares se verá expuesta a un riesgo de moneda proporcional al monto del préstamo en moneda extranjera. En esta situación, la IMF necesitará mitigar este riesgo a través de algún tipo de producto de cobertura. Si la IMF no tiene medios para contrarrestar el riesgo cambiario, y si su moneda local es inestable, la IMF posiblemente desee considerar si es financieramente viable aceptar el préstamo. Incluso si la moneda local no se está depreciando o devaluando con respecto al dólar en el momento de aceptar el préstamo, se podría depreciar respecto al dólar (o al euro) en el transcurso de la vida del préstamo. Las IMF que no cuenten con un mecanismo de cobertura del riesgo de moneda, en este tipo de situación, deberán supervisar muy de cerca su exposición al riesgo.

A la luz del riesgo que puede representar para las IMF aceptar préstamos en dólares, es necesario que los productos de mitigación del riesgo cambiario en el sector de las microfinanzas satisfagan las necesidades de las IMF, particularmente de aquellas que operan en países con un bajo o ningún nivel de dolarización.

FUENTES DE LOS ANEXOS

A. Conversaciones

Gianni De Nicoló, Economista Principal, Departamento del Sistema Monetario y Financiero, Fondo Monetario Internacional.

Liliana Rojas-Suárez, Consultora, Banco Interamericano de Desarrollo.

Sergio Schmukler, Economista Principal, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Banco Mundial.

Carl Cira, Director, Centro Cumbre de las Américas, Universidad Internacional de Florida (Conferencia sobre Dolarización, Marzo de 2002).

B. Bibliografía

Aizenman, Joshua. "Dollarization: Issues and Policy Options". UCSC y the NBER, São Paulo, Brasil, Enero de 2003.

Banco Mundial. "Dollarization: Theoretical and Empirical Models",
<http://Inweb18.worldbank.org/External/lac/lac.nsf/0/84e2905b927d3789852568ce005d4f3b?OpenDocument>.

Banco Mundial. "Who Has Dollarized?"
<http://Inweb18.worldbank.org/External/lac/lac.nsf/0/f5e36dd32f6ba6c7852568ce005d2805?OpenDocument>.

Banco Mundial. "On the Definition of Dollarization",
<http://Inweb18.worldbank.org/External/lac/lac.nsf/0/b8099e91bf7df8f5852568ce005cf400?OpenDocument>.

Berg, Andrew y Eduardo Borensztein. "The Pros and Cons of Full Dollarization".
Washington: Documento de Trabajo del Fondo Monetario Internacional WP/00/50, 2000.

Central Intelligence Agency. "The World Factbook 2003",
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ec.html>,
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/es.html>,
<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/pm.html>.

De Nicoló, Gianni, Patrick Honahan y Alain Ize. "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?" Washington: Documento de Investigación sobre Políticas del Banco Mundial 3116, Agosto de 2003.

Edwards, Sebastien. "Dollarization: Myths and Realities". UCLA y NBER, Marzo de 2001.

Informe del Personal del Comité Económico Conjunto, Oficina del Presidente, Connie Mack. "Basics of Dollarization". Senado de los EEUU, Enero de 2000.

Reinhart, Carmen, Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano. "Addicted to Dollars".
Documento de Trabajo 10015 de la Oficina Nacional de Investigación Económica, Octubre de 2003.

Schuler, Kurt. "Dollarization, Basic Understanding", New York University,
<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>.

NOTAS A PIE DE PÁGINA

- 1 *Toolkit Liquidity Management*, Bankakademie, Octubre de 2000, pág. 244.
- 2 Un sistema de tasa de cambio fijo es aquel en el que los valores de las monedas de los diferentes países están ligados a otra moneda importante (tal como el dólar estadounidense), a oro o a derechos especiales de giro. H. Riehl, *Managing Foreign and Domestic Currency Operations*, 1983, pág. 434.
- 3 <http://economist.com/research/economics>.
- 4 Este análisis se preparó conjuntamente con el Tercer Taller de Trabajo de WWB sobre Mercados de Capital. La selección de países refleja la ubicación de las IMF que participaron en dicho taller. Se agregó Sudáfrica puesto que constituye un extenso mercado de microfinanzas.
- 5 Tasa de Depósito a Término Fijo.
- 6 <http://www2.ifc.org/proserv/products/risk/risk.htm>.
- 7 Ibid.
- 8 Julie Abrams et al, *The Finance of Microfinance*, MicroRate, Octubre de 2002, pág. 4.
- 9 Ibid.
- 10 Entrevistas realizadas por Julie Abrams con Pedro Arriola, Gerente General, Caja Los Andes; Markus Kratzer, Gerente Superior de Inversiones, DEG; y Violeta Velasquez, Ejecutiva de Inversiones, IFC Mexico.
- 11 Por ejemplo, Panamá, totalmente dolarizada durante 100 años, es el único país de América Latina con un mercado líquido para préstamos hipotecarios a 30 años en su actual moneda - el dólar.
- 12 La columna (A) muestra los depósitos en moneda extranjera/depósitos totales de De Nicoló, Patrick Honohan y Alain Ize, Agosto de 2003, "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?" Documento de Trabajo de Investigación en las Políticas 3116 del Banco Mundial, pág. 33-37. No existían datos disponibles de esta fuente para los ocho países siguientes: Benín, Brasil, Colombia, Gambia, India, Jordania, Marruecos y la República Dominicana.
- 13 Columna (B). Esta medida observa el índice compuesto de dolarización, incluyendo los depósitos bancarios en moneda extranjera como parte del dinero en sentido amplio, la deuda externa total como parte del PIB y la deuda del gobierno nacional denominada en moneda extranjera, como parte de la deuda total del gobierno local. La categoría de "Muy Bajo" se agregó para países con un 10% o menos, de cada una de estas medidas. De Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano, Octubre de 2003, "Addicted to Dollars," Documento de Trabajo 10015 de NBER, pág. 19 y 60.

AGRADECIMIENTOS

Women's World Banking desea expresar su agradecimiento a las siguientes personas por las contribuciones realizadas a esta nota de enfoque: Tor Gull, Director Ejecutivo, Oikocredit; Frank Streppel, Ejecutivo Superior de Inversiones, Africa, Triodos Bank; Frank de Giovanni, Director, Desarrollo Económico, Fundación Ford; y Kathryn Gwatkin, Asociada de Programas, Fundación Ford.

Esta nota de enfoque fue elaborada por Rocío Cavazos, con significativas contribuciones por parte de Julie Abrams y Ann Miles. Nicola Armacost y Vanessa Ward suministraron asistencia editorial. Sasha Laumeister realizó la edición mediante computadora de esta nota de enfoque.



Stichting to Promote Women's World Banking
8 West 40th Street, Nueva York, NY 10018, EE UU

Tel: (212) 768-8513

Fax: (212) 768-8519

Dirección de Correo Electrónico: wwb@swwb.org

Sede en Internet: www.swwb.org