# Desafíos financieros y macroeconómicos en América Latina

CAF

**Título:** *Desafíos financieros y macroeconómicos en América Latina*

**Depósito Legal:** If74320063303647
**ISBN:** 980-6810-20-1

**Editores:**
Luis Miguel Castilla – Osmel Manzano
Oficina de Políticas Públicas y Competitividad
de la Corporación Andina de Fomento (CAF)
*desarrollo@caf.com*

**Coordinación y producción editorial:**
Dirección de Secretaría y Comunicaciones Corporativas
Teléfono: (58 212) 209.2249 – Fax: 209.2211
*publicaciones@caf.com*

**Diseño gráfico:** Jaqueline Carpente
**Impreso en:** Norma Color
Caracas, Venezuela – Junio de 2007

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de la CAF.

La versión digital de este libro se encuentra en
**www.caf.com/publicaciones**

**© Corporación Andina de Fomento**

## *Prólogo*

L. Enrique García
**Presidente Ejecutivo de la CAF**

Sin duda alguna, América Latina ha avanzado de manera decidida en muchos frentes en los últimos veinte años. Además de la orientación de apertura de su política comercial, los países de la región han implementado reformas en sus sistemas financieros. Con esto han dado un giro en el manejo de las políticas macroeconómicas al estabilizar las finanzas públicas y otorgar autonomía a la política monetaria para reducir y estabilizar la tasa inflacionaria a niveles de un dígito. Recientemente se han intentado, cada vez más, dar integralidad a las políticas económicas con medidas y lineamientos que promuevan la participación e inclusión de todos los estratos de la población en el desarrollo.

Al mismo tiempo, persisten debilidades que mantienen condicionado el crecimiento actual y potencial de las economías de la región, lo que limita la expansión del empleo y del bienestar. Los avances y reformas en el sistema financiero no han logrado superar los obstáculos que mantienen restringido el crédito al sector productivo y marginado del financiamiento formal al segmento de pequeñas y medianas empresas, fuerza productiva e importante generadora de empleo. Aún queda camino por recorrer en los campos regulatorio e institucional de los países para dar mayor fluidez al crédito, y aún persisten vulnerabilidades en los sistemas bancarios que los mantienen expuestos a riesgos potenciales de crisis e insolvencia.

Los avances en el campo fiscal no se han traducido en prácticas de manejo de deuda pública que contribuyan al fortalecimiento del mercado de títulos públicos y a garantizar la sostenibilidad de los déficit fiscales en el mediano y largo plazo, por lo que algunos países todavía distan de cumplir con las condiciones mínimas requeridas. Las consecuencias no son sólo de carácter fiscal, sino que también dificultan un mayor crecimiento del mercado doméstico de capitales y el surgimiento de mecanismos e instrumentos diversos adaptados a las necesidades de capital de las empresas.

Asimismo, las economías de América Latina permanecen muy expuestas a impactos de origen externo, muchas veces acentuados por el propio manejo de las

políticas fiscales y monetarias, que le imprimen una elevada volatilidad, al aumentar la percepción de riesgo en el ámbito internacional, generar incertidumbre interna e incidir negativamente, en el financiamiento de la actividad productiva y el crecimiento.

Finalmente, en los países de la región existe todavía una cultura de empresa familiar cerrada, que limita la implantación de mejores prácticas de gobierno corporativo, y condiciona el acceso al capital de estas empresas al restringir sus posibilidades de expansión y consolidación.

Este libro aborda en cuatro ensayos algunas de las fragilidades, que siguen caracterizando a las economías de América Latina. Aunque se trata de análisis y autorías independientes, las investigaciones tienen como hilo conductor la relación entre financiamiento y crecimiento. Este tema fundamental, siempre de interés para la CAF, se presenta en esta publicación a los hacedores de política y al lector en general como un nuevo instrumento de reflexión que sirva para impulsar soluciones a los problemas que aún aquejan a los países de la región.

## *Contenido*

**Prólogo** **3**

**Crédito doméstico al sector productivo: restricciones y vulnerabilidades del sistema financiero en América Latina** **7**
- Introducción: desarrollo financiero y crecimiento 9
- Intermediación financiera en América Latina 16
- Crisis bancarias, intermediación financiera y crecimiento en América Latina 30
- Opciones de política y recomendaciones 41
- Referencias bibliográficas 45

**Desarrollo del mercado de deuda pública en los países andinos** **51**
- Introducción 53
- El mercado de deuda pública 53
- Bolivia 63
- Colombia 72
- Ecuador 88
- Perú 99
- Venezuela 112
- Balance 121
- Referencias bibliográficas 132

**Volatilidad macroeconómica en los países andinos: hechos estilizados y opciones de política** **135**
- Introducción 137
- *Shocks* externos y volatilidad agregada: la evidencia 140
- Anatomía de las desaceleraciones severas en los países andinos 150
- *Shocks* externos, volatilidad agregada y política monetaria 170
- *Shocks* externos, volatilidad agregada y crédito 208
- Reflexiones finales 231
- Referencias bibliográficas 233

**Gobierno Corporativo: mejores prácticas y evidencia** **241**
- Introducción 243
- El Gobierno Corporativo y su problemática 245
- Las prácticas de Gobierno Corporativo en la región 254
- Grado de cumplimiento de buenas prácticas en la región andina 258
- Beneficios de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo 260
- Conclusiones 264
- Referencias bibliográficas 266

# *Crédito doméstico al sector productivo: restricciones y vulnerabilidades del sistema financiero en América Latina*

*Luis Miguel Castilla – Maritza Hidalgo*

# *Crédito doméstico al sector productivo: restricciones y vulnerabilidades del sistema financiero en América Latina*[1]

*Luis Miguel Castilla – Maritza Hidalgo*[2]

## Introducción: desarrollo financiero y crecimiento

La vinculación entre desarrollo financiero y crecimiento ha sido desde hace muchos años argumentada y expuesta en la literatura en la idea de que el desarrollo financiero es resultado del crecimiento económico y de la consecuente demanda empresarial por servicios financieros. Evidencia empírica y desarrollos teóricos más recientes, sin embargo, apoyan la hipótesis de que existe un vínculo causal también en la dirección contraria, y que un sistema financiero desarrollado y eficientemente supervisado contribuye de manera determinante a promover y otorgar robustez al crecimiento de un país.

Trabajos empíricos como el de King y Levine (1993) y Beck *et al* (1999) muestran asociaciones significativas entre distintos indicadores de desarrollo financiero –pasivos líquidos, crédito bancario, y acreencias del sector privado, como porcentaje del PIB– y el crecimiento real del PIB *per cápita*. Asimismo, Rajan y Zingales (1998) presentan evidencia empírica que apoya la hipótesis de que empresas e industrias crecen más fácilmente en países con sistemas financieros más desarrollados[3].

Los sistemas financieros constituyen un mecanismo de movilización e intermediación de fondos que posibilita que las firmas acometan planes de inversión que no podrían ser financiados con los más limitados recursos propios. Su mayor escala de operaciones reduce los costos transaccionales, de información, y de cumplimiento de contratos (*enforcement*) asociados a esa movilización, disminuyendo así el costo de capital para las firmas; y generan, en el curso de sus operaciones, un sistema de información acerca de proyectos y firmas que posibilita una asignación más eficiente de los recursos[4].

---

1 Los autores agradecen los comentarios de Félix Bergel, Osmel Manzano, Patricio Meller y José Pineda, así como la contribución de Jennifer Arencibia y Andrea Otero.

2 Luis Miguel Castilla es Economista Jefe de la CAF y Maritza Hidalgo es consultora de la Oficina de Políticas Públicas y Competitividad de la CAF.

3 Una compilación bastante completa de la literatura que investiga la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, en esa dirección de causalidad, se encuentra en Hernández y Parro (2005).

4 Pueden encontrarse argumentaciones en esta materia en los trabajos, por ejemplo, de Bencivenga y Smith (1991) y King y Levine (1993).

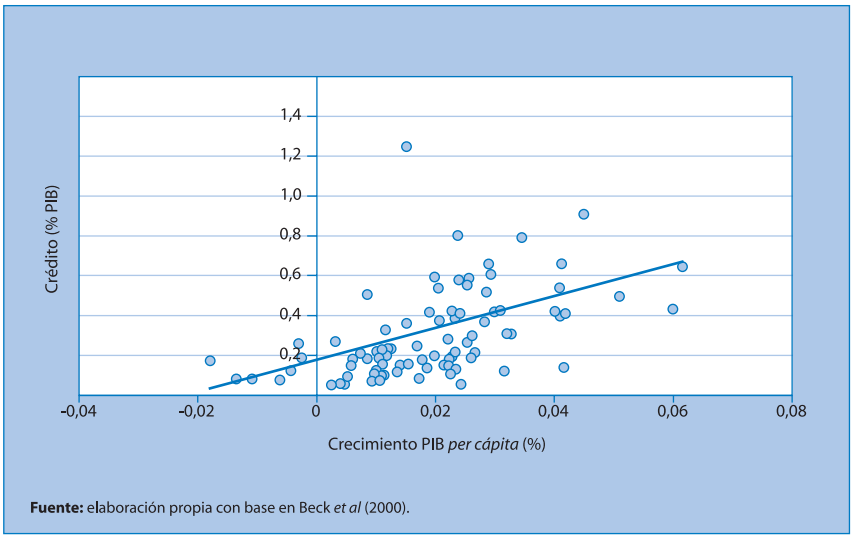
Adicionalmente, y de manera más particular, mercados de capitales desarrollados y dinámicos proporcionan a las empresas opciones variadas de instrumentos de obtención de capital –en términos de figura y plazo– que les permiten adaptar mejor la estructura de sus pasivos y obligaciones a la de sus activos e inversiones, con lo que estas últimas podrían verse estimuladas. Más aún, el desarrollo de instrumentos novedosos que acompaña por lo general el desarrollo de los sistemas financieros, incluidos los mercados de valores, incorpora técnicas de manejo de capital de riesgo que pueden traducirse en la creación, financiamiento y consolidación de nuevas firmas, así como en el crecimiento de pequeñas y medianas empresas con poco o ningún acceso al capital.

Por otro lado, el desarrollo financiero va aparejado también con la implantación de marcos regulatorios y de supervisión más rigurosos que conducen a técnicas más precisas de evaluación de riesgos de firmas y proyectos por parte de los propios bancos. Este mayor monitoreo hacia las empresas podría resultar a su vez en mejores prácticas de Gobierno Corporativo[5], fortaleciendo la integridad financiera, la eficiencia y la competitividad empresarial. Asimismo, en la medida en que la regulación y supervisión sean efectivas en reducir el potencial riesgo de insolvencia bancaria, podría también disminuir la incidencia de crisis financieras, observadas con particular frecuencia en los países de América Latina.

Los Gráficos 1 y 2 ilustran la relación positiva que existe, por una parte, entre la profundidad financiera –medida por el cociente entre el crédito bancario al sector privado y el PIB– y el crecimiento del PIB *per cápita* (ver Gráfico 1), y entre este último y la capitalización bursátil, por la otra (ver Gráfico 2). Los gráficos consideran una muestra de 85 países en el período 1960-1999.

Con diferencias –algunas importantes– entre países, el grado de desarrollo de los sistemas financieros de América Latina dista mucho, en general, de ser alto. A pesar de que con los procesos de liberalización y reformas estructurales adelantados en las últimas dos décadas se han logrado avances importantes tanto en profundización financiera como en mecanismos de supervisión y control bancario, la brecha de la región respecto al desarrollo financiero de las economías industrializadas –e incluso respecto a otras economías en desarrollo– es significativa. Esquemáticamente y a grandes rasgos, esta situación comparativa de los países de la región puede resumirse de la siguiente manera.

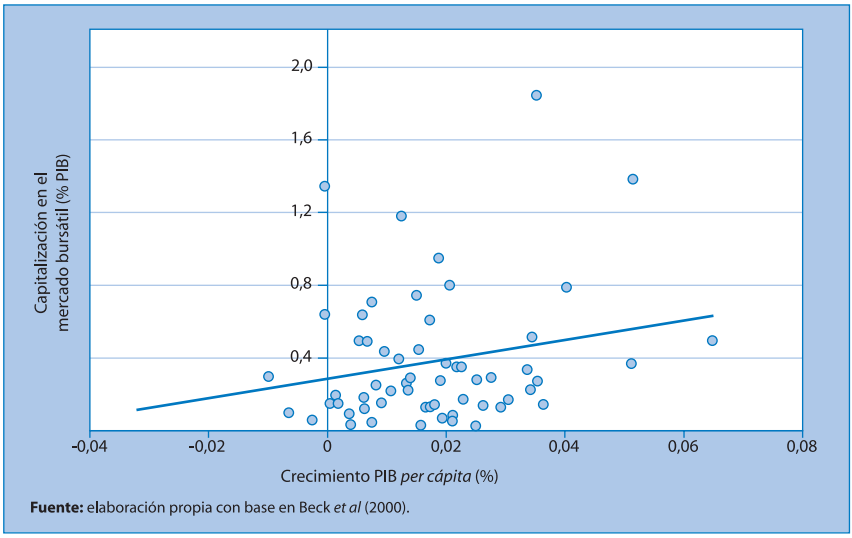
5 Encuestas realizadas en economías emergentes, por ejemplo, revelan que uno de los beneficios considerados como más importantes de la buenas prácticas de Gobierno Corporativo es la posibilidad de un mayor y más económico acceso al capital para las empresas que las adoptan (Langebaek, 2006).




**Fuente:** elaboración propia con base en Beck *et al* (2000).

***Gráfico 1***

**Crédito al sector privado y crecimiento del PIB *per cápita*, promedio 1969-1999,%**




**Fuente:** elaboración propia con base en Beck *et al* (2000).

***Gráfico 2***

**Capitalización del mercado bursátil y crecimiento del PIB *per cápita*, promedio 1990-1999,%**

En las últimas cuatro décadas (1960 a 1999) el crédito bancario al sector privado (como porcentaje del PIB) en la región ha representado apenas un tercio del observado en las economías industrializadas de la OCDE y en los países del este asiático, indicando la baja vinculación relativa de la banca doméstica con el financiamiento productivo en América Latina (ver Cuadro 1). En la década de los noventa apenas un 22% del PIB de la región fue financiado por crédito bancario interno, frente a más del 70% en las economías de la OCDE, de un 78% en los países del este asiático y un casi 40% en otras economías en desarrollo. Caso

destacado es Chile, donde el índice de profundización financiera duplicó el promedio de la región (46%) en esa década, aunque aún se mantiene distante de los países desarrollados[6]. En el otro extremo se encuentran países como Costa Rica, El Salvador y Venezuela, con índices bastante bajos de desarrollo financiero (13%, 3% y 11% respectivamente)[7].

Cuadro 1 **Crédito al sector privado (% del PIB)**

| | 1960-1969 | 1970-1979 | 1980-1989 | 1990-1999 | 2000-2001 |
|---|---|---|---|---|---|
| **América Latina y el Caribe** | **0,11** | **0,15** | **0,19** | **0,22** | **0,30** |
| Argentina | 0,13 | 0,16 | 0,14 | 0,18 | 0,23 |
| Bolivia | 0,03 | 0,07 | 0,09 | 0,39 | 0,50 |
| Brasil | n.d | n.d | 0,13 | 0,25 | 0,28 |
| Chile | 0,10 | 0,09 | 0,46 | 0,46 | 0,61 |
| Colombia | 0,11 | 0,12 | 0,13 | 0,17 | 0,19 |
| Costa Rica | 0,19 | 0,21 | 0,17 | 0,13 | 0,23 |
| Ecuador | 0,13 | 0,12 | 0,16 | 0,20 | 0,34 |
| El Salvador | 0,08 | 0,09 | 0,08 | 0,03 | 0,05 |
| Guatemala | 0,09 | 0,11 | 0,16 | 0,13 | 0,17 |
| Haití | 0,02 | 0,07 | 0,10 | 0,13 | 0,14 |
| Honduras | 0,08 | 0,19 | 0,21 | 0,23 | 0,34 |
| Jamaica | 0,16 | 0,22 | 0,22 | 0,21 | 0,25 |
| México | 0,05 | 0,07 | 0,10 | 0,20 | 0,11 |
| Nicaragua | n.d | n.d | 0,25 | 0,26 | n.d |
| Panamá | 0,15 | 0,47 | 0,45 | 0,60 | 1,01 |
| Paraguay | 0,08 | 0,10 | 0,10 | 0,18 | 0,22 |
| Perú | 0,12 | 0,09 | 0,06 | 0,14 | 0,25 |
| Rep. Dominicana | 0,07 | 0,15 | 0,14 | 0,16 | 0,23 |
| Trinidad y Tobago | 0,10 | 0,19 | 0,30 | 0,30 | 0,30 |
| Uruguay | 0,15 | 0,12 | 0,36 | 0,26 | 0,51 |
| Venezuela | 0,15 | 0,21 | 0,26 | 0,11 | 0,10 |
| **Este de Asia** | **0,34** | **0,42** | **0,54** | **0,78** | **0,83** |
| **África** | **0,12** | **0,14** | **0,17** | **0,14** | **0,17** |
| **Otros países en desarrollo** | **0,16** | **0,21** | **0,29** | **0,39** | **0,57** |
| **OCDE** | **0,37** | **0,42** | **0,55** | **0,72** | **0,91** |

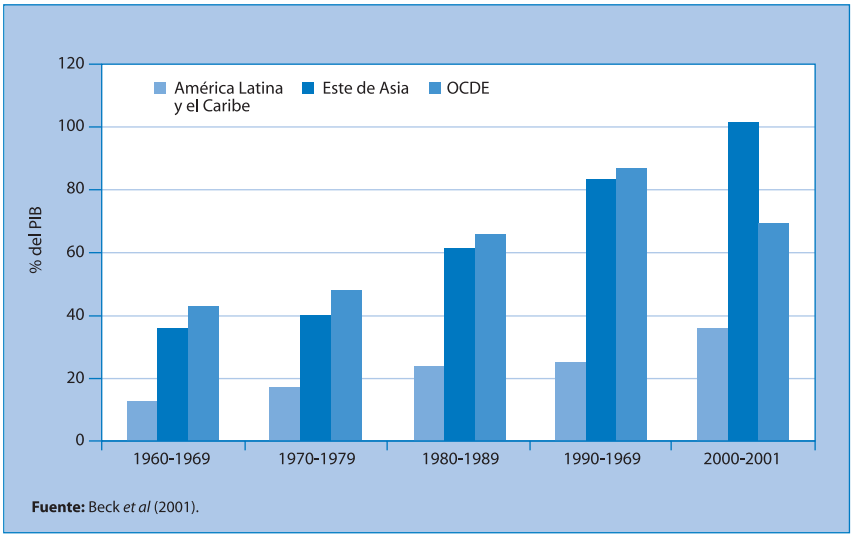
**Fuente:** Beck *et al* (2000)

6 Estimaciones indican que si Chile lograra alcanzar el desarrollo financiero del Reino Unido o Corea podría acelerar su tasa de crecimiento del producto *per cápita* en 1,5% anual (Hernández y Parro, 2005).

7 En el caso de Venezuela, el índice de 11% representa una caída importante respecto al alcanzado en la década de los ochenta (26%), caída que estaría asociada a la crisis financiera que vivió ese país a mediados de los noventa.

El crédito bancario en la región creció a un ritmo anual importante durante las últimas cuatro décadas, pero comparablemente menor al que registraron regiones como el este de Asia, cuya tasa de crecimiento del crédito doméstico superó en 1,8 veces la de América Latina.

Por su lado, la movilización de fondos a través del sistema bancario doméstico es también bastante menor en América Latina que en otras regiones del mundo. En las últimas cuatro décadas la relación de depósitos bancarios a PIB en la región ha sido apenas la tercera parte de la observada tanto en las economías de la OCDE como en aquellas del este de Asia (ver Gráfico 3).




**Fuente:** Beck *et al* (2001).

***Gráfico 3***

**Depósitos en el sistema bancario (% PIB)**

La brecha entre el tamaño de las plazas bursátiles latinoamericanas y las de otras regiones es asimismo significativa. Como porcentaje del PIB, la capitalización bursátil de las economías del este asiático, por ejemplo, fue cuatro veces mayor que la de la región latinoamericana en la última década de los noventa. Chile es, de nuevo, caso de excepción, con índices de capitalización muy superiores a los observados para el resto de las economías de América Latina y comparable al de las economías de Asia del Este. De otro lado, economías medianas de la región, como Colombia, Perú y Venezuela tienen mercados de valores de tamaño relativo incluso menor que el de países de África (ver Cuadro 2 pág. siguiente). En tal sentido, evidencia manejada por Beck *et al* (2002) sobre eficiencia del mercado de valores indica que los mercados de mayor tamaño en la región tienden a ser más eficientes que aquellos pequeños. Esto destaca la importancia de su desarrollo y del logro de mayores escalas operativas que reduzcan el costo de acceder al financiamiento de más largo plazo que ellos canalizan.

Cuadro 2 **Capitalización del mercado de capitales (% del PIB)**

| | 1980-1989 | 1990-1999 | 2000-2001 |
|---|---|---|---|
| **América Latina y el Caribe** | **0,07** | **0,19** | **0,21** |
| Argentina | 0,02 | 0,13 | - |
| Bolivia | - | 0,02 | 0,09 |
| Brasil | 0,09 | 0,19 | 0,29 |
| Chile | 0,22 | 0,79 | 0,76 |
| Colombia | 0,03 | 0,11 | 0,07 |
| Costa Rica | - | 0,07 | 0,09 |
| Ecuador | - | 0,09 | 0,04 |
| Jamaica | 0,11 | 0,29 | 0,30 |
| México | 0,04 | 0,27 | 0,10 |
| Panamá | - | 0,17 | 0,26 |
| Perú | 0,04 | 0,14 | 0,17 |
| Trinidad y Tobago | 0,10 | 0,25 | 0,49 |
| Uruguay | 0,00 | 0,01 | 0,01 |
| Venezuela | 0,05 | 0,09 | 0,01 |
| **Este de Asia** | **0,44** | **0,84** | **0,74** |
| **Africa** | **0,03** | **0,15** | **0,16** |
| **Otros países en desarrollo** | **0,18** | **0,27** | **0,42** |
| **OCDE** | **0,25** | **0,51** | **0,86** |

**Fuente:** Beck *et al* (2000)

Es de señalar, sin embargo, que dentro del escaso desarrollo que registran los mercados de capitales en América Latina –con la excepción de casos como Chile– , y aunque los bancos continúan predominando en los sistemas financieros, la región ha asistido al surgimiento y desarrollo de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y los fondos de inversión. En muchos casos, ello ha respondido a la estabilización macroeconómica, a la apertura comercial y de flujos de capitales, a la implementación de reformas estructurales –especialmente la transformación de los sistemas de seguridad social en regímenes de capitalización individual, y a las mejoras en la normativa que regula los mercados en cuanto a información y transparencia. En particular, los nuevos fondos privados de pensiones, al captar fondos de largo plazo, se han constituido en demandantes importantes de activos de mayor maduración, lo cual podría beneficiar la creación y fortalecimiento de fuentes de financiamiento de más largo plazo.

En general, los mercados de capitales juegan aún un rol bastante limitado en América Latina como promotores de desarrollo empresarial y económico[8], y no constituyen una alternativa de financiamiento empresarial ampliamente disponible en América Latina. Entre otros factores, ello ha respondido a los bajos niveles de ahorro interno en los países de la región (alrededor de 19% del PIB, en promedio) a la elevada informalidad en varias de las economías de la región, a políticas gubernamentales no del todo efectivas, y a la ausencia de un marco legal que promueva mercados de financiamiento alternativo, así como a una escasa difusión de información. Igualmente, dada la empresa típica de la región, pequeña y de cultura gerencial familiar y cerrada, en América Latina sólo se observan prácticas de Gobierno Corporativo muy incipientes aún, lo cual podría explicar en parte el poco atractivo para el surgimiento de mecanismos de financiamiento más sofisticados.

Todo lo anteriormente expuesto muestra, por una parte, que el papel de intermediación que deben cumplir los sistemas bancarios para asegurar la movilización y asignación eficiente de fondos se cumple sólo a medias en América Latina, con excepciones particulares en algunas economías. Por la otra, que los mercados de capitales se mantienen en etapas de desarrollo muy incipiente y con tamaños muy reducidos, lo cual no sólo se traduce en una menor eficiencia (mayores costos) sino que muy probablemente hace que en la práctica muchos proyectos, empresas nuevas, y firmas pequeñas y medianas estén privados de financiamiento. En tal contexto no es difícil imaginar que el crecimiento potencial de las economías de la región podría aumentar considerablemente si se lograran reducir las restricciones que mantienen frenada la fluidez y estabilidad en los fondos desde y hacia los intermediarios financieros (bancos y mercados de valores).

El objetivo de este trabajo es poner de manifiesto estas restricciones y debilidades, para así evidenciar los caminos y posibles opciones de política que permitan mitigarlas. Dado que el tema es complejo y de una amplitud significativa, el análisis se centrará en los aspectos relevantes a la intermediación financiera a través del sistema bancario, dejando de lado por el momento la evaluación de los mercados de capitales de la región. Dada la preponderancia que aún mantienen los bancos en la intermediación del capital financiero doméstico, sin embargo este trabajo puede constituir una referencia para los hacedores de política de la región en lo que respecta a movilización más ágil y eficiente del crédito al sector productivo.

---

8 Es de señalar, sin embargo, que Beck *et al* (2000) no encuentran evidencia empírica significativa de que la estructura financiera de un país (bancos-mercados) sea relevante para explicar el crecimiento o diferencias de crecimiento entre países. Tanto a nivel de país, como de industria y de firmas, sus resultados apuntan a que las diferencias en las estructuras financieras de los países no son determinantes en las diferencias de crecimiento a largo plazo, de desempeño industrial, de creación de nuevas firmas o de crecimiento empresarial. Lo que importa, de acuerdo a su estudio, es el grado de desarrollo financiero global de una economía y, sobretodo, un ambiente legal adecuado, particularmente en materia de derecho de acreedores.

El trabajo consta de cuatro secciones, incluida esta introducción. En la sección II se efectúa un análisis detallado de las características básicas que definen la intermediación bancaria en la región, particularmente de aquellas que mantienen limitado el financiamiento de la actividad productiva. Se incorporan allí asimismo unas reflexiones en torno al papel del Estado en el financiamiento. En la sección III se aborda el tema de las crisis bancarias, sus posibles causas, su impacto sobre el crecimiento, y temas de particular interés para la región en esta materia como son el efecto de la dolarización de las economías y el manejo de crisis. Y finalmente, en la sección IV se ofrecen unas reflexiones acerca de las posibles opciones de política que, a la luz del análisis, tienen ante sí las autoridades de los países de América Latina para promover una mayor fluidez del crédito en la región y apoyar el crecimiento de sus economías.

## Intermediación financiera en América Latina[9]

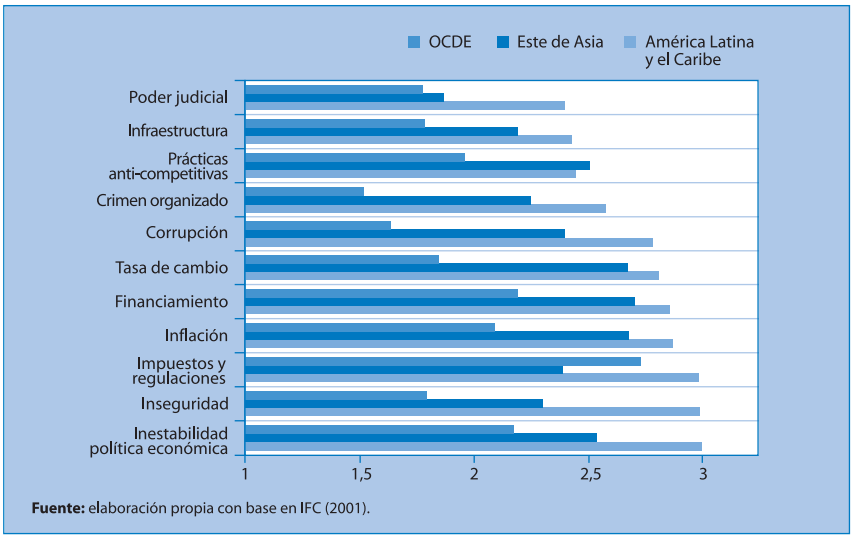
### Principales restricciones

El reducido vínculo que existe en América Latina entre producción (crecimiento) y financiamiento bancario revelado por el bajo índice de profundidad financiera obedece a restricciones y fallas en el mercado de crédito que afectan tanto las decisiones de la banca de conceder préstamos como la disposición y capacidad de los demandantes de tomarlos. De acuerdo con el *World Business Enviroment Survey* (IFC, 2000)[10], las restricciones de financiamiento se encuentran entre los cinco obstáculos principales que enfrentan las empresas latinoamericanas para su desarrollo y crecimiento, después de la inestabilidad de las políticas económicas, inseguridad, e impuestos y regulaciones (ver Gráfico 4). Al igual que en estos otros aspectos, las dificultades de financiamiento parecen pesar más sobre los empresarios de América Latina que sobre los de otras regiones del mundo como el Este de Asia o países industrializados.

Así mismo, la encuesta señala que las restricciones de financiamiento son particularmente limitantes en el caso de las firmas pequeñas y medianas, para las cuales tales restricciones ocupan el segundo y cuarto lugar respectivamente. Este hecho es especialmente grave si se toma en cuenta que buena parte del potencial de crecimiento de la mayoría de los países de la región descansa en la creación, crecimiento y consolidación de empresas de menor tamaño. Más aún, el desarrollo de la masa de pequeñas y medianas firmas constituye un mecanismo de generación de empleo y distribución más equitativa del ingreso, por lo que los

9 En esta sección el término "intermediación financiera" significa intermediación bancaria.

10 Encuesta preparada por el *International Finance Corporation* (IFC), miembro de la organización del Banco Mundial, entre finales de 1999 y comienzos de 2000. La encuesta abarcó más de 10.000 firmas en 80 países y se enfocó en preguntas acerca de la calidad del clima de inversión según las políticas económicas domésticas; gobernabilidad; restricciones regulatorias, financieras y de infraestructura; y calidad de los servicios públicos.




**Fuente:** elaboración propia con base en IFC (2001).

***Gráfico 4***

**Obstáculos enfrentados por las firmas**

obstáculos a su fortalecimiento inciden directamente en la posibilidad de un mayor bienestar[11]. El resultado, sin embargo, no sorprende.

En general, tal como se analiza más adelante, los mercados de crédito en la región operan en un ambiente de información imperfecta (asimetrías de información) que lleva a los bancos a dar crédito preferentemente a empresas más grandes, en el supuesto de su mayor solidez y menor riesgo crediticio, marginando con ello a las firmas pequeñas o imponiéndoles un mayor costo. Esto puede terminar configurando un círculo vicioso en la medida en que el acceso al crédito depende no sólo de los indicadores de balance de las firmas sino también de la fuerza e historial del vínculo entre bancos y empresas (Galindo y Schiantarelli, 2002).

Dentro de las restricciones financieras que enfrentan los empresarios de la región, la percepción de una tasa de interés alta (costo del crédito) constituye la más importante, seguida de plazos inadecuados, carencia de colaterales y dificultades de ejecución de garantías, y problemas directos de acceso en algunos segmentos productivos, entre otros. A nivel sectorial, el sector construcción aparece en la encuesta como el que encara las mayores restricciones financieras, mientras que el agrícola parece ser el menos afectado por ellas. Esto último podría explicarse, en principio, por el trato preferente que en materia de políticas crediticias han dado los gobiernos a este sector, a través de instituciones crediticias públicas o a través de programas de crédito dirigido y/o subsidiado.

11 Según datos del Banco Mundial, la empresa pequeña y mediana emplea más del 50% de la PEA tanto en países pequeños como El Salvador, Costa Rica, Ecuador y Panamá como en los más grandes como Brasil, Colombia, Perú, Argentina y Chile. Asimismo, aportan significativamente al PIB en Panamá (55%) y Chile (47%).

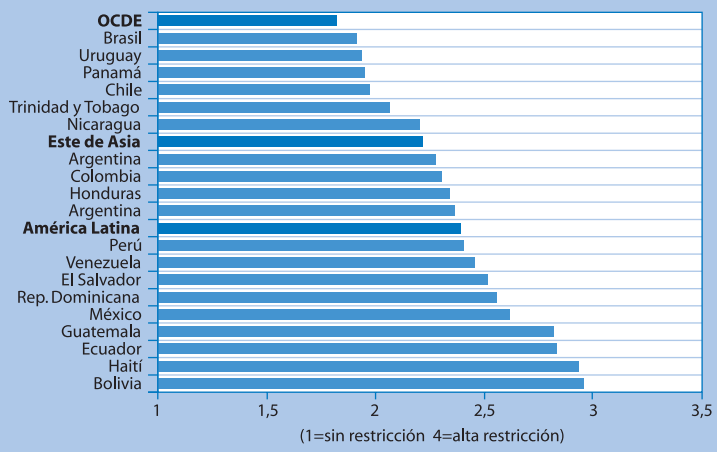
Estos diversos aspectos específicos ligados al financiamiento doméstico en la región merecen consideraciones más detenidas, que se abordan a continuación.

***Acceso al crédito***

De acuerdo con la encuesta mencionada, las limitaciones de acceso al crédito tienden a afectar con mayor agudeza a las economías más pequeñas y pobres de la región –Bolivia, Haití, Ecuador, Guatemala. En promedio, sin embargo, y con la excepción de firmas de países como Brasil, Chile, Panamá y Uruguay, todas las empresas de la región padecen de dificultades directas de acceso al financiamiento bancario, con una severidad muy superior a la reportada por las empresas de las economías de la OCDE o del Este de Asia (ver Gráfico 5).

**Gráfico 5**

**¿Es el acceso al crédito una restricción al financiamiento?**




**Fuente:** elaboración propia con base en IFC (2001).

Tal como se dijo líneas atrás este resultado no es sorprendente. El mayor volumen de empresas de los países de América Latina está conformado por empresas de pequeño o mediano tamaño, que en buena medida se ven afectadas por el sesgo en la asignación de riesgo por parte de los bancos, derivado de problemas de información asimétrica. Problemas de esta naturaleza abundan en las economías en desarrollo, donde la obtención de información de los riesgos implicados en proyectos y empresas particulares es costosa y difícil, ya que la mayoría de empresas en estos países son de menor tamaño, no listadas en mercados bursátiles.

El problema de información asimétrica y capacidad de los bancos para asignar adecuadamente el riesgo crediticio no es trivial. Las dificultades de obtención de información –que también afectan, según se verá, a los depositantes de la banca– suponen una miopía financiera que incide directa y adversamente sobre la asignación de recursos, definiendo un curso y un patrón no óptimo de inversión

y crecimiento en la economía. En su clásico estudio, Stiglitz y Weiss (1981) concluyen que la ausencia de una percepción precisa de los bancos acerca del riesgo de los proyectos a financiar da lugar a problemas de riesgo moral (*moral hazard)* y selección adversa que se traducirán en un equilibrio del mercado de crédito en el que existe exceso de demanda (racionamiento), quedando marginados muchos proyectos de inversión potencialmente rentables.

Evidencia empírica muestra, por otro lado, que las empresas que no pertenecen a grupos o consorcios domésticos, o que no tiene lazos de control o propiedad con el extranjero –casos ambos en los que las firmas cuentan con apoyo en caso de problemas financieros– padecen con mayor rigor los efectos del racionamiento del capital (Galindo y Schiantarelli, 2002).

Por otro lado, se planteaba también párrafos atrás que la evidencia empírica tiende a apoyar la hipótesis de que la concesión de crédito se halla ligada de manera importante con la cercanía e historial de la relación banco-cliente. Dadas las limitaciones para la obtención inicial de crédito que tienen particularmente las empresas de menor tamaño en la región, la construcción de un historial y un vínculo financiero con los bancos es virtualmente imposible. Pareciera, pues, que las empresas pequeñas y medianas de la región se hallan atrapadas en un callejón sin salida en materia de financiamiento y acceso al capital del que no es fácil salir.

***Acceso al crédito y mecanismos para mitigar efectos de asimetría de información***

Algunos mecanismos podrían, sin embargo mitigar los problemas causados por la escasez de información. Uno de ellos es la exigencia de colaterales, que tiende a reducir el *moral hazard*[12] asociado a las asimetrías en el supuesto de que en caso de incumplimiento el acreedor tomara posesión efectiva de la garantía. En América Latina, sin embargo, el uso de los colaterales es prácticamente nulo (Galindo, 2004). No sólo porque muchas empresas no disponen del colateral adecuado para asegurar un contrato de préstamo, sino porque la regulación en la mayoría de los países latinoamericanos virtualmente impide la ejecución del colateral de parte del acreedor. En algunos casos, además, como ocurre en Uruguay y Bolivia, el registro legal de la garantía es un proceso bastante complejo.

Este tema, que se enmarca en el ámbito de los llamados derechos de los acreedores, es de vital importancia para América Latina. La evidencia empírica mostrada por Beck *et al* (2000) confirma que en aquellos países donde el sistema legal protege efectivamente los derechos de los acreedores, las economías crecen más rápido, las industrias se expanden más aceleradamente, se crean nuevas fir-

12 Galindo y Schiantarelli (2002), sin embargo, documentan que es probable que la exigencia de colaterales no elimine totalmente el riesgo de *moral hazard* si, por ejemplo, el prestatario tiene muy baja aversión al riesgo.

mas con mayor facilidad y aumenta la capacidad del financiamiento externo de las empresas. Para estos autores la existencia y el cumplimiento efectivo de leyes que protejan al inversionista, junto al desarrollo global del sistema financiero, es un determinante clave para la inversión y el crecimiento.

Como se dijo, en América Latina la protección de estos derechos es bastante débil (ver Gráfico 6), por lo que los bancos no se verán estimulados a exigir colateral –en caso de que las empresas los tengan– y ampliar el acceso al crédito a menos que se refuercen las regulaciones que aseguran el cumplimiento de contratos y ejecución de garantías y, en general, se garantice el cumplimiento efectivo de la ley[13].

A todo lo dicho habría que añadir también que el problema de los colaterales en la región se ve aún más condicionado porque la inexistencia de mercados desarrollados y eficientes de activos dificulta la valoración misma de los colaterales dados como garantía. De manera que los obstáculos en la evaluación y riego crediticio –y que conducen al racionamiento del capital– podrían persistir aún en presencia efectiva de colaterales y de regulaciones adecuadas de protección de los derechos del acreedor.

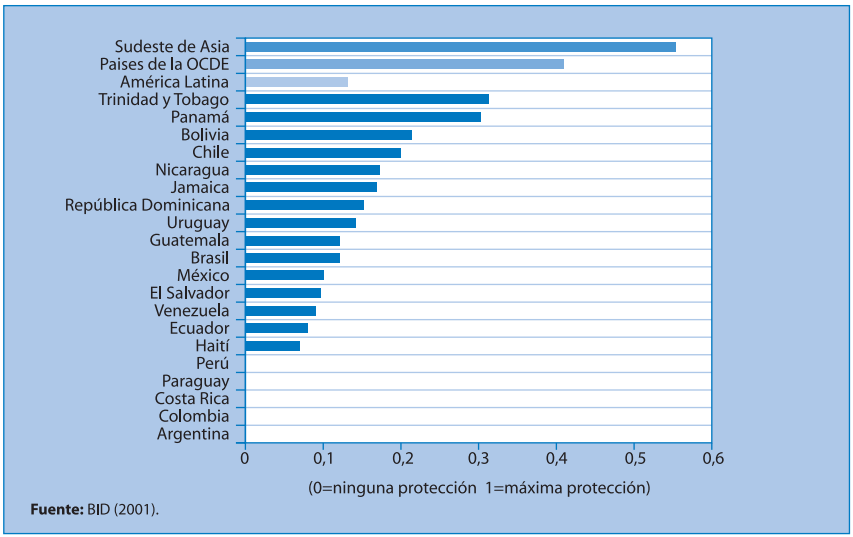
Elementos adicionales que inciden adversamente en las posibilidades efectivas de uso de colaterales son las restricciones legales que existen en muchos de los países de la región de utilizar ciertos activos –familiares, activos muebles– como garantía a préstamos, y los problemas de registro formal de propiedades y de empresas. Dicho registro tiende a ser un proceso bastante complejo en estos países, tal como se dijo para el caso de Bolivia y Uruguay. Ilustrativamente, según De Soto (2000) el valor de las propiedades no legalizadas en Perú asciende a US$ 74.000 millones, lo que las invalida como posible colateral y/o como empresas formalmente establecidas, quedando fuera del sistema crediticio legal.

La débil protección a los derechos de los acreedores y la persistencia de problemas de información en los mercados de crédito contribuyen a magnificar las contracciones del crédito que ocurren cuando la economía se ve sometida a un *shock* adverso sobre la actividad económica, tal como evidencian Elberg y Velasco (2006). Para el caso de las desaceleraciones registradas por las economías andinas en el pasado, estos autores muestran que como consecuencia de las imperfecciones del mercado de crédito, los bancos actúan de manera procíclica al *shock*, reduciendo severamente el crédito y la exposición al riesgo. Estas contracciones perduran incluso después del evento de *shock*, profundizando el ciclo e imprimiendo volatilidad al crédito y al crecimiento económico.

13 De acuerdo con algunos autores, esta débil protección de los derechos de los acreedores enraíza en el origen de los sistemas jurídicos de la mayoría de los países latinoamericanos (sistema francés-napoleónico). En países con sistemas jurídicos de origen inglés tiende a existir un mayor imperio de la ley y un cumplimiento más estricto de los contratos.

**Gráfico 6**

**Índice de protección a los acreedores**




**Fuente:** BID (2001).

Otro mecanismo que permite aliviar el impacto de la información asimétrica sobre el acceso al crédito son los registros de crédito. La evidencia empírica acerca de los beneficios que reporta la existencia de registros de crédito es abundante. Japelli y Pagano (2000) muestran que al facilitar el conocimiento de la capacidad de pagos de los clientes, estos registros permiten una reducción de las rentas que los bancos extraen de los prestatarios por la falta de información. Adicionalmente, los registros imponen disciplina a los prestatarios al reducir los incentivos al sobreendeudamiento con varios bancos simultáneamente, posible cuando no existen *records* crediticios públicos.

Galindo y Miller (2001), por su parte, encuentran una fuerte correlación positiva entre el grado de profundización financiera de un país y el número de años en que han estado operando los registros de crédito en esa economía. La intuición en esto es bastante obvia, en la medida en que se consolida el registro de crédito éste va desarrollando y fortaleciendo los mecanismos y la calidad de la obtención de información acerca de los prestatarios, y éstos van construyendo historial crediticio, todo lo cual contribuye a mitigar los problemas de selección adversa y riesgo moral y a promover así una mayor expansión del crédito.

En un análisis comparativo internacional, el BID (2001) encuentra que las agencias de crédito en América Latina cumplen adecuadamente sus funciones, aunque persisten en ellas problemas de calidad de la información procesada. Por su parte, de acuerdo con Banco Mundial (2003), la mayoría de los países de la región dispone de registros públicos de crédito, salvo Colombia, Guatemala, México y Panamá, donde esa actividad es desempeñada por registros privados. Cabe señalar aquí que, con excepción de Ecuador, Haití, Honduras, Nicaragua y Venezuela,

todos los países considerados tienen registros privados de crédito, es decir, que la mayoría de los países cuenta con ambas fuentes de información crediticia, pública y privada (ver Cuadro 3).

En general se observa que la cobertura de los registros públicos de los países de la región –número de deudores cubiertos por cada 1000 habitantes– compara favorablemente con la de países industrializados, aunque ello posiblemente se debe a que en estas economías avanzadas la actividad privada ha desplazado a la pública en estas funciones. Asimismo, el cuadro muestra en su columna (4) un índice de la calidad de los registros de crédito como mecanismo de apoyo a las transacciones crediticias. El índice, que oscila entre 1 y 100 –a mayor valor mejor calidad, revela que en promedio la calidad global de los registros de la región es menor que la de los países industrializados de la OCDE e, incluso, que la de los países del este asiático[14]. El referido índice es un compuesto de cuatro sub-índices relativos a recolección, distribución, acceso y calidad de la información, respectivamente.

El hecho de que la mayoría de países de la región disponga de registros públicos de crédito que funcionen más o menos adecuadamente y de que aún así existan problemas de acceso al crédito es llamativo. Ello podría estar confirmando la hipótesis de la importancia del tema de los colaterales y del vínculo banco-cliente, como condicionantes de la obtención de crédito, y poniendo de relieve nuevamente la severidad del problema que enfrentan la mayoría de las empresas de la región.

***Plazo del crédito***

De acuerdo con el *World Business Enviroment Survey* al que se ha venido haciendo referencia, la mayoría de empresarios latinoamericanos –salvo en países como Chile, Panamá y Trinidad y Tobago– padecen de plazos inadecuados en el financiamiento de sus inversiones. Es común, por lo tanto, observar en el balance de las empresas un descalce de plazos entre activos y pasivos derivado del limitado desarrollo de instrumentos de financiamiento de mediano y largo plazo en la región. En parte, esta carencia de instrumentos se debe a que no existe un mercado fuerte y desarrollado de deuda pública interna de distintas maduraciones que sirva de referencia para emisiones privadas. Junguito (2006) presenta evidencia amplia en esta materia en relación a los países andinos, mostrando que los mercados de deuda pública en la subregión son aún bastante débiles, aunque se observan esfuerzos importantes en esta materia en Colombia y Perú, especialmente en el campo técnico e institucional. Por otra parte, en América Latina no existe tampoco un mercado secundario de hipotecas que respalde la emisión de valores de largo plazo con garantía hipotecaria.

14 El índice de la región, si embargo, está por encima del de regiones como Europa Oriental, Sur de Asia y Medio Oriente.

Cuadro 3 **Registros Públicos de Crédito (RCP) en América Latina**

| | (1) ¿Existe RPC? | (2) Año de operaciones | (3) Cobertura RPC (deudores/ 1000 hab) | (4) Indice RPC | (5) ¿Existen *bureaus* privados de crédito? | (6) Cobertura *bureaus* privados (deud./1000hab) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **América Latina** | | | **53,2** | **50** | | **196,6** |
| Argentina | si | 1991 | 149 | 61 | si | 475 |
| Bolivia | si | 1988 | 55 | 58 | si | 134 |
| Brasil | si | 1997 | 44 | 50 | si | 439 |
| Chile | si | 1977 | 209 | 45 | si | 227 |
| Colombia | no | - | - | - | si | 187 |
| Costa Rica | si | 1996 | 7 | 44 | si | 55 |
| Rep. Dominicana | si | 1994 | n.d | 42 | si | 423 |
| Ecuador | si | 1997 | 82 | 55 | no | - |
| El Salvador | si | 1996 | 130 | 50 | si | 128 |
| Guatemala | no | - | - | - | si | 35 |
| Haití | si | 1980 | 1 | 59 | no | - |
| Honduras | si | 1998 | 45 | 42 | no | - |
| México | no | - | - | - | si | 382 |
| Nicaragua | si | 1994 | 50 | 45 | no | - |
| Panamá | no | - | - | - | si | 302 |
| Paraguay | si | 1995 | n.d | n.d | si | n.d |
| Perú | si | 1983 | 92 | 54 | si | 185 |
| Uruguay | si | 1982 | 49 | 57 | si | 479 |
| Venezuela | si | 1975 | 97 | 46 | no | - |
| **Este de Asia** | | | **12,9** | **63** | | **107,8** |
| **OCDE** | | | **43,2** | **58** | | **443,5** |

**Fuente:** Banco Mundial (2003)

A todo ello se suma el hecho de que muchas microempresas y empresas pequeñas y medianas que no tienen acceso al mercado formal de capital recurren al crédito informal, el cual es típicamente de corto plazo. En este sentido, Galindo y Schiantarelli (2002) documentan evidencia empírica de que el tamaño y tangibilidad de los activos – medida ésta por la relación de activos fijos a activos totales– inciden en la composición por plazos del financiamiento.

En buena medida, la carencia de financiamiento a largo plazo en las economías en desarrollo está también asociada a los problemas de información asimétrica y de incumplimiento de contratos (Galindo y Schiantarelli, 2002). La consecuencia es que muchos proyectos de retornos elevados pero demorados en el tiempo, al verse privados de financiamiento a un plazo acorde, son descartados por las firmas, con un costo importante en términos de crecimiento de la productividad y acumulación de capital[15]. Este tipo de argumentaciones, pero en el campo de proyectos de retorno social, es el que ha prevalecido, por lo general, para justificar el establecimiento de bancos de desarrollo, muy conocidos en la región, tal como se expone en otra sección más adelante

Por otra parte, no es sorpresa que en economías tan volátiles como las de América Latina –en el contexto agravado de problemas de información–, la aparición y desarrollo de mecanismos –bancarios o de otra naturaleza– de financiamiento de más largo plazo sea un fenómeno extraño, excepción hecha de algunas economías. Si bien es cierto que los países de la región han logrado avances meritorios en el control de la inflación –variable muy incidente en las decisiones que involucran períodos largos– ellas se hallan aún muy sujetas a *shocks* –especialmente externos– y a una extrema volatilidad.

En tales circunstancias la existencia y disponibilidad de capital de más largo plazo exigiría, no sólo estrategias de transformación productiva que reduzcan la vulnerabilidad directa de las economías a tales *shocks,* sino el diseño de políticas fiscales y monetarias contracíclicas que no magnifiquen el impacto de tales *shocks*. El estudio de Elberg y Velasco (2006) para las economías andinas revela que en casi todos los países (excepción Colombia, que muestra políticas y tendencias más parecidas a las de Chile o México) el comportamiento del gasto público y la política monetaria han actuado en la misma dirección del *shock (*reducción del gasto y alzas importantes en las tasas de interés reales en períodos

15 Estos autores también documentan, sin embargo, que se están produciendo nuevos avances teóricos que indican que el uso de deuda de corto plazo está asociada a firmas de mayor calidad, y que puede ser fuente de mejores prácticas e incentivos. Así por ejemplo, la posibilidad de liquidación anticipada de deuda puede actuar como mecanismo de disciplina que mejora el desempeño de la empresa. Este replanteamiento del papel de la deuda de largo plazo es particularmente importante cuando la misma se halla muy subsidiada (programas gubernamentales), a la luz de los problemas de créditos atrasados que padecen los bancos de desarrollo en muchos países, y de las dudas acerca del criterio de selección utilizado por estos bancos en la asignación de fondos.

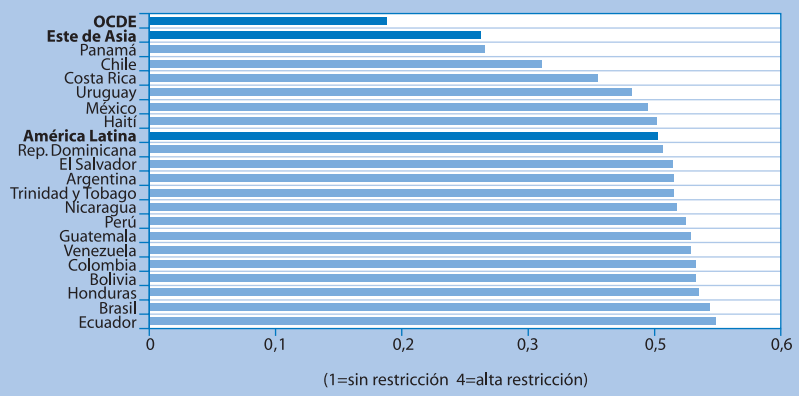
de *shocks* recesivos). Lograr avances en este ámbito podría mitigar en parte la extrema volatilidad de las economías creando un mejor ambiente para la aparición de instrumentos de financiamiento de mayor plazo[16].

### *Costo del crédito*

Con la excepción de Chile y Panamá, los empresarios de América Latina consideran la existencia de una elevada tasa de interés como la principal restricción financiera. La percepción, por otro lado, es bastante homogénea entre los países, tal como se observa en el Gráfico 7.

**Gráfico 7**

**¿Es la existencia de una elevada tasa de interés una restricción al financiamiento?**




**Fuente:** Elaboración propia con base en IFC (2001).

El costo del crédito en la región ha sido tradicionalmente alto y volátil y en buena medida refleja los altos márgenes financieros posibilitados por la fuerte concentración bancaria que se registra en los países latinoamericanos. En promedio para la región los cinco bancos más grandes capturan cerca del 60% de los activos totales del sistema, en contraste con, por ejemplo, los Estados Unidos, donde esta proporción es de 20%, o Alemania donde es de cerca del 10%. En la región, México y Perú son dos casos de extremo, en los que los cinco bancos principales representan alrededor del 80% de los activos totales del sistema, mientras que Panamá es el país considerado con menor concentración (alrededor del 30%).

16 Evidencia empírica documentada por Galindo y Schiantarelli (2002) señala que el riesgo-país –en el que la volatilidad es un elemento de peso– es un determinante de la estructura por plazos de la deuda de las firmas: un riesgo-país elevado altera dicha estructura a favor de deuda de corto plazo denominada en moneda local.

En general, se observa bastante heterogeneidad entre los países latinoamericanos en esta materia[17].

Igualmente, las deficiencias de información (asimetría), así como los riesgos implicados por ejemplo por una alta dolarización de pasivos bancarios –especialmente importantes en algunos países de América Latina, como Bolivia, Nicaragua, Perú– pueden fundamentar la existencia de una tasa de interés elevada. Esta parece afectar más agudamente a las empresas pequeñas –sin duda relacionado con el tema de la asimetría de información y de las dificultades asociadas a existencia, valoración y posibilidades de ejecución de colaterales– que pueden llegar a enfrentar costos más de dos veces superiores a los soportados por empresas grandes –caso de Perú, según Oliva (2003). Un escaso acceso de los prestatarios a fuentes alternas de financiamiento (externo, por ejemplo), también puede ser una razón que explique una tasa mayor sobre los préstamos bancarios. Esta posibilidad afecta especialmente a los países de la región en la medida en que la gran volatilidad de sus economías los hace más riesgosos y les resta capacidad de acceso a capital foráneo.

Es muy probable asimismo que los márgenes importantes con que se maneja la banca reflejen ineficiencias operativas, con costos *overhead* altos que se trasladan a la tasa de interés activa. En este sentido, Chile parece ser el país latinoamericano con la banca más eficiente, registrando costos *overhead* similares a los de países del este de Asia. En general, la región parece estar en desventaja frente a otras regiones del mundo tanto en lo que respecta a márgenes financieros como a costos *overhead*.

### El papel del Estado en el financiamiento[18]

El rol del Estado en el financiamiento al sector productivo es un tema que amerita un tratamiento particular y extenso, lo cual escapa al alcance de este trabajo. Al mismo tiempo, sin embargo, no puede ser obviado en un análisis del sistema financiero de América Latina, dada la singular importancia que tiene en la promoción y crecimiento de sectores de la región con poco o ningún acceso al crédito bancario privado. De allí que en esta sección se presentan unas consideraciones, breves y de carácter general, acerca de este relevante tema.

Con las privatizaciones efectuadas durante la década pasada[19], la importancia estatal en el sistema bancario se redujo ostensiblemente, pero ésta es aún importante

17 Jaramillo (2004), sin embargo, no halla evidencia empírica conclusiva de la relación unívoca entre la concentración bancaria y el margen financiero. Canadá, por ejemplo, tiene alta concentración bancaria y márgenes financieros bajos, mientras que Brasil es ejemplo inverso (baja concentración y altos márgenes).

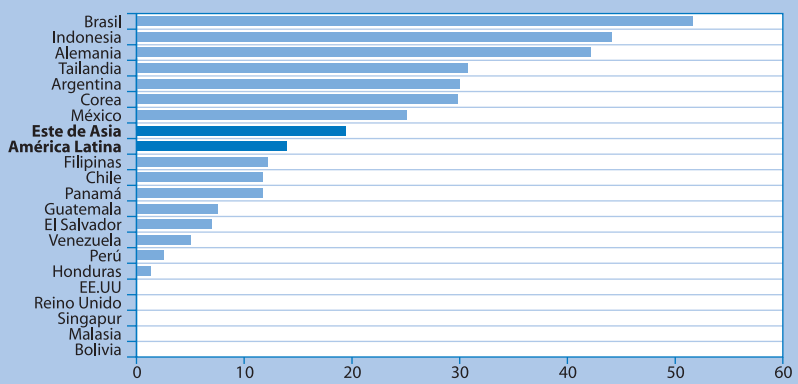
18 Gran parte de esta sección se basa en Oliva (2003) y Oliva (2005).

19 Chile dio inicio temprano a la ola de privatizaciones en América Latina, en el año 1987.

si se la compara con el peso que ella tiene en los países desarrollados, tal como se observa en el Gráfico 8. La banca pública representa un 15% aproximadamente de los activos totales de la banca en América Latina (el caso de Brasil es excepción elevada, con más de un 40% del total de activos bancarios totales en manos de banca pública). En contraste, los activos bancarios propiedad del sector público en los países desarrollados sólo asciende a alrededor del 8%.

***Gráfico 8***

**Banca pública (% de total activos sistema bancario)**




**Fuente:** Barth *et al* (2002).

En la sección anterior se ha mostrado que buena parte de proyectos y empresas –especialmente pequeñas y medianas– quedan privadas de financiamiento, en particular de más largo plazo, debido a imperfecciones del mercado como la asimetría de información. Estos argumentos han sido utilizados tradicionalmente en los países en desarrollo para justificar la intervención gubernamental en el sistema financiero y, aunque tal intervención podría ser de hecho razonable[20], existe poco consenso y claridad acerca de las vías idóneas para hacerlo. Uno de los mecanismos históricamente usados para intervenir en el sistema financiero son las políticas de crédito dirigido o "gavetas" –exitosamente utilizadas por las economías del sudeste asiático– con las que el gobierno busca beneficiar a sectores y actividades socialmente rentables pero sin acceso suficiente al capital.

**20** Trabajos documentados por el BID (2005) señalan que ciertos financiamientos, por la propia naturaleza de los proyectos a ser cubiertos –por ejemplo, retornos visibles sólo en el largo plazo y proyectos de desarrollo– no son eficientemente asumidos por la banca privada –que principalmente busca reducir costos–, lo que justificaría la propiedad pública de los bancos de desarrollo. La banca pública, al asumir aquellos financiamientos reflejará, aunque parezca paradójico, una menor eficiencia comparada con la banca privada. En efecto, la eficiencia económica exigiría reducir costos pero en ciertos proyectos éste no es necesariamente el objetivo perseguido.

En este sentido, Oliva (2005) señala que el éxito de una política sectorial de crédito dirigido depende, entre otras cosas, de que sea diseñada y puesta en práctica para compensar efectivamente una falla detectada en el mercado de crédito y no para cumplir con objetivos políticos. Es necesaria la definición adecuada del grupo objetivo y de la falla concreta de mercado que lo afecta y, sobretodo, la transparencia en el diseño del mecanismo de apoyo. Es de esperar, así, que cualquier iniciativa de crédito dirigido sea consultada ampliamente con los gremios empresariales involucrados, y que las características de la estrategia diseñada sean publicadas con antelación para el conocimiento público. La publicación, dice este autor, ha de indicar con claridad los beneficios esperados, las condiciones de los créditos y la rentabilidad económica y social anticipada. Por otro lado, es necesario que los esquemas de crédito dirigido contengan en sí mismos elementos de disciplina de mercado, en el sentido de evitar seguros implícitos de rescate fiscal en caso de incumplimiento. Estos seguros pueden introducir riesgo moral en los prestarios que finalmente terminen desvirtuando el fin mismo del mecanismo de apoyo.

Finalmente, debido a que buena parte de la intervención gubernamental a través de estos mecanismos está justificada por fallas del mercado asociadas a asimetría de información, o por deficiencias regulatorias que inciden en el uso de colaterales – registro de la propiedad, la titulación de activos, ejecución de garantías, la informalidad y la seguridad jurídica– la solución de estos problemas debería ser parte integral y complementaria de cualquier esquema de crédito dirigido.

Otro mecanismo de intervención estatal es a través del esquema de banca de segundo piso, por medio del cual el Estado provee de recursos a la banca privada –quien se ve incentivada por la reducción de los costos de fondeo– para que ésta lo intermedie a un grupo o sector pre-identificado, y/o para proyectos con externalidades positivas. Para su aplicación efectiva, el esquema debe ir acompañado de un reglamento operativo en el cual se expliciten claramente las condiciones de los créditos, así como los criterios de calificación de los beneficiarios. Asimismo, el criterio de asignación de préstamos debería incorporar elementos de competencia, así como de premios y castigos, tal como lo sugiere la experiencia del sudeste asiático (Noland y Pack, 2003).

Lo anterior significa que el apoyo gubernamental a través del mecanismo de banca de segundo piso –y ello aplica también para los esquemas de crédito dirigido– no excluye la incorporación de elementos de disciplina de mercado. El esquema de banca de segundo piso, si bien incrementa la oferta de crédito –lo cual de alguna manera podría incidir en una reducción de las tasas de interés– no busca resolver potenciales problemas de capacidad de pago de los beneficiarios del crédito. De allí que es importante que la tasa de interés no se fije artificialmente, sino con base en el costo efectivo de los recursos. Es frecuente observar la tendencia a reducir discrecionalmente las tasas para beneficiar a prestatarios

de bajos recursos, sin embargo, tratar de corregir una distorsión (falta de acceso a crédito) con otra distorsión (tasa de interés artificialmente baja) no ha brindado buenos resultados en los países de la región que adoptaron dicha práctica.

En tal sentido, Oliva (2003) plantea que el hacedor de política debe preguntarse si efectivamente conviene otorgar créditos que son sólo viables a una tasa de interés baja. En caso de que la respuesta sea afirmativa –porque, por ejemplo, primen razones que van más allá de las económicas–, lo recomendable sería otorgar un subsidio directo al prestatario, de una manera transparente, y así fortalecer el efecto riqueza sin tocar la tasa de interés. Este tipo de esquema se puede aplicar por ejemplo para los créditos hipotecarios, e incluso para la agricultura.

En línea con lo anterior, CAF (2006) plantea que el Estado podría apoyar a los sectores con mayores limitaciones de financiamiento a través, por ejemplo de incentivos a las instituciones bancarias para que éstas provean el crédito. Dichos incentivos podrían incluir, entre otros, el otorgamiento de subsidios a la banca para cubrir los potenciales mayores costos transaccionales asociados al crédito a los sectores en desventaja crediticia. Asimismo podrían concederse subsidios –también a las instituciones financieras– orientados al desarrollo de metodologías de análisis de crédito que beneficien al sector de la pequeña y media empresa (PyME) y a sectores y actividades rurales. Este punto es de la máxima importancia, toda vez que tal como ha sido reiterado en este trabajo uno de los obstáculos básicos al financiamiento de las empresas pequeñas (y también rurales) es precisamente la carencia de información y técnicas de evaluación del riesgo inherente al crédito a esos sectores, por lo que la concesión de subsidios directos a los bancos que contribuyan a superar esta limitación podría resultar en un mayor flujo de financiamiento hacia ellos. Adicionalmente, CAF (2006) recomienda el fortalecimiento de los sistemas de garantías de crédito.

Para finalizar esta sección, conviene recordar que la experiencia histórica en América Latina con programas de crédito dirigido no ha sido la mejor y no ha logrado atender eficazmente aquellos segmentos empresariales con déficit de financiamiento. Por el contrario, muchas experiencias infructuosas de intervención gubernamental en el sistema financiero –incluido también el establecimiento discrecional de topes a las tasas de interés– han resultado en un crecimiento significativo de los índices de cartera incobrable, en problemas de insolvencia y en problemas fiscales importantes asociados a rescates bancarios[21]. De allí la necesidad de redefinir los mecanismos a través de los cuales el Estado puede apoyar a los sectores con restricciones de financiamiento, a fin de asegurar que dicho

21 Es de mencionarse, sin embargo, que evidencia empírica documentada en Micco y Panizza (2004) apunta, aunque no de manera concluyente, a que el crédito de los bancos públicos tiende a ser menos procíclico y que, por tanto, podría a ayudar a suavizar las fluctuaciones del ciclo económico.

apoyo sea efectivo y cumpla con sus objetivos dentro de lineamientos mismos de disciplina de mercado.

Asimismo, aún cuando el financiamiento de segundo piso puede ser más efectivo y transparente en canalizar recursos hacia usos productivos, la efectividad de este instrumento depende de si el problema de acceso al financiamiento se atribuye a limitantes de oferta o demanda. De ser lo primero, la banca de segundo piso podría resultar una opción válida para acometer proyectos de inversión socialmente rentables que la banca privada no estaría dispuesta a asumir. De tratarse de problemas de demanda, por el contrario, lo recomendable es que los recursos públicos sean destinados más bien a mejorar el marco regulatorio y a atender las fallas existentes en el mercado crediticio.

## Crisis bancarias, intermediación financiera y crecimiento en América Latina

### Las crisis y sus posibles causas

América Latina es la región con mayor incidencia de crisis bancarias en el mundo. De acuerdo con Galindo (2004), excluyendo los países del Caribe, cada país latinoamericano ha experimentado 1,25 crisis bancarias, frente a 0,21 en los países de ingresos altos de la OCDE y a 0,38 de los países del este de Asia y el Pacífico, para hacer sólo algunas comparaciones[22]. Al incluir a los países del Caribe, la incidencia de crisis en la región cae a 0,90 por país –indicando menor propensión a las crisis en estos países del Caribe. Es muy probable que esta alta incidencia de crisis explique en parte el bajo grado de profundización financiera en América Latina, por cuanto ellas tienden a dejar deprimido el crédito bancario, tal como se comentará más abajo. Ello, a su vez, demora o amputa definitivamente algunas decisiones de inversión, afectando el crecimiento, que nuevamente redunda en un menor crecimiento del crédito, conteniendo las posibilidades de desarrollo financiero y crecimiento económico. El Cuadro 4 muestra una síntesis de los episodios de crisis bancarias en América Latina.

22 El porcentaje de países con crisis recurrentes en América Latina –excluyendo el Caribe– es de 35%, frente a 0% (cero por ciento) en los países de la OCDE y a 8% en los países del este asiático-Pacífico (Galindo, 2004).

## Cuadro 4 Episodios de crisis bancarias sistémicas en América Latina

| | Caracterización de la crisis | Costo estimado |
|---|---|---|
| **Argentina** | | |
| 1980-1982 | Se liquidaron más de 70 instituciones (16% activos de la banca comercial y 35% activos de entidades financieras). | Costo fiscal de 55% del PIB. |
| 1989-1990 | Morosidad de 27% (37% en bancos públicos). Bancos intervenidos representaban 40% activos del sistema. | Costo fiscal de 13% del PIB. |
| 1995 | Durante 1995-1997 sesenta y tres entidades financieras fueron cerradas/fusionadas. | Costos directos e indirectos estimados en 2% del PIB. |
| 2001-2002 | Corrida sistémica de depósitos. Depósitos caen 22,5% en 2001 y cerca de un 30% en 2002. Escala de operaciones bancarias se redujo un 25% durante 2001. Congelación de cuentas (fines 2001). Al menos siete entidades financieras cerraron durante 2001. | Entre febrero y julio 2002 el Banco Central inyectó liquidez equivalente a 2% del PIB. Costo fiscal por canje de depósitos y pesificación asimétrica se estima en cerca de 18% del PIB. |
| **Bolivia** | | |
| 1986-1988 | Cinco bancos liquidados. Morosidad alcanzó 30% en 1987. En 1988 atrasos fueron 92% del valor neto de la banca. | |
| 1994 | Dos bancos (11% activos del sistema) fueron cerrados en 1994. | |
| **Brasil** | | |
| 1990 | Depósitos fueron convertidos a bonos. | |
| 1994-1999 | Hacia fines de 1997, el Banco Central había intervenido 43 entidades financieras y la morosidad alcanzó 15%. | En 1996 el valor neto negativo de bancos fue 5%-10% del PIB. En 1998 costo fiscal 1%-2% del PIB. |
| **Chile** | | |
| 1976 | Todo el sistema hipotecario fue declarado insolvente. | |
| 1981-1986 | En 1981 cuatro bancos y cuatro financieras (33% cartera del sistema) intervenidos. En 1983 se intervinieron siete bancos y una financiera (45% activos del sistema). | Entre 1982-1985 el costo fiscal de la crisis bancaria fue 42% del PIB |
| **Colombia** | | |
| 1982-1987 | El Banco Central intervino seis bancos (25% activos del sistema). | Costos de reestructuración 5% del PIB. |

Continúa

Continuación

## Cuadro 4 Episodios de crisis bancarias sistémicas en América Latina

| | Caracterización de la crisis | Costo estimado |
|---|---|---|
| **Ecuador** | | |
| 1996-1999 | En 1996 treinta sociedades financieras y doce bancos recibieron apoyo de liquidez. En 1996, el quinto banco más grande es intervenido.<br>Entre 1998 y 1999 quince instituciones son intervenidas (cuatro en 1998 y once en 1999), pasando a manos del Estado. De éstas, cuatro se fusionaron (en dos pares) en 2000; una de estas fusiones fue liquidada en 2001. Congelacion de cuentas bancarias (1999). | La cifra precisa es incierta. Se estima entre 25% y 30% del PIB. |
| **Jamaica** | | |
| 1994 | Grupo bancario mercantil fue cerrado. | |
| 1995-2000 | Asistencia a cinco bancos, cinco empresas de seguros, dos constructoras y nueve bancos mercantiles. | Bonos públicos emitidos como programa de salvataje 44% del PIB. |
| **México** | | |
| 1981-1991 | Se nacionalizó gran parte del sistema bancario. | |
| 1994-1997 | Nueve bancos intervenidos (19% activos del sistema) y 11 participaron en programas públicos de recapitalización. | Costo fiscal de 19,3% del PIB. |
| **Panamá** | | |
| 1988-1989 | Cierre de 15 bancos. | |
| **Paraguay** | | |
| 1995-1999 | Cuatro bancos y seis casas financieras intervenidos (10% de depósitos del sistema). En 1998 se intervinieron seis entidades adicionales, incluido el banco más grande del sistema. | Costo fiscal de 13% del PIB. |
| **Perú** | | |
| 1983-1990 | Cierre de dos bancos e intento de nacionalización de la banca en 1987. | |
| **Uruguay** | | |
| 1981-1984 | Instituciones afectadas: 30% de activos del sistema. | Costo de recapitalización 7% del PIB. |
| 2002 | En 2002 cuatro bancos (33% activos del sistema) cerraron. | Déficit cuasi-fiscal 24% del PIB.<br>Costo de recapitalizar entidad hipotecaria del Estado 3% del PIB. |

Continúa

Continuación

**Cuadro 4 Episodios de crisis bancarias sistémicas en América Latina**

| | Caracterización de la crisis | Costo estimado |
|---|---|---|
| **Venezuela** | | |
| 1994-1995 | 17 bancos intervenidos (50% depósitos), nueve nacionalizados y siete cerrados en 1994. Cinco bancos cerrados en 1995. | Costo fiscal de 18% del PIB. |

**Fuente:** Caprio y Klingebiel (2003); Plitman (2002); BCE (1996, 1998- 2001); Hopenhayn, B. y Vanoli, A. (2001); Lagos, M. (2002)

Ponderar con precisión las causas de las crisis es difícil, por cuanto ellas se desarrollan en medio de un entramado de condiciones adversas tanto macroeconómicas como microeconómicas. Un patrón común de las crisis financieras, de acuerdo a Collyns y Kincaid (2003), parece ser la vulnerabilidad de las hojas de balance del sector público, las empresas y los bancos. En general, los análisis encontrados en la literatura tienden a señalar, desde el punto de vista macroeconómico, a las debilidades estructurales y a la falta de credibilidad en las políticas económicas como los responsables principales de la gestación de las crisis bancarias. Elevados déficit fiscales que apuntan a su insostenibilidad, elevadas tasa de inflación que indican imprudencia de la política monetaria, estructuras productivas muy vulnerables a *shocks* externos en economías con regimenes de cambio fijo, alta dependencia de flujos externos de capital, son todos factores que pueden conjugarse para gestar y detonar una crisis del sistema financiero, aún si los bancos son institucionalmente sólidos.

Adicionalmente, Demirgüc-Kunt y Detragiache (1997) encuentran que los esquemas de seguros de depósitos explícitos hacen que los bancos sean menos sólidos, especialmente si son de cobertura amplia y respaldada por fondos públicos, en la medida en que pueden introducir riesgo moral e inducir la toma excesiva de riesgos por parte de los bancos. A esto podría añadirse que los esquemas de seguro de depósitos pueden reducir también el incentivo a los propios depositantes de monitorear a las instituciones bancarias, lo que agrava el tema de la excesiva toma de riesgos bancarios. En la misma línea, evidencia manejada por Barth *et al* (2002) indica que sistemas de seguros muy generosos pueden incidir sobre la estabilidad del sistema financiero, aún si los esquemas regulatorio y supervisorio son sólidos.

Finalmente, desde el punto de vista microeconómico e institucional, elementos claves en el estallido de crisis son un manejo bancario imprudente en un contexto de supervisión y regulación deficientes, y la intervención gubernamental en el negocio bancario –incluidos préstamos motivados políticamente– que puede generar un crecimiento excesivo de cartera incobrable. Algunas de las crisis bancarias importantes vividas en América Latina en la década de los noventa estuvieron

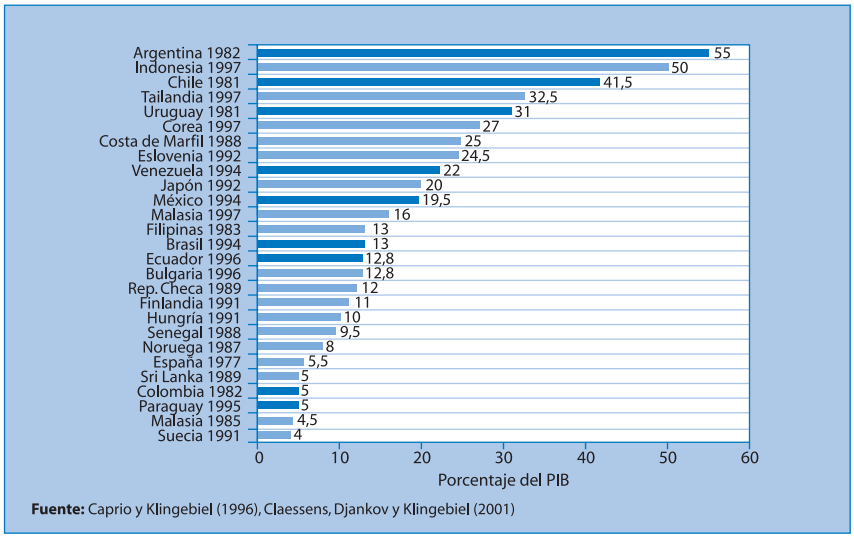
asociadas en buena medida a deficiencias en los marcos regulatorios y supervisorios en un ambiente de liberalización financiera que venía imperando desde la década anterior –e incluso antes en algunos países. Un ambiente que además entroncó con la euforia producida por el retorno de importantes flujos de capital externo hacia la región en la primera mitad de los noventa. Euforia e imprudencia en ausencia de mecanismos institucionales de vigilancia y regulación constituyeron la mezcla apropiada para detonar muchas de esas crisis.

## Las crisis financieras: impacto sobre la intermediación y el crecimiento

Según Honohan y Klingebiel (2000), durante las últimas tres décadas, las crisis financieras han tenido un costo fiscal promedio de 14% del PIB para los países en desarrollo, siendo las crisis latinoamericanas las más notorias al mostrar, en general, costos fiscales muy por encima del promedio (ver Gráfico 9).

*Gráfico 9*

**Costos fiscales de las crisis bancarias (% PIB)**




**Fuente:** Caprio y Klingebiel (1996), Claessens, Djankov y Klingebiel (2001)

El desequilibrio en las cuentas fiscales producto de las crisis bancarias tiene efectos ampliamente conocidos sobre el crecimiento actual y potencial de las economías. Por una parte, la atención financiera de la crisis puede suponer una reducción drástica –a veces por períodos prolongados de tiempo– de los recursos que de otro modo se destinarían a inversión[23], o puede implicar, por otra, aumentos significativos del endeudamiento público –y su servicio– creando dudas acerca de la sostenibilidad fiscal. Todo ello tiende a agravar el panorama de de-

23 Por lo general en momentos en que es menester hacer ajustes fiscales imprevistos los gastos recortados son los correspondientes a inversión.

presión e incertidumbre que *per se* generan las crisis bancarias (al derrumbarse estructuras –bancos, instituciones públicas de supervisión y vigilancia– que operan sobre los cimientos de la confianza del público en general).

Tal vez esto último sea lo más preocupante ya que, al minar la confianza del público, las crisis bancarias suponen un retroceso importante en los niveles de intermediación financiera en sus dos puntas. Por un lado, los depositantes –habiendo quizá experimentado pérdidas importantes de recursos– miran con recelo mantener sus fondos en un sistema que ya demostró ser vulnerable. Por la otra, los bancos pueden mostrar una particular aversión al riesgo –muchas veces apoyada por regulaciones más estrictas posteriores a la crisis– dando preferencia a inversiones en teoría de menor riesgo, como bonos públicos, en detrimento del financiamiento a la actividad productiva y tal vez aumentando de nuevo la vulnerabilidad bancaria[24].

Las empresas y prestatarios en general, por su lado, pueden también posponer decisiones de inversión si la crisis genera incertidumbre o expectativas desfavorables acerca del curso futuro de la economía. Se produce pues una reducción de fondos prestables y probablemente también una caída en la demanda de crédito, en un marco de mayor aversión al riesgo de los bancos. A todo ello se suma el hecho de que las crisis aumentan el riesgo-país, al menos por un tiempo, y ello deprime los flujos de capitales externos a las economías, reduciendo sus posibilidades de expansión. Estas pueden verse adicionalmente condicionadas por el hecho de que durante las crisis muchos activos empresariales son liquidados: empresas y colaterales de financiamiento pueden desaparecer durante las crisis. En suma, el potencial de crecimiento de una economía puede verse alterado significativamente por una crisis financiera. Loayza y Ranciere (2002), por ejemplo, encuentran evidencia empírica de que la relación positiva entre el crecimiento de largo plazo y la profundidad financiera es menor en países que han sufrido crisis bancarias.

En América Latina, las crisis y la caída del crédito que tiende a producirse durante y luego de ella afectan de manera particular a las empresas más pequeñas, que en estas circunstancias ven aún más limitado su acceso al capital. En este sentido, en su estudio sobre el financiamiento de las empresas latinoamericanas, Galindo

24 Galindo (2004) da particular importancia a este tema. De acuerdo con él, este fenómeno se ha hecho muy presente después de la crisis de los años 1998-1999 y hoy en día en varios países más de una cuarta parte de los activos bancarios son crédito al sector público (casos extremos son México, con más de 45%, Argentina y Jamaica con 40% y Brasil, con más de 30%). Apunta en su análisis que es posible que esto se deba a que las regulaciones prudenciales en la mayoría de los países consideran a la deuda pública como de cero-riesgo, lo cual sesga el crédito hacia ese sector. Sin embargo, habrá que recordar que por lo general la tenencia significativa de deuda pública por parte de los bancos está asociada con mayores déficit fiscales, con lo que la mayor presencia de deuda pública en los balances bancarios no sólo representa un desplazamiento del crédito al sector privado sino un aumento de la fragilidad bancaria.

y Schiantarelli (2002) muestran que el impacto de una crisis financiera no es igual para todas las empresas: aquellas con participación extranjera o con conexiones al resto del mundo, a través de exportaciones o propiedades, están menos restringidas en un período post crisis que aquellas de menor tamaño.

Otro elemento que puede ser vital en el caso de las economías de América Latina es, tal como apunta Galindo (2004), el cúmulo de información que se pierde cuando los bancos son intervenidos o cerrados. En la sección donde se analizó el tema del acceso al crédito en la región se expuso que un factor determinante de tal acceso es la construcción e historial de la relación banco-cliente. A lo largo de sus operaciones los bancos acumulan importante información acerca de las empresas y otros prestatarios que puede desaparecer durante una crisis bancaria, haciendo que la recuperación posterior del crédito de la economía sea un proceso mucho más lento e ineficiente. Después de las crisis el problema de la información se hace particularmente agudo.

**La dolarización de las economías: ¿mayor fragilidad financiera?**

Los sistemas financieros pueden ser particularmente vulnerables en casos de dolarización alta de las economías. En tales circunstancias, los descalces de monedas en el balance de los bancos –y de las empresas prestatarias– en los que los pasivos se hallen denominados en una proporción importante en moneda extranjera mientras que los ingresos y los activos lo son en moneda local, se traducirán, ante fluctuaciones cambiarias, en incrementos significativos de la deuda, potenciando quiebras corporativas y bancarias. Estas últimas podrían llegar a ser sistémicas. En América Latina varias economías registran procesos importantes de dolarización de los pasivos bancarios, destacando Bolivia, Perú y Uruguay (ver Cuadro 5), y aún otras están o han avanzado en procesos de dolarización total, tales como Ecuador (2000), El Salvador (2001), Guatemala (2001).

Asimismo, en muchos países latinoamericanos, un porcentaje importante de los créditos bancarios está denominado en moneda extranjera, lo que, tal como se acaba de mencionar, también es riesgoso. Una depreciación, por ejemplo, podría –en caso de descalce con los activos e ingresos de las empresas prestatarias– implicar dificultades financieras no sólo para la propia empresa sino para los bancos prestamistas. El porcentaje de los créditos bancarios denominados en moneda extranjera es, por ejemplo, de casi 97% en Bolivia, y de cerca de 79% en Perú, entre otros ejemplos (Elberg y Velasco, 2006).

De manera que si bien la tendencia a la dolarización puede significar un paso importante en materia de reducción y estabilización de la inflación –caso de Argentina (pre-crisis de 1999), Bolivia, Perú y Uruguay– la cual puede, en ciertas circunstancias, ser una fuente de vulnerabilidad importante para el sistema financiero. Evidencia empírica en torno al impacto del descalce de monedas sobre

la estabilidad bancaria es aportada por Galindo y Leiderman (2003) y por De Nicoló *et al* (2003), cuyos resultados indican estrecha relación entre dolarización y vulnerabilidad financiera[25]. En esta misma línea, Eichengreen *et al* (2002) muestran que bajo un sistema de cambio flexible y en economías con una elevada deuda neta denominada en moneda extranjera – "pecado original", muy común en países en desarrollo– las fluctuaciones del tipo de cambio pueden significar una mayor volatilidad de la tasa de interés de corto plazo[26], aumentando la incertidumbre asociada al servicio de la deuda pública e incrementando el riesgo crediticio general de la economía y por ende, la fragilidad bancaria. En el mejor de los casos, se profundiza la volatilidad de la economía y se reducen las posibilidades de mayor desarrollo financiero –incluido el mercado de capitales de largo plazo– y de crecimiento económico.

**Cuadro 5 Dolarización de pasivos en países seleccionados de América Latina (% de depósitos totales)**

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | Promedio |
|---|---|---|---|---|---|
| Argentina | 62,70 | 61,20 | 62,30 | 65,80 | 63,00 |
| Bolivia | 97,50 | 97,70 | 97,60 | 97,60 | 97,60 |
| Chile | 5,00 | 4,60 | 7,60 | 12,10 | 7,30 |
| Colombia | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Costa Rica | - | 54,40 | 57,10 | 58,90 | 56,80 |
| México | - | 5,20 | 5,80 | 7,10 | 6,00 |
| Nicaragua | 76,70 | 75,50 | 79,30 | 76,90 | 77,10 |
| Paraguay | 50,50 | 57,80 | 67,00 | 69,50 | 61,20 |
| Perú | 83,20 | 81,40 | 84,70 | 85,30 | 83,70 |
| Uruguay | - | - | 85,10 | 86,20 | 85,70 |
| Venezuela | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

**Fuente:** Elberg y Velasco (2006)

En regímenes de cambio fijo, el descalce de monedas en los balances bancarios –o de los prestatarios– también puede significar una mayor fragilidad y vulnerabilidad a potenciales crisis si ocurre algún evento que haga perder la credibilidad en la sostenibilidad del tipo de cambio –y la experiencia demuestra que cada vez es más fácil que ella se pierda, dada la globalización y la propia recurrencia de

25 Galindo (2004) muestra que si se incluyen los países con algún grado importante de dolarización, el porcentaje de crisis bancarias asociadas a interrupciones súbitas de flujos de capital asciende de 56% a 75%. Esto indicaría la particular vulnerabilidad de países dolarizados ante aquellas interrupciones.

26 Debido a los posibles intentos de la autoridad monetaria de contrarrestar el efecto riqueza de los movimientos adversos del tipo de cambio.

las crisis. En tales casos, podría originarse una corrida de depósitos, una eventual insolvencia y crisis bancaria y, por supuesto, una ruptura del régimen cambiario[27].

Por otra parte, bajo procesos de dolarización, Gosh *et al* (2003) muestran que la efectividad de la respuesta de las autoridades a una crisis bancaria es muy limitada, dado el tope natural de las reservas en divisas –siendo posible que la percepción de esta limitada capacidad retroalimente una corrida de depósitos– y la escasa capacidad de los esquemas de seguros de depósitos para dar respuesta a los depositantes por estrechez fiscal. Adicionalmente, los intentos por garantizar depósitos en moneda nacional a un tipo de cambio predeterminado terminan suponiendo importantes pérdidas para los depositantes cuando se devalúa la moneda, según lo ilustra la costosa experiencia de pesificación asimétrica en Argentina[28]. Por último, medidas administrativas como el congelamiento de depósitos o canjes forzosos de bonos públicos por depósitos (Argentina, Ecuador) terminan afectando la cadena de pagos y sólo postergan momentáneamente la fuga de depósitos para cuando se flexibilicen las medidas impuestas.

El consenso actual es que las desventajas de la dolarización de facto exceden sus beneficios. Menos consenso parece haber respecto al qué hacer en los países con dolarización elevada. Una opción sería la dolarización total (Ecuador, El Salvador), otra sería las desdolarización. Esta última opción encuentra cierta acogida en la literatura. Galindo (2004), por ejemplo, argumenta que ella no sólo contribuiría a mitigar la vulnerabilidad financiera en algunos países de América Latina, sino que podría fortalecer el ahorro doméstico si se desarrollan instrumentos indexados a la inflación, coincidiendo en esto con la propuesta de Levy-Yeyati (2003). Este último sugiere que para desdolarizar sería necesario generar los incentivos para el uso más generalizado de instrumentos financieros domésticos, tal como hicieron Chile e Israel al introducir instrumentos en moneda local indexados a la inflación. Adicionalmente, dice el autor, podrían adoptarse regulaciones prudenciales que limiten el descalce bancario de monedas, así como otras que eliminen el tratamiento equitativo de los depósitos en los esquemas de seguros.

Las iniciativas a favor de la desdolarización constituyen un elemento central de la política económica actual de Perú, economía con unos de los índices más elevados de dolarización en la región. En años recientes se ha realizado un esfuerzo

27 Ello será particularmente válido para economías muy sometidas a shocks externos –típicamente las economías latinoamericanas– que tienden a generar sobrevaloraciones importantes de la moneda doméstica. Ello –en presencia de escasa regulación y en presencia también de esquemas de seguros de depósito– podría dar origen a crecimientos desmedidos de la cartera de crédito que finalmente desembocan en grandes crisis.

28 La pesificación asimétrica consistió en convertir a pesos la deuda empresarial con los bancos según una relación de 1 a 1 –el Estado cargaría con la diferencia respecto al dólar libre entregando bonos a la banca– mientras que a los depositantes se les reconocían sus depósitos en pesos a un tipo de cambio superior a aquél pero inferior al de mercado libre. Con ello los deudores licuaron sus deudas (ganaron) y los depositantes también vieron licuado el valor de sus depósitos (perdieron).

consistente para una predominancia de operaciones en moneda nacional. Como consecuencia, los coeficientes de dolarización de la liquidez y del crédito bancario al sector privado han caído sostenidamente. Un ingrediente de fondo es la estabilidad de precios de la economía. Además del éxito general de la política monetaria, se ha optado por diversas medidas complementarias en años recientes. Por un lado, se ha desarrollado más profundamente el mercado de capitales en moneda nacional. A través del llamado Programa de Creadores de Mercado y de una agenda efectiva de administración de pasivos, se ha logrado extender y poblar más la curva de rendimientos en moneda nacional. De esta forma, se pone a disposición de los inversionistas institucionales la posibilidad de definir una mejor relación riesgo-rentabilidad en el mercado doméstico. Por otro, se han dictaminado medidas más puntuales. Por ejemplo, menor remuneración y mayor porcentaje exigido para encaje en moneda extranjera; la obligación de que los comercios publiquen los precios de venta de sus productos en nuevos soles, o; el compromiso de que por lo menos el 50% de las nuevas colocaciones de fondos públicos que respaldan operaciones hipotecarias (Fondo Mi Vivienda) sean denominados en moneda nacional.

Finalmente, un punto que tal vez merezca la pena destacar aquí es que la posible relación entre dolarización y vulnerabilidad financiera no refleja causalidad última. El fenómeno de la dolarización debe ser, a su vez, explicado y, sin duda dicha explicación estará ligada de manera importante a la (falta de) credibilidad y estabilidad de las políticas económicas. Si bien es cierto que la responsabilidad en el manejo de la política económica no es el único ingrediente para devolver totalmente la confianza en la moneda local, tampoco es menos cierto que sin esa responsabilidad y credibilidad ese retorno es imposible. Tal como evidencia Alvarez (2003) en un estudio amplio de dolarización en países centroamericanos, las políticas seguidas por el gobierno importan como determinante de la dolarización y, siendo así, la dolarización es un fenómeno reversible.

**Manejo de las crisis y Red de Seguridad Financiera**

Una vez que la crisis se instala y se hace sistémica, es imperativa la intervención del gobierno y los problemas giran fundamentalmente en torno a la coordinación efectiva y manejo de conflictos entre los diversos actores involucrados –bancos, depositantes y otros acreedores, Órgano Supervisor, Banco Central y el propio gobierno– y a la generación de incentivos para que estos actores participen asertivamente en un proceso ordenado de reestructuración del sistema bancario. El manejo, en estos casos, debe procurar un balance adecuado entre el deseado control y estabilización de la situación crítica, por un lado, y el riesgo moral que podrían introducir esas medidas de control y estabilización, por el otro. En la búsqueda de tal balance debe mantenerse como eje la disciplina de mercado, de modo que se impongan los castigos y sanciones a que haya lugar ofreciendo al mismo tiempo protección a los actores más afectados –los depositantes.

Igualmente, el suministro de liquidez por parte del gobierno –en medidas de salvataje, por ejemplo– debe tomar en cuenta la solidez y capacidad de las finanzas públicas. Claessens, Klingebiel y Laeven (2003) señalan que en varios países que han experimentado crisis, la recapitalización de las instituciones financieras con bonos del gobierno no restituyó la confianza del público en la banca debido a las restricciones fiscales que prevalecían en dichos países (problema de credibilidad). El tipo de asistencia también importa en el impacto fiscal de la crisis; para una muestra de 34 casos de crisis bancarias sistémicas que ocurrieron entre 1970 y 2000, Honohan y Klingebiel (2000) encuentran que la tolerancia regulatoria[29] (*forebearance*), las recapitalizaciones y los apoyos de liquidez tienen mayores costos fiscales que las garantías explícitas a depositantes y acreedores (*blanket guarantee*) y los programas de condonación de deuda.

En general dos nociones básicas parecen ser necesarias en el manejo de la crisis una vez que ella se manifiesta, de acuerdo con Hoelscher y Quintyn (2003): velocidad en la intervención para minimizar el drenaje de depósitos y evitar la liquidación de posiciones por parte de acreedores, por una parte, y diseño de un esquema de cargas compartidas de los costos de la crisis entre bancos, depositantes y Estado (y por ende, los contribuyentes), por la otra. De esta manera se lograría minimizar el valor presente neto de los costos de la crisis, que en ocasiones suelen ser inmensos y duraderos en el tiempo.

El mecanismo óptimo para manejar una crisis bancaria es, sin embargo, evitarla. Además del respaldo que a tales fines confiere un manejo responsable de las políticas macroeconómicas, las denominadas Redes de Seguridad Financiera pueden contribuir a este objetivo si logran diseñarse y establecerse de manera efectiva. Estas redes consisten en el entramado institucional de regulaciones y agentes que en acción conjunta y coordinada pueden reducir la posibilidad de una crisis sistémica. El entramado incorpora normas, regulaciones y supervisión institucional de la banca (Superintendencia de Bancos); prestamista de última instancia (Banco Central); esquemas de seguro de depósito; mecanismos de atención y solución a bancos individuales con problemas, entre otros. Todo ello orientado a los objetivos de detección y corrección temprana de problemas, suministro oportuno y efectivo de liquidez, corrección de fallas de mercado, concentración de costos de las quiebras entre accionistas y administradores bancarios, en el marco de la promoción de disciplina de mercado, entre otros.

El funcionamiento eficaz de la red depende de que cada uno de sus componentes cumpla con su respectiva función. Asimismo, una premisa fundamental es, de nuevo, no desalentar la disciplina de mercado, esto es, mantener los incentivos

29 Bajo este esquema se permite que un banco continúe operando por un período de tiempo a pesar de haber sido declarado técnicamente insolvente.

para que cada agente involucrado en el manejo bancario –accionistas y administradores, depositantes y acreedores, institución supervisora, Banco Central– monitoree con regularidad a los otros a fin de que se impongan, a tiempo, las sanciones y penalidades a actuaciones riesgosas e imprudentes. El monitoreo de los bancos por parte de los propios depositantes es esencial y es un instrumento importante de disciplina bancaria. Surge aquí de nuevo el tema de la información –en esta oportunidad como problema para los depositantes– que en este caso se traduce en la necesidad de normas y regulaciones de publicación de balances y resultados financieros –y que el órgano supervisor vigile su cumplimiento– y con exigencias de índices de suficiencia patrimonial y de liquidez, que permitan al depositante evaluar el riesgo operativo de los bancos y sancionar, a través del retiro de depósitos o la exigencia de una mayor tasa pasiva de interés, a aquellos bancos más riesgosos.

## Opciones de política y recomendaciones

Lo expuesto en este trabajo indica que a pesar de los avances logrados en las últimas dos décadas, América Latina tiene aún ante sí retos importantes que superar en materia de volumen y eficiencia de financiamiento al sector productivo –y por ende al crecimiento económico. Existen en la región restricciones al crédito que afectan con agudeza particular a las empresas pequeñas y medianas –base importante del sector productivo regional– condicionando así de manera severa una mayor generación de empleo, un mayor crecimiento y un mayor bienestar.

La profundidad financiera de la región es baja y también lo es la canalización del ahorro a través del sistema financiero. En buena medida ello está asociado a la frecuente incidencia de crisis financieras en sus economías, a la gran volatilidad de éstas producto de su gran exposición a *shocks* externos, y al escaso o nulo desarrollo de mecanismos de financiamiento de más largo plazo. Existen, sin embargo otras limitantes de carácter institucional a una mayor profundización financiera que han sido puestas de manifiesto aquí y cuya resolución podría mitigar de manera importante las limitaciones a una mayor fluidez del crédito. Dichas limitaciones están asociadas básicamente a fallas de mercado que reducen el volumen de crédito disponible, aumentan su costo y lo hacen más volátil.

Antes de considerar con mayor detalle las recomendaciones que se desprenden del análisis efectuado conviene, sin embargo, hacer una breve reflexión previa. La idea de que un mayor desarrollo financiero promueve un mayor crecimiento económico pende del supuesto de que hay efectivamente disposición empresarial a invertir y proyectos rentables que requieran financiamiento en la economía. Este hecho, obvio pero muchas veces pasado por alto es la razón de ser misma de un sistema financiero desarrollado, el cual no es un fin en sí mismo: si no hay qué financiar no es fácil justificar la necesidad de una mayor disponibilidad de financiamiento. Y la existencia de un qué financiar está condicionada,

entre otros aspectos pero de manera fundamental, por la credibilidad y solidez de las políticas económicas.

Tomar esto en cuenta es particularmente relevante hoy día, cuando a pesar de los grandes avances logrados en materia de estabilización macroeconómica algunas economías de la región podrían estar acumulando vulnerabilidades importantes en el campo fiscal. Las acciones orientadas a facilitar y hacer más eficiente el financiamiento tendrán poco éxito si se descuida el frente de la responsabilidad en el manejo de las políticas macroeconómicas. Los esfuerzos en materia de estabilización macroeconómica siguen siendo tan relevantes hoy como lo fueron en las décadas de los ochenta y noventa, y tal vez más, si te toma en cuenta la especial vulnerabilidad que genera la creciente globalización.

**Recomendaciones para mejorar el volumen y la eficiencia de la intermediación financiera**

En primer lugar es imprescindible que se tomen medidas decididas en materia de formalización y registro legal de activos y propiedades, así como de reducción de los costos asociados. Los procesos en esta materia deben simplificarse y agilizarse de manera significativa, a fin de facilitar el registro y titulación del volumen importante de activos y propiedades no legalizadas en muchos países de la región –incluidas empresas pequeñas y microempresas que se encuentran en funcionamiento– y que por tanto se hallan excluidos del mercado formal del crédito. Estas mejoras harán que muchos activos puedan fungir como colaterales para asegurar créditos y que muchas empresas, al ser registradas, puedan ser objeto de crédito bancario. Esto último reduciría el recurso de estas empresas a fuentes informales de financiamiento, mucho más costosas e inestables. Entre las acciones más concretas están: procesos simples y transparentes, con información amplia y accesible, la integración de los registros públicos, la reducción de costos procesales administrativos, y la modernización de los registros catastrales, entre otros.

Es necesaria, asimismo, la eliminación de las restricciones institucionales que obstaculizan la ejecución de las garantías, problema fundamental en la región. La evidencia manejada muestra la importancia de este tema en nuestros países, cuya solución pasa, en primer lugar por adoptar las medidas señaladas en el aparte anterior –las garantías han de existir primero legalmente– y por introducir las modificaciones en el marco regulatorio vigente de modo de dar más protección a los inversionistas y acreedores. Deberán por tanto eliminarse aquellas normas y regulaciones que dificultan la posesión expedita de los activos en caso de incumplimiento de contratos. Ello promoverá una mayor disposición de los bancos por aceptar colaterales a los préstamos y ampliar el financiamiento, en especial a las empresas de menor tamaño.

Debe fortalecerse y modernizarse los registros de crédito, así como ampliar su cobertura, para compensar en parte las fallas de asimetría de información. Los registros cumplen un papel importante como fuente de información para los bancos, por lo que son vitales los esfuerzos dirigidos a mejorar las técnicas de recolección y procesamiento de información de prestatarios, su cobertura regional y nacional y su accesibilidad general. Los esfuerzos en este campo no sólo facilitarán un mayor acceso al crédito sino que tal vez redunden en beneficios como mejores prácticas corporativas en la medida en que suponen un mayor monitoreo del desempeño empresarial en tanto que prestatarios.

Deben mantenerse y fortalecerse los esfuerzos en materia de supervisión y regulación prudencial. En particular, es necesario que los supervisores adquieran mayor peso y autonomía en sus funciones en el marco de atribuciones y regulaciones modernas y claras, en las que las sanciones –legales, administrativas y morales– por incumplimiento de las funciones de supervisión también adquieran mayor peso. Estos esfuerzos habrán de complementarse con la adopción de normas que obliguen a prácticas modernas y eficientes de auditoria bancaria que apoyen la labor del supervisor, y permitan la detección oportuna de potenciales problemas de insolvencia o imprudencia bancaria.

La regulación y supervisión habrá de poner atención y minimizar los descalces de monedas en los balances bancarios. Deberán por tanto imponerse normas que los limiten, a fin de reducir la vulnerabilidad a que someten a los sistemas financieros, según se analizó en este trabajo. En este sentido resultaría conveniente también el diseño de mecanismos y estrategias que vayan reduciendo la dolarización que presentan muchas economías de la región, a través de la creación de instrumentos que han tenido éxito en otras economías con problemas similares (Chile, Israel) y la emisión de títulos de deuda pública en moneda local (experiencia de Perú).

En general, deben adoptarse acciones orientadas a minimizar la incidencia de crisis financieras (bancarias), que dejan a los sistemas financieros en condiciones de gran fragilidad y deprimen el crédito al sector productivo. En tal sentido es conveniente revisar y redefinir los esquemas de seguros de depósitos, los cuales tienden a introducir riesgo moral en el comportamiento bancario –y disminuyen el incentivo de los depositantes a monitorear a los bancos. Asimismo, debe avanzarse aún más en materia de supervisión y regulación prudencial bancaria en general y revisar con detenimiento la conveniencia de seguir considerando la cartera bancaria de títulos públicos como de cero-riesgo. La experiencia de Argentina, Ecuador y Uruguay demuestran que las dificultades fiscales pueden afectar severamente la deuda soberana y minar la solidez del sistema bancario. Al respecto, algunos países han establecido ya índices de patrimonio mayores cuando la tenencia de este tipo de valores es alta (Brasil), o han impuesto límites de exposición en deuda pública (Argentina). Finalmente, no es redundante insistir en la necesidad de fortalecer y dar credibilidad a las políticas macroeconómicas, y en particular a las políticas cambiarias.

Finalmente, los hacedores de política deberán definir la ruta que en cada país se seguirá para ir adoptando gradualmente las disposiciones regulatorias de la *Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital: Marco Revisado*, también conocido como normas de Basilea II (Junio 1999, revisión Junio 2004). Esta nueva propuesta de esquema regulatorio de la banca supone un avance importante respecto a los requisitos establecidos inicialmente (Basilea I), adoptados por virtualmente todos los países y que en su momento sirvieron tanto para abordar el tema de la capitalización de los riesgos de crédito como para homogeneizar e integrar los marcos regulatorios internacionalmente.

Con el nuevo marco regulatorio se procura adaptar los requerimientos de capital a las condiciones cambiantes de los mercados (tasas de interés, tipo de cambio, entre otros) y a las condiciones propias de cada institución crediticia de manera tal que los índices de capital bancarios reflejen con mayor fidelidad los riesgos de la cartera de activos, particularmente los de la cartera de crédito. Asimismo, el esquema enfatiza aspectos de supervisión bancaria (no muy distantes de los establecidos en Basilea I) y de disciplina de mercado (fundamentalmente, la divulgación de los requerimientos desglosados de capital de capital de los bancos). A través de estas tres áreas (capital, supervisión y disciplina de mercado) el nuevo marco busca promover una mejor administración de los riesgos desde los propios bancos así como fortalecer la capacidad supervisora que sobre aquellos ejercen los propios depositantes, a través de mejores prácticas de difusión y transparencia de la información bancaria.

La dificultad básica que supone la aplicación del nuevo esquema tiene que ver con la selección de la técnica para medir y mitigar el riesgo de la cartera de crédito. Algunas de estas técnicas pueden ser bastante sofisticadas, incluso diseñadas internamente por la propia banca, respecto de las cuales los países de la región no tienen experiencia. Tal como apunta BID (2005) el recurso a calificadoras de crédito tampoco es muy viable dada la escasa penetración de éstas en América Latina, aparte del hecho de que tales agencias deberían ser objeto también de supervisión y seguimiento para asegurar la confiabilidad y transparencia de sus evaluaciones. En general, allí se plantea que las posibilidades de que los países de la región eventualmente apliquen el nuevo marco de Basilea II depende de la situación específica de cada país en materia de cumplimiento del requisito básico de capital y de supervisión de Basilea I, de los niveles actuales de capital bancario –y la posibilidad de aumentarlos, y de la disponibilidad de información y tecnologías para evaluar y monitorear las reservas para cartera incobrable, entre otros. En tal sentido, parecería deseable el cumplimiento previo cabal de los principios establecidos en Basilea I antes de introducir las normas más complejas de Basilea II y, en particular, es prudente que los países de América Latina logren avanzar más en el área de supervisión, en la cual se observan todavía algunas debilidades, al igual que en otros países en desarrollo.

## Referencias bibliográficas


• Alvarez, R. (2003), "Dolarización Financiera en América Central". Banco Interamericano de Desarrollo. Serie de Estudios Económicos y Sectoriales RE2-03-005. *www.iadb.org/regions/re2/EstudioDolarizacion.pdf*

• Banco Central de Ecuador (BCE) (1996, 1998-2001). "Memoria Anual". *www.bce.fin.ec*

• Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2001), "Competitividad: Motor del Crecimiento". Informe de Progreso Económico y Social en América Latina 2001, Washington D.C.

• Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2005), "Desencadenando el crédito". Informe de Progreso Económico y Social. IPES-on line, *www.iadb.org/res/ipes/2005*

• Banco Mundial (2003), *Doing Business Database*.

• Barth J., Caprio, G. y Levine, R. (2002), *Bank Regulation and Supervision: What works best*?," National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 9323, November.

• Beck T., Demirgüc-Kunt, A. y Levine, R (2001), *A new Database on Financial Development and Structure*.

• Beck, T., Demirgüc-Kunt, A. y Levine, R. (2003), *Small and Medium Enterprises, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence*, Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 3178, December.

• Beck T., Demirgüc-Kunt, A. Levine, R. y Maksimovic, V. (2000), *Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 2423.

• Beck, T., Levine, R. y Loayza, N. (1999), *Finance and the Sources of Growth*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 2059.

• Bencivenga, V. y Smith, B. (1991), *Financial Intermediation and Endogenous Growth*. Review of Economic Studies, Blackwell Publishing, vol. 58(2), pp. 195-209, April.

• Bernanke, B, y Gertler, M. (1989), *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*. American Economic Review.

• Booth L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. y Maksimovic,V (2001), *Capital Structures in Developing Countries*.The Journal of Finance.

• Caballero R. y Krishnamurthy, A. (2001), *Smoothing Sudden Stops*. mimeo Northwestern University.

• Caprio, G y Klingebiel, D. (1996), *Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 1620.

• Caprio, G. y Klingebiel, D. (2003), *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*. World Bank data set available via the Internet: *http://econ.worldbank.org/view.php?id=23456*

• Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Luc Laeven (2003), *Financial Restructuring in Banking and Corporate Sector Crises: Which Policies to Pursue?,*en *Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises*. Editado por Daniela Klingebiel y Luc Laeven. Banco Mundial. Discussion Paper N° 428. Washington, D.C.

• Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Daniela Klingebiel (2001), *Financial Restructuring in East Asia: Halfway There?,* en *Resolution of Finantial Distress*, Stijn Claessens, Simeon Djankov y Ashoka Mody, eds. Banco Mundial. Washington, D.C.

• Collyns, Charles y Russel Kinkaid (2003), *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*, Occasional Paper N°217, Fondo Monetario Internacional. Washington, D.C.

• Corporación Andina de Fomento (CAF) (2006), "Los retos para aumentar el acceso al crédito y los servicios bancarios". Presentación hecha por el Presidente Ejecutivo de la CAF, Enrique García, en el Encuentro Iberoamericano: La extensión del crédito y los servicios financieros. Madrid, junio 15.

• De Nicoló, G., Honohan, P. y Ize, A. (2003), *Dollarization of the Banking System: Good or Bad*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 3116.

• De Soto, Hernando (2000), "El Misterio del Capital: Por qué el capitalismo triunfa en occidente y fracasa en el resto del mundo". Editorial El Comercio. Lima.

• Demirgüç-Kunt, A., y Detragiache, E. (1997), *The Determinants of Banking Crises: Evidence from Industrial and Developing Countries*". Banco Mundial, Policy Research Working Paper No. 1828. Washington, D.C.

• Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (1999), *Financial Structures Across Countries: Stylized Facts*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 2143. Washington, DC.

• Diamond D. y Dybvig, P. (1983), *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*. Journal of Political Economy.

• Domowitz I., Glen, G. y Madhavan, A. (2000), *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, World Bank, working paper.

• Eichengreen, B. Hausman, R. and Panizza, U. (2002), *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*. Documento preparado para la Conferencia *Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., 21-22, noviembre.

• Elberg, A. y Velasco, A. (2006), "Volatilidad macroeconómica en los países andinos: Hechos estilizados y opciones de política". Corporación Andina de Fomento, mimeo.

• Galindo, A. (2004),"El papel del Sistema Bancario en el Crecimiento: Notas para el Coloquio Latino Americano". Latin American Colloquium, Yale Center for the study of Globalization, noviembre. *www.ycsg.yale.edu/documents/latinColloquia*

• Galindo, A. and Leiderman, L. (2003), *Living with Dollarization and The Route to Dedollarization*, mimeo.

• Galindo, A. y Micco, A. (2001), *Creditor Protection and Financial Cycles*, Banco Interamericano de Desarrollo. Working Paper No. 443, April.

• Galindo, A. y Miller, M. (2001), *Can Credit Registries Reduce Credit Constraints? Empirical Evidence on the Role of Credit Registries in Firm Investment Decisions*. Documento preparado para el Seminario Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, Santiago Chile, Marzo. *www.iadb.org/res/seminars_events.htm*

• Galindo, A. y Schiantarelli, F. (2002), *Credit Constraints in Latin America: An Overview of The Micro Evidence*. Banco Interamericano de Desarrollo, Research Network Working Paper No. R-472.

• Gorton G. y A. Winton (2002), *Financial Intermediation*. NBER wp8928.

• Gosh, A., Gulde, A. y Wolf, H. (2003), *Exchange Rate Regime, Choices and Consequences*. The MIT Press.

• Hernandez, L. y Parro, F. (2005), "Sistema financiero y crecimiento en Chile". Estudios Públicos, 99. Centro de Estudios Públicos, Chile (revista virtual, www.cepchile.cl).

• Hoelscher, D. y Quintyn, M. (2003), *Managing Systemic Banking Crises*. Fondo Monetario Internacional. Occasional Paper 224.

• Holsmtrom B. y Tirole, J. (1997), *Financial Intermediation, Loanable Funds, and The Real Sector*, Quarterly Journal of Economics (1997).

• Honohan, P. y Klingebiel, D. (2000), *Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises*, Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 2441, septiembre.

• Hopenhayn, B. y Vanoli, A. (2001), "La deuda del estado nacional: Situación y propuestas de reestructuración". *www.wilsoncenter.org*

• International Finance Corporation (IFC) (1995), *Emerging Markets Stock Fact Book*. Banco Mundial.

• International Finance Corporation (IFC) (2000), *World Business Environment Survey*, Banco Mundial.

• International Monetary Fund (IMF) (2002), *Brasil: Financial System Stability Assessment*.

• Jappelli, T. y Pagano, M. (2000), *Information sharing in credit markets: the European experience*. Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) Working Paper No. 35, March.

• Jaramillo, F., D. Morillo y J. Morillo (2004), "Margen Financiero y Competencia: el caso del Ecuador" mimeo, Corporación Andina de Fomento.

• Javed S. y G. Perry, G. (1998), *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*. World Bank.

• Jemio, Luis C. (2000), "Crunch de Crédito en el Sistema Financiero Boliviano".

• Junguito, R. (2006), "El Desarrollo del Mercado de deuda pública en los países andinos". Corporación Andina de Fomento (CAF), mimeo.

• Kiyotaki, N., y Moore, J. (1997), *Credit Cycles*. Journal of Political Economy (1997).

• King, R. y Levine, R. (1993), *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, Quarterly Journal of Economics, 108, pp. 717-738.

• Krueger, A., y Yoo, J. (2001), *Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea*. National Bureau of Economic Research (NBER). Conference on Currency Crises Prevention.

• La Porta R., F. Lopez de Salines, F. Shleifer, A. y Vishny, R. (1998), *Law and Finance*. Journal of Political Economy.

• Lagos, M. (2002). "La crisis bancaria Argentina 2001-2002". Informe preparado para la Asociación de Bancos de la Argentina.

• Langebaek, A. (2006), Gobierno Corporativo: Mejores prácticas y evidencia. Corporación Andina de Fomento, mimeo.

• Leland H., y Pyle, D. (1977), *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediaries*. Journal of Finance.

• Levine, R. y Zervos, S. (1998), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. American Economic Review, June.

• Levy-Yeyati, E. y Arias. E. (2003), *Financial Dollarization: Where Do We Stand*? Conference on Financial Dedollarization: Policy Options. Banco Interamericano de Desarrollo.

• Loayza, N., y Ranciere, R. (2002), *Financial Development, Financial Fragility, and Growth*, Banco Central de Chile. Documento de trabajo No. 145.

• Micco, A y Panizza, U. (2004), *Bank Ownership and Lending Behavior*. Banco Interamericano de Desarrollo. Working Paper No. 520.

• Noland, M. y Pack, H. (2003), *Industrial Policy in an Era of Globalization: Lessons from Asia*. Institute for International Economics, Washington, D.C.

• Oliva, C. (2003), "Repensando las Políticas Sectoriales", Corporación Andina de Fomento (CAF), mimeo.

• Oliva, C. (2005), "Viabilidad de las políticas sectoriales en Perú". En: Políticas sectoriales en la región andina: lecciones y propuestas. Corporación Andina de Fomento, pp. 283-336. Caracas, octubre.

• Plitman, R. (2002), "La Crisis Bancaria de Ecuador". Fundación Friedrich Ebert.

• Rajan, R. y Zingales, L. (1998), *Financial Dependence and Growth*. American Economic Review, 88(3), pp. 559-586.

• Stiglitz J. y A. Weiss (1981), *Credit rationing in Markets with Imperfect Information*. American Economic Review 71 (3), pp. 393-410.

• Vives A., and K. Staking (2001), *Financial Intermediation and Policy-Based Lending: Policy Recommendations for Latin America and the Caribbean*. World Economic Forum, "The Latin American Competitiveness Report 2001-2002".

# *Desarrollo del mercado de deuda pública en los países andinos*

*Roberto Junguito*

# *Desarrollo del mercado de deuda pública en los países andinos*

*Roberto Junguito*[1]

## Introducción

El objetivo del presente trabajo es analizar el desarrollo y las políticas para el fortalecimiento del mercado de deuda pública en los países andinos. El estudio se inicia con el análisis de los requisitos para el desarrollo de ese mercado, en el cual se enfatiza la necesidad de una política macroeconómica apropiada, particularmente en el campo fiscal y monetario.

Asimismo, se ponen de relieve los aspectos institucionales y técnicos requeridos para dicho desarrollo, según la Guía para el Manejo de la Deuda Pública emitida por el Banco Mundial y el FMI y conocidos artículos de la literatura económica. En las secciones siguientes, se efectúa una revisión general de las economías andinas que permite inferir, tanto el cumplimiento de los requisitos macroeconómicos como de sus respectivos esquemas de manejo de la deuda pública, y particularizan los aspectos institucionales y técnicos. En la última sección, se realiza un balance general comparativo del avance que en esta materia han logrado los diferentes países.

El estudio del mercado de deuda pública interna es importante por varios aspectos. De una parte, es conocido que el desarrollo del mercado de capitales está estrechamente vinculado con el mercado de bonos públicos. De igual manera, un mercado de bonos públicos facilita las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales y, por tanto, el manejo de la política monetaria de los países. Además, los gobiernos de los países emergentes, que han estado en capacidad de lograr un adecuado desarrollo de su mercado de deuda pública interna, han sido menos dependientes de los vaivenes de los mercados internacionales de capitales y han mostrado una mayor estabilidad externa en sus economías.

## El mercado de deuda pública

Para analizar el desarrollo del mercado de deuda pública es necesario que los países cumplan con requisitos macroeconómicos, basados principalmente en la

1 Presidente de la Asociación de Aseguradores de Colombia, Fasecolda. El estudio fue realizado con la colaboración de Sumie Tamura y Catalina Herrera, y de los economistas de la Corporación Andina de Fomento (CAF) en las oficinas de representación en los países andinos.

estabilidad de la inflación, la eficiencia del sistema financiero y la sostenibilidad de la deuda pública. En este último aspecto, las estrategias de endeudamiento que sigan los gobiernos son un factor determinante. De igual forma, es indispensable revisar los aspectos institucionales y técnicos del mercado de deuda, como las emisiones primarias y secundarias, la base de inversionistas y el marco regulatorio, entre otros, los cuales son factores que afectan el comportamiento macroeconómico del mercado.

**Requisitos macroeconómicos y financieros: desarrollo del mercado de deuda pública**

El desarrollo de un mercado de bonos públicos debe ser visto como un proceso dinámico en el que un ambiente macroeconómico y un sector financiero estables son esenciales para construir un mercado eficiente y conferir credibilidad al gobierno como emisor de papeles de deuda. En este sentido, debe destacarse que los requisitos para establecer un mercado eficiente de deuda pública en moneda local incluyen un gobierno estable y creíble; políticas fiscal y monetaria estables; una infraestructura legal, impositiva y regulatoria efectiva; la existencia de contratos y acuerdos seguros y confiables; y un sistema financiero liberalizado y con intermediarios competitivos (Banco Mundial y FMI, 2001).

Los inversionistas estarían renuentes a comprar deuda pública, especialmente de mediano y largo plazo, si hay expectativas de alta inflación, de devaluación o grandes riesgos de incumplimiento del servicio de la deuda. En esta línea, las expectativas inflacionarias alimentan directamente la prima de la deuda pública de largo plazo y afectan no sólo los costos de financiamiento, sino también –en países con poca estabilidad monetaria– la habilidad del Estado para extender la curva de rendimiento (*yield*) más allá de maduraciones sumamente cortas. De allí que un compromiso creíble para contener la inflación es clave para el desarrollo de los mercados de bonos.

La política fiscal, por su parte, debe diseñarse de manera tal que asegure la recolección de impuestos y evite el descontrol del gasto público. Asimismo, si el gobierno ya ha contraído una deuda interna o externa sustancial, dicha política debe enviar signos claros a los inversionistas de que el ajuste fiscal previsto asegurará un superávit primario que estabilice y reduzca el nivel de la deuda pública respecto al Producto Interno Bruto (PIB), de modo de evitar las posibles percepciones de riesgo de incumplimiento.

La solidez del sistema bancario también tiene implicaciones importantes para el desarrollo del mercado de deuda pública. La falta de intermediarios financieros saludables, por ejemplo, puede generar una caída en la liquidez y en la eficiencia de los mercados. De otro lado, un sistema bancario en crisis puede obstaculizar

el desarrollo del mercado de deuda al dificultar el funcionamiento de mercados relacionados, como el interbancario y las operaciones de recompra.

Un mercado monetario activo y liberalizado es también un requisito para el desarrollo del mercado de deuda, ya que surte al mercado de bonos con la liquidez necesaria. También facilita a las instituciones financieras la cobertura de sus necesidades de liquidez de corto plazo, lo que hace menos riesgoso y más barato almacenar papeles del gobierno para ofrecer en venta a los inversionistas y para tener portafolios de deuda con fondos intercambiables.

Por lo general, allí donde las tasas de interés de corto plazo han sido liberalizadas, el desarrollo del mercado de dinero y de papeles de deuda se apoyan mutuamente. En esta dirección, el desarrollo de un mercado de deuda pública también resulta esencial para el manejo monetario. Dado que la mayoría de los países están abandonando el uso de herramientas directas de política monetaria, como controles de tasas de interés y límites de crédito, y utilizan más activamente instrumentos indirectos, como operaciones de mercado abierto, los papeles de deuda pública juegan un papel fundamental al ser, por regla general, los valores más líquidos del mercado y, por lo tanto, los más utilizados.

**Estrategias de manejo de deuda pública: consideraciones generales**

El desarrollo del mercado de bonos públicos está íntimamente relacionado con un adecuado manejo del endeudamiento público de los países. El manejo de la deuda pública debe estar fundamentado en una estrategia que tome en consideración la satisfacción de los requerimientos de financiamiento cumpliendo con objetivos de costos y riesgos. Desde el punto de vista macroeconómico, los países deben asegurarse que tanto el nivel como el crecimiento de su deuda pública sean sostenibles y que las obligaciones de ella derivadas puedan cumplirse bajo diversas circunstancias del entorno económico nacional y externo. En este sentido, debe tenerse en cuenta que una deuda mal estructurada –tanto desde el punto de vista de plazos de amortización como de composición por moneda– o que ignore las obligaciones contingentes podría, dados los riesgos cambiarios o de tasa de interés, ser la causa de crisis financieras en los países (Banco Mundial y FMI, 2001).

En esta línea, es particularmente importante destacar que, a menudo, los países emergentes dan un énfasis exagerado al costo del endeudamiento y otorgan preponderancia a la colocación de deuda de corto plazo que más tarde trae dificultades de refinanciamiento o de tasas de interés. Asimismo, una dependencia exclusiva o preponderante en deuda pública externa también trae consigo importantes riesgos de tasa de cambio o de refinanciamiento en épocas de cierre temporal de los mercados internacionales de capitales. Todo esto llama la atención de la importancia de disponer de estructuras adecuadas de endeudamiento público

externo. No obstante, es importante destacar también que aún un manejo adecuado de la deuda no es sustituto de una buena política macroeconómica, particularmente en las áreas fiscal y monetaria.

La estrategia de manejo de la deuda pública depende de la situación particular de cada país. Las condiciones macroeconómicas propias, su estructura fiscal, la de sus mercados de capitales y su régimen cambiario condicionan su capacidad y costo de atender la deuda en el futuro. Las necesidades de manejo de deuda están, en todo caso, vinculadas con la estrategia macroeconómica que adopte cada país.

Por lo general, los países desean minimizar los costos esperados del servicio de sus obligaciones y mantener activos líquidos, sujetos a la adopción de un nivel aceptable de riesgo. Se encuentra que la estrategia más apropiada dependerá, en últimas, de la capacidad del país de asumir riesgos. En el manejo de la deuda pública, los riesgos comúnmente encontrados comprenden: riesgos de mercado, de rotación de la deuda (*rollover*), de liquidez, de crédito, de solución (*settlement*) y operacionales.

La identificación de los riesgos de mercado exige revisar el perfil y las características de los recaudos y otros ingresos esperados y elegir un portafolio de obligaciones que se adapte a esos ingresos. Entre los problemas frecuentemente encontrados en materia de manejo de deuda se deben anotar la tendencia de los gobiernos hacia una concentración exagerada de obligaciones de corto plazo y hacia una exposición muy amplia de obligaciones no cubiertas denominadas en moneda extranjera, estrategia ésta cuya vulnerabilidad se manifiesta cuando los mercados internacionales de capitales se hacen volátiles o cuando se registran devaluaciones inesperadas de la moneda.

Por su parte, una alta concentración de deuda de corto plazo, a menudo crea situaciones de dificultad de rotación, tal como se destacó anteriormente. Los gobiernos de los países emergentes, principalmente por la falta de desarrollo y profundidad de sus mercados de capitales, ordinariamente no se encuentran en capacidad de emitir deuda interna de largo plazo y a tasa fija como sería recomendable, y las opciones que tienen para extender la maduración de sus obligaciones consiste en emitir deuda indexada a la inflación, contratar deuda externa o indexar la deuda interna al tipo de cambio.

Finalmente, vale la pena destacar que la literatura está mostrando interés en la discusión acerca de la estructura óptima del endeudamiento público de los países. En este sentido, el énfasis en los trabajos más teóricos ha girado en torno a la definición del concepto de estructura óptima de la deuda pública, entendiendo por tal aquella que logre minimizar la necesidad de establecer impuestos que distorsionen la economía. En general, la literatura en cuestión ha identificado que para cada país, dependiendo de los choques de tipo real y monetario a que se encuen-

tren sujetos, existe una combinación óptima de deuda nominal, indexada a la inflación y externa, que minimizaría la necesidad de establecer nuevos impuestos (Missale, 1997).

A este respecto, Bohn (1988) argumenta que la deuda nominal en moneda local permite a los gobiernos reducir sus obligaciones al estimular presiones inflacionarias, y que la recurrencia común a la indexación por inflación es una forma de reducir o eliminar ese incentivo. De otro lado, se establece que si bien el endeudamiento externo introduce riesgos al presupuesto vinculados con disturbios o choques internacionales y de tasa de cambio, este tipo de endeudamiento evita los impactos económicos adversos vinculados exclusivamente con la economía nacional (Bohn, 1990).

En lo que respecta a la conveniencia de alargar la maduración de la deuda, lo básico a destacar es que no hacerlo incrementa el riesgo de no poder refinanciar las obligaciones, tal como lo demuestra Barro (1995). Todo lo anterior indica, intuitivamente, que si el gobierno no establece una combinación adecuada de financiamiento que le permita cubrirse contra los riesgos, entonces estaría sujeto a la necesidad de establecer –en cada ocasión– impuestos como respuesta a los choques que se le presenten.

En fin, se concluye que el desarrollo del mercado de deuda pública interna está estrechamente ligado con una estrategia adecuada de manejo de la deuda pública, que si bien debe estar en línea con las condiciones particulares de cada país, al mismo tiempo, debe buscar acoplarse al logro de una estructura óptima de endeudamiento público.

## El desarrollo del mercado de deuda pública interna: aspectos institucionales y técnicos

Como consecuencia de las crisis internacionales vividas en el pasado reciente, cada vez es mayor el interés de los gobiernos por desarrollar mercados de deuda pública interna que provean los recursos necesarios para enfrentar sus obligaciones financieras a un menor costo y riesgo. Sin embargo, el desarrollo del mercado de títulos del gobierno es una tarea compleja que depende de los sistemas financieros y de mercado de cada país. Esto implica, entre otros aspectos, ampliar la base de inversionistas para fomentar la competencia y disminuir los costos de transacción, desarrollar una infraestructura que permita realizar las transacciones de forma eficiente y segura, y evitar la fragmentación del mercado restringiendo el número de instituciones públicas en capacidad de emitir obligaciones.

En el presente documento se describirán y analizarán, tal como se mencionó en la introducción, los diferentes esquemas de manejo de la deuda pública en los países andinos. En tal sentido, para cada nación se abordarán temas como el

desarrollo de sus mercados primarios y secundarios, la diversificación de su base de inversionistas, la existencia de un marco legal y de regulación clara y confiable, la infraestructura existente y, el manejo de la deuda subnacional, todo ello, a fin de identificar los aspectos positivos del proceso hasta el momento y realizar sugerencias para el futuro.

***Emisiones de referencia (benchmark issues)***

El gobierno, como el emisor doméstico más solvente o de menor riesgo, debe promover el desarrollo de emisiones de referencia con el fin de reducir el costo de los préstamos, facilitar la emisión y refinanciación de títulos del gobierno, sustentar el desarrollo de mercados relacionados y simplificar las operaciones de inversionistas y prestamistas privados. El desarrollo de emisiones de referencia representa un esfuerzo del gobierno para estructurar una programación de préstamos –aún cuando estos no coincidan con sus necesidades de financiamiento– e implica un manejo de la política monetaria a través de mecanismos indirectos que permiten un funcionamiento más eficiente de los mercados.

La credibilidad del gobierno como emisor de títulos se fundamenta en una estrategia de financiación que asegure la liquidez y autonomía del mercado –mediante la emisión de instrumentos transables–, contribuya a la reducción de la fragmentación del mercado y al aumento de la fungibilidad de los papeles. Además, es preferible la existencia de un único emisor libre de riesgo, ya que en caso contrario (Banco Central y la Nación) la competencia podría ir en contra de la Nación impidiendo su desarrollo en el tema de deuda publica pues, por lo general, los inversionistas mostrarían preferencia por la deuda del Banco Central al reflejar ésta el mejor riesgo.

Para realizar un análisis completo sobre la composición de la deuda pública interna es necesario conocer los diferentes tipos de emisiones con sus respectivas curvas de rentabilidad, especificando los volúmenes y plazos. Además, es importante reconocer cuáles emisiones sirven como referencia en el mercado.

***Mercado primario***

Para que el mercado primario de deuda pública funcione de forma eficiente, el gobierno debe procurar que la consecución de recursos públicos se realice de forma periódica, ordenada, confiable y a bajo costo. Además que las emisiones permitan el acceso de un gran número de participantes y que las técnicas de emisión garanticen la transparencia del sistema.

Aunque el mecanismo más común para emitir papeles de deuda pública son las subastas, el gobierno puede elegir otros mecanismos como son: sindicaciones, emisiones privadas o la utilización de distribuidores primarios. Antes de tomar una decisión, el gobierno debe considerar: i) la estructura de la base de venta para los inversionistas al por mayor y detal; ii) el nivel de desarrollo del sistema

financiero, el rol de los bancos y la solidez de los intermediarios; iii) la tecnología existente que permita crear caminos para distribuir los papeles más directamente; y iv) el marco contable para los portafolios de renta fija.

A los efectos de la colocación de papeles del gobierno en el mercado primario se deben reconocer, además de los aspectos mencionados anteriormente, la frecuencia de las emisiones, los participantes del mercado, sus obligaciones, privilegios y criterios de selección, así como el nivel de automatización del mercado.

***Mercado secundario***

El desarrollo del mercado secundario de deuda pública trae beneficios bastante importantes al gobierno, ya que permite reducir la relación costo-riesgo de la deuda y evita que el financiamiento público interfiera con la política macroeconómica. Además, contribuye al buen funcionamiento y desarrollo de los mercados financieros y de capitales, al beneficiar a los demás actores que intervienen en él. Por lo anterior, el gobierno debe impulsar el proceso de desarrollo a través de mecanismos que aumenten la liquidez y promuevan la eficiencia del sistema de información de precios.

El Banco Central debe estar interesado en promover la eficiencia en la determinación de la tasa de interés. Por su parte, el administrador de la deuda del gobierno debe orientar sus acciones a promover menores costos de intermediación, mientras que el regulador del mercado de títulos debe estar interesado en una infraestructura de ese mercado que promueva la eficiencia, seguridad y justicia en la negociación a fin de brindarle niveles adecuados de protección a los inversionistas.

Las decisiones sobre el tipo de transacciones, cumplimento, pago, riesgo, intermediarios e inversionistas dependerán, en gran medida, del estado de desarrollo del mercado de cada país. Sin embargo, técnicamente tales decisiones deben promover un mercado ciego, con puntas de compra y venta, en el que se adjudique al mejor postor y se proporcione información en tiempo real.

En el mercado secundario es importante, asimismo, la capacidad de inyectar liquidez no sólo en dinero, sino en títulos, lo que significa darles utilización, si bien no necesariamente debe ser el gobierno el que tiene que proveerla. Cuando el mercado está en desarrollo la liquidez en títulos será tan o más importante que la liquidez en circulante. Por esa razón es fundamental desarrollar figuras repo o de préstamo de títulos. Para ello es importante no sólo que las mismas cuenten con un marco regulatorio adecuado de las figuras como tal, sino también que se permita a los inversionistas finales con portafolios significativos, como normalmente ocurre con los fondos de pensiones, que puedan mover sus títulos de manera transitoria.

En un análisis más detallado del mercado secundario es importante reconocer qué tan utilizados son los diferentes tipos de transacciones (*spot*, recompra, de-

rivados), así como la frecuencia de las emisiones, los distribuidores secundarios, el grado de automatización del mercado y si existen mecanismos por parte del gobierno para inyectarle liquidez (líneas de crédito).

***Base de inversionistas***

Una base amplia y heterogénea de inversionistas es un elemento esencial para el buen funcionamiento del mercado de papeles del gobierno, ya que contribuye a alargar la maduración de la estructura de portafolio, a disminuir el costo de la deuda y a reducir su volatilidad. La participación de inversionistas con perspectivas institucionales y objetivos diferentes estimula las innovaciones financieras, e incluye el desarrollo de instrumentos con características específicas que se ajusten a las necesidades de cada uno, y promueve la adopción de prácticas de regulación y transparencia.

### Bancos

En la mayoría de los mercados emergentes, los bancos comerciales son los inversionistas dominantes en papeles del Estado. Sin embargo, la dependencia excesiva en el sistema bancario –como medio para movilizar ahorros– ha resultado ser costoso. Por esta razón, es necesario buscar formas de ampliar la base de inversionistas estimulando a bancos y otras instituciones financieras a promover la venta de títulos a otros inversionistas. Una posible estrategia para lograr este objetivo podría asentarse en una combinación de las siguientes medidas: i) exigir a los sistemas de *dealers* primarios colocar papeles con inversionistas finales; ii) autorizar el acceso directo a *pools* de ahorro, donde participen un mayor y más diverso número de inversionistas (por ejemplo, inversionistas foráneos); iii) reformar, de forma estructural, los fondos de pensiones y de retiro para fomentar su inversión en bonos del gobierno; y iv) reformar o crear fondos mutuos.

### Fondos de ahorros contractuales

El sector de ahorros contractuales ha sido de especial importancia para el mercado de papeles de renta fija, por ser una fuente importante de demanda a largo plazo. Las provisiones regulatorias que obligan a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros a invertir una gran proporción de sus activos en bonos del Estado, han ayudado a hacer de este sector un importante inversionista en lo que a compra de papeles del gobierno se refiere. La inclusión de los fondos de ahorro contractual en el mercado de deuda pública ha inyectado dinamismo al mercado, ya que ellos sirven de contrapeso a la posición dominante de los bancos, aumentando la competencia y presionando para un constante proceso de innovación dentro del mercado.

#### *Fondos de inversión colectiva*

Los fondos de inversión colectiva, como los fondos mutuos, juegan un papel importante en el desarrollo del mercado de deuda, sobre todo para los países en vía de desarrollo, ya que contribuyen a aumentar la competencia sin demandar las

grandes reformas estructurales que exigen los fondos de pensiones o el sector de seguros. La velocidad de crecimiento de los fondos de inversión colectiva dependerá del marco regulatorio que promueva la integridad de los mercados y proteja los intereses de los inversionistas minoritarios, así como de las condiciones que impulsen el proceso de desintermediación de los productos ofrecidos por los bancos hacia instrumentos del mercado de capitales.

### Inversionistas minoritarios

Los inversionistas minoritarios constituyen una fuente de financiación atractiva para el mercado de deuda pública, no sólo porque ayudan a ampliar la base de inversionistas sino porque su demanda por bonos es relativamente estable. Aunque la inclusión directa de inversionistas minoritarios en el mercado puede ser costosa, el reciente desarrollo de sistemas de comunicación (como Internet) ha permitido acceder a un grupo mayor de potenciales inversionistas a un menor costo. En los países donde la infraestructura tecnológica no está bien desarrollada es posible reducir los costos de transacción si se accede a los inversionistas minoritarios a través, por ejemplo, de fondos mutuos.

### Inversionistas extranjeros

Los inversionistas extranjeros son una fuente importante de demanda de títulos de renta fija. Éstos le imprimen liquidez al mercado, contribuyen a extender la maduración de los títulos y favorecen la innovación de los mercados locales. Sin embargo, debido a la alta sensibilidad de este tipo de inversionistas a los cambios en las condiciones del mercado, su participación puede imprimir volatilidad a las economías locales. Finalmente, es necesario evaluar si existen políticas adecuadas de promoción para los inversionistas institucionales, ya sea a través del marco regulatorio, incentivos tributarios u otros.

#### *Infraestructura*

El mercado de papeles del gobierno no puede desarrollarse sin procedimientos adecuados de depósito y cumplimiento para los títulos, debido a que el nivel de riesgo puede ser muy alto, induciendo así a los inversionistas a abstenerse de adquirir los diferentes títulos. La infraestructura debe incluir cuentas automatizadas (desmaterialización), un sistema confiable para la custodia y registro de la propiedad de los títulos y un sistema de cumplimiento del tipo “pago contra entrega”. Lo más conveniente en esta materia es tener un depósito central, siempre que previamente se hayan logrado los requisitos legales, regulatorios y de desarrollo de mercado.

Por otro lado, el desarrollo de la infraestructura del mercado debe ser abordado desde diferentes perspectivas. Desde el punto de vista económico se debe garantizar un sistema eficiente con bajo riesgo de incumplimiento. Desde una perspectiva de supervisión de mercado, se debe garantizar que la información sobre tenedores, volúmenes, participantes y condiciones sea completa, oportuna y confiable (manejo de riesgo).

***Marco legal y de regulación***

Un requisito de suma importancia para el desarrollo del mercado es el marco legal de regulación y de supervisión. Los elementos clave del marco legal abarcan: otorgar poder explícito al gobierno para solicitar préstamos, reglas presupuestarias para la emisión de papeles, reglas para la organización del mercado primario, rol del Banco Central como agente del gobierno, marco de manejo de deuda, reglas de gobernabilidad para la emisión y reglas relacionadas con el mercado secundario.

Parece claro que debe existir un balance entre las necesidades de control de riesgo e integridad y el desarrollo del mercado. Es materia del marco legal definir los incentivos para los participantes del mercado, por lo cual es necesario analizar detenidamente aspectos como: i) la definición de los parámetros exactos bajo los cuales los procesos de elaboración del presupuesto se relacionan con la emisión de papeles; ii) los límites de emisión a través de techos de endeudamiento u otros mecanismos; y iii) la propiedad legal de los papeles y su uso como colateral en distintas transacciones (tales como acuerdos de recompra o repos).

El marco legal debe, asimismo, definir los derechos y obligaciones de cada parte (emisores, inversionistas e intermediarios) con respecto al contrato de endeudamiento en los mercados primario y secundario. Las reglas generales que determinan el comportamiento del gobierno en el mercado deben estar bien establecidas sobre principios de generalidad, igualdad y publicidad, mientras que la regulación efectiva del mercado secundario debe incluir: i) regulación a los intermediarios; ii) regulación del comportamiento en los mercados (incluyendo reglas de negociación) y vigilancia del mismo; y iii) requisitos de transparencia que varían de acuerdo con la estructura del mercado.

Para que el mercado de deuda se desarrolle es necesario que exista claridad sobre la autoridad del gobierno como prestamista, los límites de su deuda, los sistemas transaccionales, los procedimientos utilizados para su manejo y transparencia en la información que se reporta y en la institución encargada de la regulación y supervisión.

***Deuda subnacional***

Como consecuencia del proceso de descentralización de los entes territoriales se ha observado en nuestros países un incremento del mercado de deuda pública subnacional, como medio eficiente de obtener recursos para inversión en infraestructura. A diferencia del gobierno central, los entes territoriales son emisores oportunistas, es decir, realizan emisiones y levantan recursos cuando las condiciones de mercado son favorables (bajas tasas de interés), independientemente de sus necesidades de liquidez y financiamiento. Por esta razón el tiempo y la flexibilidad en el diseño de estos bonos subnacionales es esencial.

Sin embargo, la emisión de los títulos de deuda subnacional puede llevar a un problema de fragmentación del mercado y de riesgo moral, ya que, aún cuando los entes territoriales tienen independencia financiera, los inversionistas suponen que en caso de incumplimiento el gobierno central se hará responsable de las obligaciones contraídas por sus entes territoriales.

La decisión de permitir el desarrollo del mercado de deuda subnacional depende de si los beneficios de mayor autonomía financiera –acorde con el proceso de descentralización– son mayores que las ineficiencias causadas por el riesgo moral y por la mayor fragmentación del mercado. Ante ello, es necesario que se definan con precisión los criterios que deben cumplir los entes territoriales para emitir deuda, sus límites, su evolución y si existen preferencias de algún tipo (por ejemplo, fiscales) para la adquisición de este tipo de títulos.

A continuación se procede a analizar el cumplimiento de los requisitos para el desarrollo del mercado de deuda pública para cada uno de los países andinos.

## Bolivia

### Política económica

La economía boliviana ha presentado un comportamiento cíclico, al mostrar tasas de crecimiento estables en la mayor parte de la década de los noventa, y experimentar una notable reducción en el ritmo de crecimiento entre 1999-2003. Sin embargo, la economía comenzó a recuperarse en 2004, y especialmente en 2005. En estos años el crecimiento del PIB real alcanzó el 3,6% y 4,1%, respectivamente. El Cuadro 1 presenta estas tendencias del crecimiento del PIB, junto a otros indicadores económicos y financieros para el período 1999-2005.

***La política fiscal***

El déficit fiscal tendió a incrementarse de manera significativa a partir de 2001 como consecuencia del menor nivel de actividad económica. Por el lado de los gastos, estos se vieron incrementados por el aumento en los costos pensionales, por aumentos en los salarios públicos y por la expansión de la inversión pública. Este deterioro fiscal fue especialmente severo del año 2001 a 2003. El déficit consolidado del sector público alcanzó el 8,8% en 2002 y 7,9% en 2003, situación que, por demás, conllevó a incrementos en la deuda pública muy por encima de los niveles proyectados.

El mayor déficit fue financiado principalmente con mayor financiamiento externo y, en menor medida, con financiamiento del Banco Central, mediante la colocación cuasi-forzosa de Bonos del Tesoro en los fondos de pensiones administrados por las AFPs en monto cercano al 1,7% del PIB, y títulos públicos en el sistema financiero a través de operaciones de mercado abierto, en volúmenes que han

sido pequeños e inferiores, en el mejor de los años al 1% del PIB. Este hecho tendió a desplazar el acceso a financiamiento por parte del sector privado (*crowding-out)*. El mayor financiamiento interno del sector público tendió a incrementar la deuda pública interna, pero con carácter forzoso.

Cuadro 1 **Bolivia: indicadores económicos y financieros (%)**

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB real (crecimiento anual)** | 00,4 | 02,6 | 01,7 | 02,4 | 03,6 | 02,8 | 04,1 |
| **IPC (final del período)** | 03,1 | 03,4 | 00,9 | 02,4 | 04,6 | 03,9 | 04,9 |
| **Tasas de interés (fin período)** | | | | | | | |
| Rendimiento de bonos del tesoro en moneda local | 13,6 | 14,7 | 12,9 | 17,2 | 10,6 | 10,9 | n.d. |
| Rendimiento de bonos del tesoro en US$ | 08,9 | 09,1 | 05,6 | 04,9 | 04,3 | 06,2 | n.d. |
| **Balance fiscal sector público consolidado (% PIB)** | 03,5 | 03,7 | 06,8 | 08,8 | 05,5 | 07,9 | 02,3 |
| **Rentabilidad (promedio)** | | | | | | | |
| Ingresos operacionales / Total activos | 04,9 | 03,5 | 03,7 | 04,1 | 05,3 | 04,4 | n.d. |
| **Calidad de activos** | | | | | | | |
| *Nonperforming loans* / Préstamos totales | 06,6 | 10,3 | 14,4 | 17,6 | 14,0 | 16,7 | 11,3 |

**Fuente:** FMI, BCB, UPF y SBEF.

A partir de 2003 se inició un proceso de corrección del desbalance fiscal que condujo a reducciones del déficit fiscal a 5,5% y a 2,3% del PIB en 2004 y 2005, respectivamente. Este proceso de corrección se originó tanto en medidas de ingresos como de control de gastos. Del lado de los ingresos se buscó mejorar la tributación petrolera, disminuir las exenciones y mejorar la administración tributaria. Entre las medidas se destacan la aprobación de un nuevo Código Tributario, una nueva Ley de Hidrocarburos que creó el Impuesto Directo a los Hidrocarburos de 32% y la creación del Impuesto a las Transacciones Financieras del 0,3% sobre créditos y débitos. Se proyecta un déficit fiscal de 3,4% del PIB en 2006. Para el mediano plazo se plantea reducir el déficit consolidado de manera gradual y sostenida hasta lograr un nivel cercano al 2% del PIB para final del decenio. El esfuerzo requerido de ajuste en las finanzas públicas en los próximos años será, en consecuencia, muy significativo. En la sección siguiente se estudia el superávit primario requerido para lograr la estabilidad de la deuda pública con relación al PIB.

***El mercado monetario y el control de la inflación***

Como se advierte en el Cuadro 1, Bolivia ha logrado a lo largo de esta década establecer niveles de inflación similares a los internacionales. Este es su principal logro estructural cuando se tiene en cuenta que en los años noventa las tasas de inflación fueron las más altas del mundo. En el periodo 1999-2003, el comportamiento monetario de Bolivia se caracterizó por una caída en los agregados monetarios amplios, como consecuencia de la baja en los depósitos en bolivianos, explicable en una economía altamente dolarizada.

En una economía altamente dolarizada como la boliviana, donde cerca del 92% del crédito está denominado en dólares, el desarrollo del mercado de dinero en moneda local ha sido lento y volátil. Una prueba de ello son los significativos diferenciales existentes en las tasas de interés en dólares y bolivianos. Como se discute más adelante, el gobierno ha pagado una prima significativa en la colocación de bonos en moneda local. Esto se evidencia en el hecho de que, actualmente, las tasas de interés de los bonos son del orden del 11% siendo la inflación interna inferior al 5% anual.

Según las autoridades, el objetivo de la política monetaria para el mediano plazo es promover un proceso gradual de desdolarización de la moneda inducida por mecanismos de mercado. El objetivo de la política es procurar de manera gradual una mayor flexibilidad cambiaria. La política cambiaria en Bolivia se caracteriza usualmente como un sistema de flotación administrada.

***El sistema financiero***

El sistema financiero en Bolivia tiene las características de los sistemas financieros de los países emergentes: escaso grado de desarrollo del mercado de capitales y predominio del sistema bancario en la intermediación financiera, con poca variedad de instrumentos financieros, entre otras características. La Bolsa de Valores se encuentra poco desarrollada y en ella se transan principalmente instrumentos financieros de renta fija. El sistema financiero jugó un rol importante en acentuar la transmisión de los efectos de los *shocks* externos al interior de la economía.

Entre 1990 y 1998 la disponibilidad de recursos por parte del sistema financiero tendió a ampliarse en forma significativa. Entre 1999-2001 la desaceleración de la actividad económica deterioró los flujos de caja de las empresas y, por lo tanto, su capacidad de servicio de la deuda contratada. Los bancos también percibieron la mayor exposición al riesgo de su cartera y comenzaron a reducir el financiamiento al sector productivo. Así, el sistema financiero boliviano comenzó a experimentar un agudo proceso de *crunch* de crédito, el cual incrementó los niveles de liquidez de los bancos y también los niveles de mora en los pagos de obligaciones.

Posteriormente, el sistema bancario también se vio afectado por una mayor percepción de riesgo por parte de los depositantes. Los depósitos bancarios experi-

mentaron una fuerte caída en 2002, asociado en buena medida a la incertidumbre que generó en los ahorristas el proceso electoral de ese año. No obstante, el sistema financiero demostró una gran capacidad para hacer frente a una crisis de confianza como la descrita.

En el Cuadro 1 se señalan tanto los indicadores de rentabilidad como de calidad de los activos. En buena medida, la respuesta del sistema bancario ha sido posible gracias a la normativa prudencial vigente, que ha inducido a los bancos a mantener reservas líquidas para hacer frente a eventuales episodios de crisis, así como a la política del Banco Central de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales.

**Evolución y perspectivas del endeudamiento público externo e interno**

Tal como se observa en el Gráfico 1, la deuda pública total de Bolivia se ha mantenido a niveles altos entre el 66%-85% en el período 2000-2005. La deuda pública externa ha sido su principal componente. Un análisis detallado de la estructura del endeudamiento público de Bolivia indica que la deuda externa, por la naturaleza de país pobre altamente endeudado (HIPC, por sus siglas en inglés) ha sido contratada casi con exclusividad con organismos multilaterales o con gobiernos, y no es de tipo comercial. Por su parte, la deuda interna correspondiente a títulos y bonos de tesorería ha sido colocada principalmente con los fondos privados de pensiones, con los cuales se suscriben convenios anuales para pactar las condiciones financieras, y en menor medida con los bancos comerciales, otras instituciones financieras no bancarias.

Como se explicó anteriormente, un rasgo sobresaliente de la economía boliviana es su alto grado de dolarización, lo cual ha dado lugar a que la deuda pública interna también haya sido indexada, en su mayoría a esa moneda. La evidencia indica que el desarrollo de un mercado voluntario de deuda pública interna en Bolivia es aún muy incipiente y que la colocación de Bonos de Tesorería, aunque significativa ha sido forzosa por cuanto las colocaciones de bonos oficiales entre los fondos privados de pensiones se han realizado mediante tasas de interés convenidas.

Por otro lado, los análisis sobre sostenibilidad de la deuda pública de Bolivia adelantados por el Fondo Monetario Internacional indican que, de mantenerse la tendencia fiscal de los primeros años de la década, el nivel la deuda pública boliviana se haría insostenible pues podría alcanzar niveles no financiables del orden del 90% del PIB hacia 2008. Como medio de contribuir a solventar dicho problema de sobreendeudamiento potencial, las autoridades se han comprometido con un severo ajuste fiscal. Adicionalmente, dentro de la Iniciativa Multilateral de Alivio de Deuda patrocinada por los países del G8, el FMI y Banco Mundial y el BID están condonando una parte sustancial de la deuda externa del país.

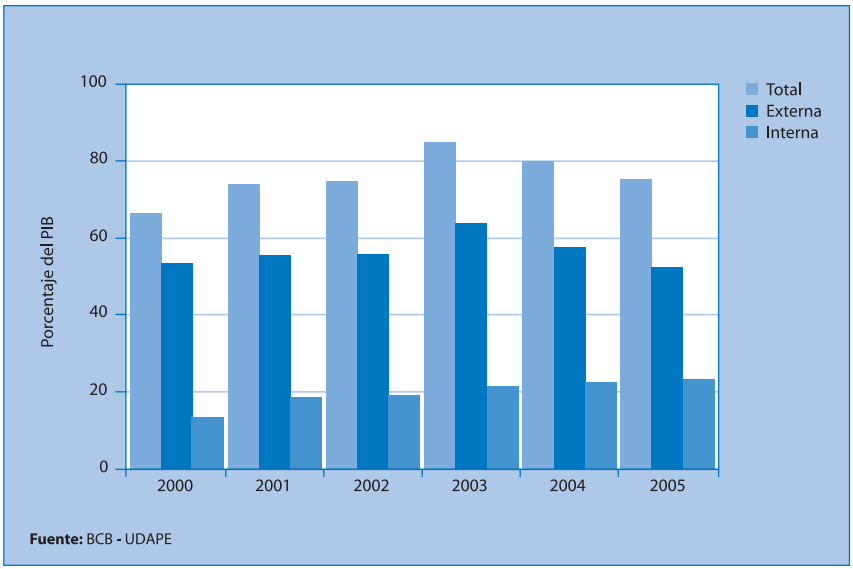



**Gráfico 1**

**Bolivia: deuda pública interna y externa (% PIB)**

## El endeudamiento interno: aspectos institucionales y técnicos

En Bolivia, el Ministerio de Hacienda, a través del Viceministerio de Tesoro y Crédito Público es el encargado de la emisión de títulos de deuda pública, cuyos principales aspectos institucionales y técnicos se analizan a continuación, con base en la información proporcionada directamente por esa institución, y a documentos y estudios publicados por la Corporación Andina de Fomento (CAF).

### *Emisiones de referencia*

El nivel de desarrollo del mercado de deuda pública interna boliviano no ha permitido aún la emisión de un papel de referencia, sin embargo, sí se ha logrado construir una curva de rendimiento, tanto de corto plazo como de largo plazo. El Gráfico 2 muestra el rendimiento promedio de los títulos del tesoro, y permite observar cómo el mercado aún padece de algunas imperfecciones, observándose una inconsistencia entre el nivel de la tasa de interés y el tiempo de maduración. Así por ejemplo, el título de cuatro años tiene un rendimiento mayor a los títulos de 6, 8 y 15 años.

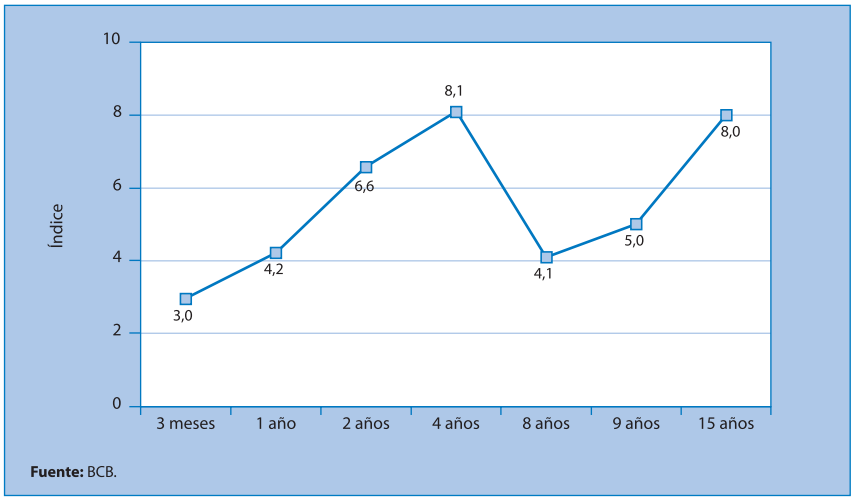
Las emisiones de más largo plazo (9 y 15 años) se realizan mediante colocación directa con las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a una tasa convenida y con un volumen que representa el 65% del total transado. Las demás emisiones se realizan con Títulos “C”, de los cuales el más transado es el que tiene un tiempo de maduración de un año, lo cual revela las preferencias por títulos de más corto plazo.

En la actualidad no parece existir un plan orientado específicamente a lograr un mayor desarrollo del mercado de deuda pública interna. Sin embargo, el gobierno ha iniciado un programa de mejoramiento de los procesos de la administración pública, con el desarrollo e implementación del Sistema de Gestión y Modernización Administrativa (SIGMA). Este programa tiene, entre otras, la finalidad de rediseñar la gestión pública para garantizar su transparencia al sistematizar las operaciones y procedimientos en la captación y asignación de recursos. Además, se propone establecer un sistema de seguimiento y evaluación de gestión pública con base en indicadores representativos de la misma.

Asimismo, el sistema de crédito público, componente interactivo del SIGMA, tiene como objetivo básico la gestión operativa efectiva de la deuda pública, es decir, la administración adecuada de la deuda contraída, los desembolsos recibidos y la atención en tiempo y en forma de los servicios de la misma. Se estima que todos estos avances en la gestión pública y en el manejo de la deuda generarán un impacto positivo en el dinamismo del mercado interno de los títulos públicos e impulsarán su desarrollo.

**Gráfico 2**

**Bolivia: rendimiento promedio de los títulos del tesoro en dólares estadounidenses (2005)**




**Fuente:** BCB.

### *Mercado primario*

En el mercado primario, el Tesoro General de la Nación (TGN) es el ente emisor encargado de definir las características de los títulos valores. Los títulos son colocados a través de subastas públicas, mesa de dinero u otro mecanismo autorizado por el Consejo de Administración de Títulos del Tesoro General de la Nación (CATT)[2] y las operaciones son administradas por el Banco Central de

2 El CATT, integrado por representantes del Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Bolivia (BCB), es la instancia interinstitucional encargada de establecer la política y condiciones de las operaciones con títulos valores emitidos por el TGN, con objetivos de política fiscal administrados por el BCB. El CATT es presidido por el Presidente del BCB.

Bolivia (BCB), –agente financiero del gobierno– a solicitud, por cuenta y a cargo del TGN. Las obligaciones y privilegios de los participantes en el mercado primario se hallan establecidas en el Código de Comercio y en las normas que rigen las operaciones con títulos valores.

### Subastas

El mecanismo más utilizado por el gobierno para emitir deuda pública son las colocaciones de Letras y Bonos del Tesoro mediante subastas públicas todos los viernes. Éstas se realizan según las necesidades de liquidez del TGN, los límites establecidos por el Presupuesto General de la Nación y los niveles de liquidez del sistema financiero. Para evitar distorsiones de precio y tasas de rendimiento, dichas subastas se llevan a cabo en el mercado de valores.

En ellas participan las instituciones autorizadas por la Superintendencia de Bancos, entidades financieras y la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. Entre los participantes se encuentran bancos comerciales, bancos de segundo piso, mutuales de ahorro y préstamo, cooperativas de ahorro y préstamo, compañías de seguros y fondos financieros privados. Además, agencias de bolsa, sociedades anónimas de fondos de inversión, fondos de inversión y administradoras de fondo de pensiones.

### Colocaciones privadas (private placements)

Las colocaciones directas se realizan a instituciones financieras privadas y públicas el primer día hábil de cada mes. Según se dijo anteriormente, las más importantes son las de Bonos del Tesoro (BT) a las AFP, las cuales están legalmente obligadas a invertir por un período no mayor a 15 años los recursos del fondo de capitalización individual provenientes de los aportes en valores emitidos por el TGN, con la única finalidad de que éste financie el pago de rentas en curso de pago y la compensación de cotizaciones. La ventaja de las colocaciones directas reside en el plazo, ya que a través de ellas se pueden colocar papeles a 9 y 15 años, lo cual es difícil a través de subastas.

### *Mercado secundario*

Como el sistema legal boliviano no establece que los títulos públicos sean transados exclusivamente a través de la Bolsa Boliviana de Valores, se supone la existencia de un mercado regulado que es el de bolsa, y otro no regulado en el que participarían personas jurídicas y naturales. La ausencia de registros dificulta, sin embargo, evaluar la magnitud de los volúmenes transados en este último.

En el mercado secundario regulado predominan las operaciones de recompra (reportos o repos) a precios *spot*, determinados por la oferta y la demanda de dinero. En la actualidad, no existen derivados financieros (*forwards*, futuros, opciones u otros) y la frecuencia de emisión de títulos valores por agentes del sector privado, como agencias de bolsa, fondos de inversión y sociedades anónimas de fondos de inversión es variable.

El mercado secundario está relativamente automatizado. Las agencias de bolsa, la Bolsa Boliviana de Valores, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIS) y la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros utilizan un mismo *software* para el registro de sus operaciones. Las liquidaciones de las operaciones efectuadas no están en línea entre agentes y tampoco con las operaciones del Banco Central de Bolivia.

Finalmente, es importante indicar que la política del BCB de otorgar créditos de liquidez temporal colateralizados, sólo con títulos públicos, mediante operaciones de reporto a aquellas instituciones autorizadas por el BCB ha dinamizado significativamente el mercado de títulos públicos al otorgarles un alto grado de liquidez. Ello se ha traducido en una participación aproximada de 60% del total de operaciones realizadas en la Bolsa Boliviana de Valores.

***Base de inversionistas***

Contrario a lo que ocurría en años anteriores cuando los bancos comerciales eran los principales tenedores de títulos del tesoro, en los últimos años los mayores inversionistas en títulos valores emitidos por el TGN son las AFP. La colocación de Bonos del Tesoro en los fondos de pensiones se ha incrementado desde cero en diciembre de 1996 a US$ 1.207 millones en diciembre de 2005.

Adicionalmente, entre los inversionistas financieros se encuentran las agencias de bolsa, las SAFIS y los bancos, que constituyen el segundo grupo de inversionistas más importante (ver Cuadro 2). En las negociaciones del mercado secundario regulado intervienen las agencias de bolsa y la participación de las compañías de seguros es bastante escasa y, en el mercado local existen fondos de inversión, tanto de renta fija como variable, las cuales intervienen activamente en el mercado.

El grupo de inversionistas minoritarios en el mercado local de deuda pública está constituido por empresas con excesos de liquidez, y por personas naturales que, o bien invierten sus ahorros en fondos de inversión o realizan compras directas de títulos valores a través de los intermediarios financieros. En cuanto a inversionistas extranjeros, en muy pocos casos, se han utilizado emisiones de títulos valores por parte directa de la Tesorería General de la Nación para el pago de deuda pública contraída con instituciones privadas extranjeras. Finalmente, es de señalarse que el Impuesto a las Transacciones Financieras establecido por el gobierno no aplica a las operaciones del mercado de valores, por lo que cabe la posibilidad de que dicho mercado y, en el caso que nos ocupa, el mercado de valores públicos se vea estimulado por este incentivo tributario.

***Infraestructura***

Según se dijo anteriormente, el gobierno boliviano está adelantando esfuerzos para implementar el Sistema de Depósito de Valores, tal como lo contempla la Ley del Mercado de Valores. Por el momento, y según se mencionó anterior-

mente, existen aún títulos físicos y los pagos se realizan por medio de notas escritas. Por otra parte, la liquidación de los títulos valores emitidos por el TGN es realizada en el BCB, a diferencia de las operaciones del mercado secundario regulado, las cuales se liquidan generalmente a través de la banca comercial y, sólo en algunos casos, a través del BCB.

El mercado no está totalmente automatizado, ya que las solicitudes de compra y las órdenes de pago se realizan mediante notas escritas y aún se emiten títulos físicos. Sin embargo, la implementación, a partir de noviembre de 2004, de la desmaterialización de los títulos públicos a través de la Entidad de Depósito de Valores otorga un mayor dinamismo al mercado de títulos públicos.

Cuadro 2 **Bolivia: títulos del tesoro (US$ millones)**

| Acreedor | Saldo al 31/12/2005 | Participación (%) |
|---|---|---|
| **Colocación directa** | | |
| AFPs | 1.207,2 | 61,8 |
| **Títulos "C"** | 746,1 | 38,2 |
| AFPs | 321,6 | 16,5 |
| Bancos | 226,6 | 11,6 |
| Agencias de bolsa | 73,4 | 3,8 |
| Mutuales | 53,7 | 2,7 |
| SAFIS | 29,9 | 1,5 |
| Otros | 40,9 | 2,1 |
| **Total** | **1.953,3** | **100,0** |

**Fuente:** B.C.B.

***Marco legal y de regulación***

El mercado de deuda pública boliviano se encuentra regulado por un conjunto de decretos y leyes que abarcan tanto el mercado primario como el secundario. Se destaca, en primer lugar, la Ley Financial, mediante la cual se aprueba y limita el Presupuesto General de la Nación, y en la cual se hace explícita la autoridad del gobierno como prestatario**.** La deuda pública está garantizada en el Artículo 150 de la Constitución, que establece que todo compromiso del Estado, contraído conforme a las leyes, es inviolable. A estas disposiciones se suman la Ley del Mercado de Valores y las diferentes resoluciones emitidas por el Banco Central y la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros que regulan el mercado de valores, así como artículos que exponen la obligatoriedad de las AFP de invertir en deuda pública.

***Deuda subnacional***

Toda entidad pública, previo a la contratación de cualquier nuevo endeudamiento interno y/o externo, debe registrar la operación ante el Ministerio de Hacienda

para su autorización correspondiente. Para tal efecto, deberán cumplir con la presentación de requisitos técnico-financieros establecidos en las Normas Básicas del Sistema de Crédito Público[3], las cuales exigen que el endeudamiento no exceda límites financieros dados. Los límites de endeudamiento son los siguientes:

• El servicio de la deuda comprometido de la gestión corriente (amortización de capital, intereses y comisiones) y la deuda flotante neta no deberán exceder el 20% de los ingresos corrientes ordinarios correspondientes a la gestión anterior.

• El valor presente de la deuda total no podrá exceder el 200% de los ingresos corrientes recurrentes de la gestión anterior.

Al finalizar la década de los noventa, las entidades subnacionales registraron altos niveles de endeudamiento y/o desequilibrios fiscales, lo cual restringió sus posibilidades de acceso al crédito, especialmente en el caso de los gobiernos municipales de capitales de departamento. El gobierno central, con el objetivo de estabilizar la situación económica y financiera de tales entidades y habilitarlas para contratar nuevo financiamiento, inició medidas de ajuste económico, financiero y administrativo a través de Planes de Readecuación Financiera. Como resultado de ello, las entidades subnacionales lograron la reestructuración de su deuda en mejores condiciones, convirtiéndose nuevamente en sujetos de crédito.

## Colombia

### Política económica

Para enfrentar la crisis de 1999, cuando se registró una caída de 4,8% del PIB, el país suscribió un Acuerdo de Facilidad Extendida con el FMI de tres años –luego sustituido por acuerdos *stand-by*–, y adoptó un programa de ajuste que le permitió superar las dificultades y sanear el sector financiero. Luego de tomar posesión en agosto de 2002, la primera administración del presidente Álvaro Uribe decidió fortalecer el programa de estabilización económica, y dio especial importancia a la seguridad democrática y al ajuste en las finanzas públicas. Para ese entonces la situación aparecía especialmente compleja por el recrudecimiento de la inseguridad pública, el debilitamiento de la situación fiscal y los altos niveles de desempleo de la economía.

En razón de ello, el primer gobierno de Uribe presentó al Congreso, desde su inicio, un conjunto de reformas estructurales de envergadura relacionadas no sólo con el fortalecimiento de los ingresos tributarios, sino también con áreas como las reformas pensional, laboral y del Estado. Se solicitó, asimismo, la preparación

3 R.S. N°218041–29/jul/97.

de un referendo nacional orientado tanto a una reforma política como a la adopción de medidas económicas complementarias dirigidas a racionalizar el gasto público, tales como la congelación por dos años de los salarios públicos. Las reformas fueron aprobadas en diciembre de 2002, pero en el referendo efectuado en octubre de 2003 no se obtuvo el respaldo necesario, lo que obligo al gobierno a reforzar las medidas fiscales durante la segunda mitad del año 2003 y en los dos años subsiguientes.

En el Cuadro 3 se presentan los principales indicadores económicos y financieros de la economía colombiana. Se destaca la recuperación de la economía y el logro de un crecimiento sostenido superior al 4% anual desde 2003. El buen comportamiento de la economía colombiana es atribuible a las favorables condiciones del mercado internacional y la mayor confianza en el país. La inversión privada registró un gran aumento y todos los indicadores de confianza muestran incrementos, sin interrupciones, desde el inicio de la administración.

Uno de los principales logros ha sido en el frente de la seguridad democrática. Los indicadores muestran una disminución continua en los secuestros, un incremento en el flujo vehicular en las carreteras, así como un incremento en las capturas y bajas de grupos subversivos como guerrilleros y autodefensas.

Cuadro 3 **Colombia: indicadores económicos y financieros (%)**

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB real (crecimiento anual)** | -04,2 | 02,9 | 01,5 | 01,9 | 03,9 | 04,8 | 05,1 |
| **IPC (fin de período)** | 09,2 | 08,8 | 07,7 | 07,0 | 06,5 | 05,5 | 04,9 |
| **Tasa de interés (depósitos a 90 días)** | | | | | | | |
| Nominal | 15,8 | 13,3 | 11,4 | 07,7 | 07,8 | 07,3 | 06,0 |
| Real | 06,0 | 04,2 | 03,5 | 00,7 | 00,6 | 02,1 | 01,4 |
| **Balance fiscal sector público consolidado (% PIB)** | -05,5 | -03,3 | -03,2 | -03,6 | -02,7 | -01,4 | 00,0 |
| **Rentabilidad del sector financiero** | | | | | | | |
| Margen operacional antes depreciación y amortización | -00,4 | 00,7 | 02,2 | 02,9 | 03,5 | 04,0 | 04,5 |
| **Calidad de activos** | | | | | | | |
| *Non performing loans* / préstamos** | 12,4 | 10,2 | 09,3 | 08,7 | 07,1 | 03,9 | 02,7 |

**Nota:** * los datos a 1999 son calculados con el PIB metodología anterior. ** Superfinanciera diciembre.
**Fuente:** FMI.

Además de las reformas estructurales aprobadas en las áreas tributaria, de pensiones, laboral y política, el gobierno adoptó un decreto para reformar el Estatuto Orgánico del Presupuesto que perseguía darle mayor flexibilidad al gasto público. Asimismo, logró la aprobación de un Acto Legislativo para complementar la Reforma Pensional y de una Ley de sobre el Mercado de Capitales para dinamizar el mercado de valores. Con la reelección del presidente Uribe para el período constitucional 2006-2010 se espera la consolidación de las reformas, incluyendo una tributaria estructural, un acto constitucional para modificar el esquema de transferencias públicas y una financiera.

***La política fiscal***

Tal como se anotó antes, desde el inicio de la primera administración del presidente Uribe (agosto de 2002) se fortaleció la política fiscal. Por el lado de los recaudos se adoptó, recién ingresada la administración, el impuesto del 1,3% sobre el patrimonio orientado al fortalecimiento de la seguridad democrática. También se pasó, en diciembre de 2002, una reforma tributaria que elevaba el Impuesto a la Renta con una sobretasa temporal, disminuía las exenciones del IVA, elevaba otros tributos y establecía medidas para mejorar la administración de los recaudos. A mediados de 2003 se aprobó una Ley de Responsabilidad Fiscal que impone topes al crecimiento del gasto del Gobierno Nacional y establece un superávit primario estructural que conlleve a la estabilización de la deuda pública (Junguito, 2003).

En diciembre de 2003, el Congreso aprobó otro paquete fiscal estructurado para elevar los recaudos. Las medidas en esta materia incluyeron una elevación en la tarifa del impuesto a las transacciones financieras, el mantenimiento de la sobretasa del 10% al Impuesto de Renta y la prórroga del Impuesto al Patrimonio para aquellos por encima de un nivel mínimo. Con las medidas adoptadas el gobierno ha logrado elevar la presión tributaria a niveles del 16% del PIB y establecer un superávit primario superior al 3% del PIB, lo que le ha permitido consolidar un patrón de reducción de la deuda pública, como se comenta adelante. El gobierno ha anunciado, igualmente, una reforma fiscal estructural que será sometida al Congreso en el segundo semestre de 2006, cuyos principales componentes incluyen la reducción de las tarifas de renta, la eliminación de exenciones, la ampliación de la base del IVA con devolución a la población más pobres, y el desmonte gradual del gravamen a las transacciones financieras.

***El mercado monetario y control de la inflación***

Desde 1991, Colombia dispone de un Banco Central independiente, Banco de la República, con el mandato principal de controlar la inflación. Esta institución ha establecido para ello un esquema de inflación objetivo (*inflation targeting framework*) que le ha permitido reducir la inflación hasta 4,8% anual (final del período), luego de décadas de inflación por el orden de 20%-30% anual. La política monetaria es manejada por el Banco de la República fundamentalmente a través de operaciones de mercado abierto y de reporto con títulos de tesorería (TES).

Como complemento al régimen de inflación objetivo el Banco Central adoptó, a fines de 1999, un sistema de cambio flexible con un esquema de intervención discrecional, dirigido exclusivamente a reducir la volatilidad extrema de corto plazo de la tasa nominal de cambio.

En prospectiva, según el Banco de la República, la política monetaria continuará guiada por el esquema de inflación objetivo y apunta a un rango-meta para el mediano plazo de 2%-4% según se dijo anteriormente, con el propósito expreso de controlar y neutralizar las posibles presiones inflacionarias que se presenten. Asimismo, la autoridad monetaria está comprometida a mantener el régimen de cambio flexible, con intervenciones puntuales dirigidas sólo a reducir la volatilidad cambiaria.

***Sector financiero***

El sector financiero colombiano registró una crisis significativa en 1999, particularmente en la banca pública y en las corporaciones de ahorro y vivienda. Desde entonces se adoptaron medidas para capitalizar la banca en línea con los principios de Basilea. La recuperación del sistema financiero se fundamentó, además, en una supervisión más estricta, en un fortalecimiento de la base de capital de los bancos y en la adopción de regulaciones más adecuadas de clasificación de los préstamos. Por lo demás, la decisión del gobierno ha sido la de vender todos los bancos públicos con excepción del Banco Agrario. Las cifras del Cuadro 3 atestiguan la recuperación de los indicadores de rentabilidad del sector financiero, así como la reducción registrada en el índice de cartera mala (*non-performing loans*/préstamos totales).

En un estudio de Fedesarrollo, Gamboa y Junguito (2004) encuentran que el sector financiero colombiano está abierto a la inversión extranjera desde 1991, y que esta última pasó de representar el 10% del capital en 1990 al 25% en 1998. También identifica que el sector está abierto en términos comparativos de América Latina, que la regulación prudencial ocupa una posición bastante satisfactoria cuando se le compara con otros países de la sub-región, y que la rentabilidad de los bancos colombianos es similar a la de EEUU, y superior a la de países como Brasil, México, Perú y Argentina.

En cuanto a las debilidades, el estudio encuentra que en Colombia todavía hay un alto grado de inseguridad jurídica y que la relación de costos administrativos a activos es alta en términos comparativos internacionales. En la actualidad, el gobierno prepara una reforma financiera que será sometida al Congreso en la segunda mitad de 2006, que está dirigida a universalizar los servicios financieros y a hacer más competitiva la actividad bancaria y aseguradora.

***El desarrollo del mercado de valores***

El mercado de acciones hacia 2004 se caracterizaba por una baja capitalización de mercado (13,7% del PIB) aunque con un importante crecimiento en la última

década, especialmente en los últimos años. Pocas empresas inscritas en bolsa, 125 frente al promedio latinoamericano de 180, el tamaño promedio de las firmas inscritas en bolsa es pequeño, (capitalización/número de firmas) es de 108 frente a 432 promedio en América Latina y poca diversificación sectorial en la capitalización de mercado: servicios financieros 43,1%, industria 39,2%, comercio 11,9%, transporte 5,8%.

El volumen transado (volumen transado/PIB) era bajo 0,5% frente al promedio de América Latina de 3,3%. Además de una baja liquidez del mercado y el volumen transado sobre capitalización es 2,7 frente a 11,7 de América Latina. El costo promedio de transar frente al precio promedio era de 49% frente a 21% en la región. El mercado de valores de Colombia mostraba un bajo nivel de integración con los mercados de EEUU y alta concentración en la actividad. La participación de los diez papeles más grandes en el valor transado es del 71,2% (Arbeláez, 2004).

En los dos últimos años el mercado bursátil colombiano tuvo un gran desarrollo. Para comienzos de 2006 la capitalización bursátil ascendió al 47% del PIB, el número de operaciones diarias en acciones pasó de 500 en 2004 a 3.000 en 2006, mientras el índice de precios de la Bolsa de Valores de Colombia fue el que registró el mayor incremento en 2005 en América Latina. Este comportamiento, sin duda, ha estado vinculado con la recuperación de la actividad económica y con la mayor seguridad interna y confianza en la economía colombiana.

Los mercados de renta fija, en particular, han aumentado considerablemente en la última década, incrementándose su participación en el PIB del 5% en 1990 a 26% en 2001. Los instrumentos de renta fija dominan el mercado bursátil en Colombia, tal como lo muestra el hecho de que en 2001 95% de las operaciones bursátiles correspondieron a papeles de renta fija. De estas operaciones el 67% fue con papeles oficiales.

**Evolución y perspectivas de la deuda pública**

El Gráfico 3 muestra el comportamiento reciente y las proyecciones de la deuda pública para el período 2006-2010, así como su estructura y distribución entre crédito público interno y externo. Las cifras del gráfico indican que la deuda pública interna de Colombia ascendió al 28,3% del PIB en 2002, mientras la deuda pública externa alcanzaba al 31,9%, para un indicador de deuda pública total del 60,2%. Esto revela la preocupación de las autoridades por el alto nivel total de endeudamiento público de Colombia a comienzos del decenio, no atribuible particularmente al sector público financiero[4].

4 En ese año, la deuda del sector público financiero fue de sólo 4,8% del PIB.

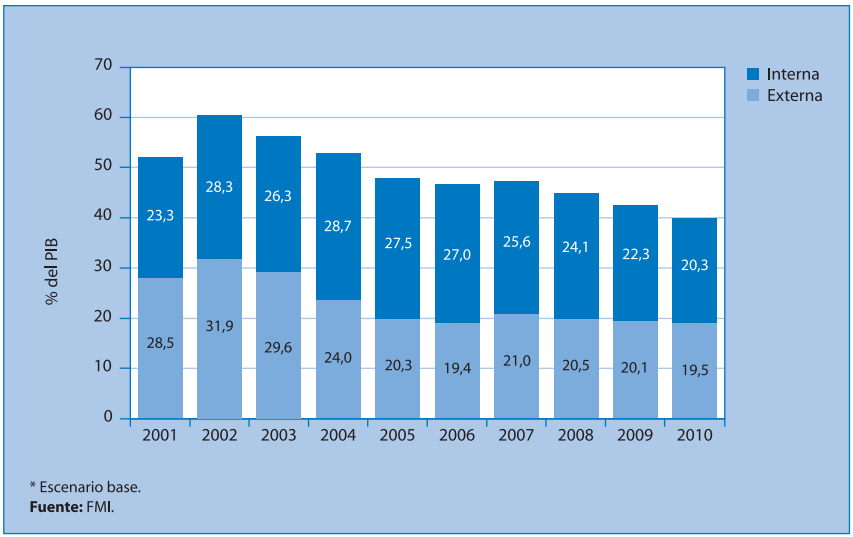



**Gráfico 3**

**Colombia: deuda pública interna y externa (% PIB)***

El ajuste fiscal adelantado en los últimos años, unido al mayor crecimiento económico y a la apreciación cambiaria ha permitido reducir el tamaño relativo de la deuda pública total en Colombia. De otro lado, el manejo activo de los pasivos por parte del gobierno ha facilitado el mejoramiento del perfil de la deuda y su mayor concentración en el endeudamiento interno. Entre las operaciones más sobresalientes cabe mencionar los *swaps* y recompras de deuda externa costosa, así como la colocación de bonos denominados en pesos en el mercado internacional.

El análisis de la estructura de la deuda pública interna por emisor señala que aunque gobierno nacional ha sido el principal emisor de deuda interna y el responsable principal de su gran crecimiento, los gobiernos territoriales y el resto del sector público representado principalmente en empresas públicas, incluyendo el sector financiero, también han contribuido a ello. Esto se asocia al grado de descentralización de la economía colombiana, el cual es, por lo demás, el más alto de la región andina. El endeudamiento público externo también ha tenido como principal responsable al gobierno nacional central, pero, al igual que en el caso del endeudamiento interno, los gobiernos territoriales y las empresas del Estado han contribuido a su crecimiento. En términos de plazos, el endeudamiento público externo de Colombia es esencialmente de mediano y largo plazo.

A pesar de que Colombia perdió el grado de inversión a fines de los noventa, sus indicadores de riesgo medidos en términos de los *spreads* son inferiores a los 150 puntos básicos y las calificadoras de riesgo vienen elevando el *outlook* del país gracias a las reformas estructurales emprendidas bajo la administración de Uribe. El hecho de que Colombia haya servido sus obligaciones externas, inclu-

sive durante la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta, ha facilitado su acceso al mercado internacional de capitales.

Los análisis de sostenibilidad de la deuda pública en Colombia indican que para que ésta sea sostenible y muestre una reducción hacia finales del decenio es necesario que el gobierno consolide, entre el periodo 2006-2010, el programa de ajuste fiscal iniciado en 2002 y logre mantener hacia delante un superávit primario superior al 2% del PIB. Según las proyecciones del FMI, el mantenimiento de las políticas adoptadas en los últimos años sería suficiente para garantizar la reducción de los indicadores de deuda, pero la recuperación del crecimiento juega también un papel crucial.

Las proyecciones señalan que el país continuará dependiendo del endeudamiento público interno para cubrir cerca de la mitad de sus necesidades de financiamiento, y según el marco fiscal de mediano plazo se explicita el compromiso de las autoridades con la estrategia de reducción de la deuda pública en los años venideros (Minhacienda, 2004, 2005).

A manera de resumen puede decirse respecto al financiamiento, que éste se ha fundamentado en recursos del crédito externo, con especial intensidad en préstamos de mediano plazo de los organismos multilaterales de crédito Banco Mundial, BID y CAF, con recursos del mercado internacional y mediante la colocación creciente de Títulos de Tesorería (TES) en el mercado interno. De hecho Colombia, es el país andino que más ha desarrollado el mercado de deuda pública interna, al punto que más de la tercera parte del endeudamiento público ha estado financiado con la colocación de TES en el mercado interno.

## El endeudamiento interno: aspectos institucionales y técnicos

En Colombia, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) es el encargado de la emisión de títulos de deuda pública. A continuación se presentan aspectos institucionales y técnicos relevantes, con base en diversos documentos que sobre deuda pública ha publicado y emitido esta institución.

### *Emisiones de referencia*

La Ley 51 de 1990 introdujo los Títulos de Tesorería (TES) Clase B[5] como instrumento de financiamiento interno del Gobierno Nacional, en sustitución de los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) en operaciones de financiamiento gubernamental como apropiaciones presupuestales y operaciones temporales de teso-

5 Los TES Clase A fueron creados para cubrir el pasivo existente con el Banco de la República y para sustituir, a su vencimiento, la deuda contraída en Operaciones de Mercado Abierto (OMAS). Dichos títulos dejaron de tener vigencia a partir del 30 de Sin embargo, desde diciembre de 2003.

rería. A partir de enero de 1999, el MHCP se convirtió en el único emisor de títulos de deuda pública y se le prohibió al Banco de la República la emisión de títulos de participación, con lo cual la política monetaria a través de OMAS se llevaría a cabo, a partir de allí, con los TES como instrumento básico. Es de destacarse que dicho cambio ha sido de gran importancia para brindarle mayor liquidez al mercado.

Desde su creación, los TES se han convertido en la fuente de financiamiento doméstico más importante de la nación, y su desarrollo ha tenido un impacto positivo sobre el mercado de capitales local al impulsar un aumento de las operaciones de mercado bursátil y extra-bursátil y promover una mayor organización de los agentes del mercado. A lo largo de su historia, el mercado de TES ha sufrido ciertas modificaciones que han permitido brindar mayor liquidez y autonomía al mercado, tales como la implementación de emisiones sistemáticas (1995), la reducción en la frecuencia y aumento en el volumen de las emisiones (1996) y la colocación por medio de agentes especializados –Creadores de Mercado– (1997).

Actualmente existen dos tipos de TES según su rendimiento: los TES de tasa variable y los TES de tasa fija. El TES de tasa variable se encuentra indexado al índice de precios al consumidor (IPC). Por su parte, los TES de tasa fija se emiten en tres denominaciones diferentes: pesos, dólares y Unidades de Valor Real (UVR). Aunque cada instrumento tiene características específicas (ver Cuadro 4, pág. siguiente), los TES son títulos fungibles y a la orden[6] que requieren la opinión favorable de la Junta Directiva del Banco de la República sobre sus características y condiciones financieras, y deben contar con un decreto que los autorice y reglamente. Además, cuentan con la garantía exclusiva de la Nación, se depositan a través del Depósito Central de Valores (DCV) del Banco de la República, están inscritos en las bolsas de valores del país, y sus intereses y descuento de colocación están sujetos al impuesto de retención en la fuente. Si bien todos los TES descritos tienen saldo en circulación, las colocaciones que se hacen actualmente son sólo de dos tipos: a tasa fija y a UVR.

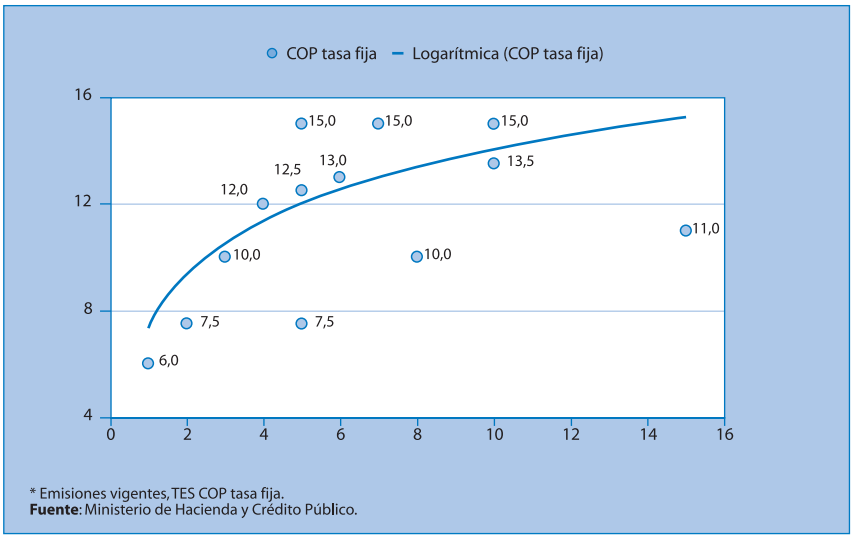
Conscientes de la importancia que para el mercado de deuda pública representa el desarrollo de una curva de rendimientos, desde 1999 se implementó su cálculo como un indicador de tendencia de las operaciones registradas (ver Gráfico 4, pág. 81). Adicionalmente, desde el año 2001 el MHCP ha adelantado esfuerzos para desarrollar una curva de rendimiento de corto plazo o mercado monetario. Esto es crucial porque permite mitigar el riesgo de mercados a la baja, y hace posible que los inversionistas se refugien en valores de corto plazo sin incurrir en pérdidas de balance por incremento en las tasas.

6 No son redimibles antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario.

Cuadro 4 **Colombia: características de los TES**

| Términos | Tasa fija | | | | Tasa variable | Mixtos |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pesos corto plazo | Pesos largo plazo | US$ | UVR | | |
| Plazos | 90 y 180 días | 1, 2, 3, 4, 5, 7 y 10 años | ≥1 según demanda | ≥3 según demanda | 5, 7 y 10 años | 10 años |
| Tipo de emisión | Subasta | Subasta | Subasta | Subasta | Subasta | *Underwritting* |
| Emisor | Nación | Nación | Nación | Nación | Nación | Nación |
| Emisión | Límite de cupo | Límite de cupo | Límite de cupo | Límite de cupo | Mensual | Límite de cupo |
| Administración | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras | Nación, Banco de la República u otras entidades nacionales o extranjeras |
| Amortización principal | Final periodo | Final periodo | Final periodo | Final periodo | Final periodo | Final periodo |
| Cupón de intereses | | Interés anual | Interés anual | Interés anual | IPC+margen | 2 años: interés anual<br>8 años: IPC+margen |
| Negociación principal y cupón | Independiente | Independiente | Conjunta | Conjunta | | |
| Valor del título en múltiplos de | 100.000 | 100.000 | 100 | 10.000 | 100.000 | 100.000 |
| Valor mínimo | 500.000 | 500.000 | 1.000 | 1.000 | 500.000 | 500.000 |
| Día de subasta | Martes de cada s.m | 1 año: miércoles de cada s.m<br>2, 3, 5, 7 y 10 años: miércoles de segunda y cuarta s.m | Miércoles de la primera y tercera s.m | Miércoles de la primera y tercera s.m | Mensual | Fecha única de emisión |
| Cumplimiento | | 2 días hábiles después | Día hábil inmediatamente siguiente | Día hábil inmediatamente siguiente | | |
| Liquidación y colocación | Pesos | Pesos | En pesos a la tasa representativa de mercado (TRM) | En pesos utilizando el valor UVR vigente el día de exigibilidad | Pesos | Pesos |

**s.m:** semana monetaria
**Fuente:** Ministerio de Hacienda y Crédito Público.




* Emisiones vigentes, TES COP tasa fija.
**Fuente**: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Gráfico 4**

**Colombia: curva de rendimientos de los TES (marzo 2006)***

Se espera que estas emisiones signifiquen un avance en este tipo de mercados, ya que la tasa de referencia actual para el plazo de 90 días DTF (tasa de captación a través de depósitos de término fijo), no discrimina por el tipo de riesgo de los papeles y, por tanto, no facilita la descripción adecuada del mercado. La valoración de activos se hace hoy día en buena parte con la curva cero cupón de los TES en pesos y tasa fija como referencia.

Adicionalmente, desde que se obligó a creadores y aspirantes de mercado a realizar cotización de doble punta (2003), se ha incrementado la liquidez de algunas emisiones, en especial las emisiones en pesos a tasa fija de mayor duración. Este punto es crucial, en tanto que resulta clave garantizar primero para poder aumentar la liquidez posteriormente[7]. Sin embargo, para garantizar la liquidez también se debe hacer énfasis en la fungibilidad de títulos y en muy pocas emisiones, ya que mientras mayor sea el número de emisiones menor tiende a ser la liquidez. Esta fue la razón que primó para dejar de emitir los TES indexados al IPC. No obstante, hacia el futuro parece importante estudiar la conveniencia de emitir TES a 20-30 años indexados a la inflación, que sirvan como activo de calce de las rentas vitalicias o *annuities* ofrecidas a los pensionados por las aseguradoras.

### *Mercado primario*

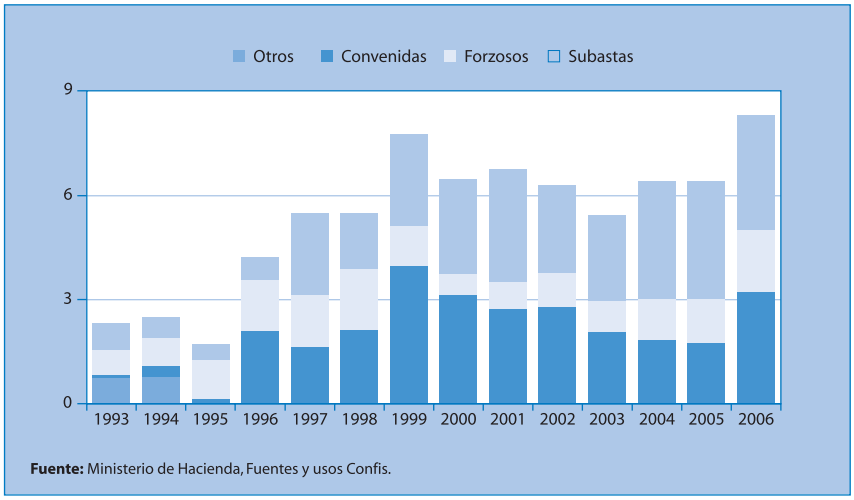
Desde 1995, el mercado primario en Colombia opera bajo tres mecanismos: subastas, inversiones convenidas e inversiones forzosas, cuya evolución se muestra

7 Esa es una de las grandes lecciones que dejó la crisis de los TES de 2002, cuando había *stop losses*, pero no había compradores en el mercado.

en el Gráfico 5. De estos mecanismos, sólo las subastas operan bajo reglas de mercado y las otras emisiones se rigen por la dinámica que éstas determinan. Es decir, que para las inversiones forzosas y convenidas, el MHCP aplica las tasas establecidas en las subastas según las diferentes maduraciones. Desde 1993, el mercado primario opera bajo el sistema de Depósito Central de Valores (DCV) del Banco de la República, donde se encuentran los títulos desmaterializados.

*Gráfico 5*

**Colombia: composición mercado TES, 1993-2006 (%)**




**Fuente:** Ministerio de Hacienda, Fuentes y usos Confis.

## Subastas

Las subastas en Colombia son de precio único (esquema holandés) y constituyen el mecanismo más importante de colocación de TES en el mercado primario interno. Se realizan a través de los Servicios Electrónicos del Banco de la República (SEBRA)[8] y a partir de 2004 sólo participan once establecimientos bancarios, corporaciones financieras o firmas comisionistas de bolsa que hayan sido designados por el MHCP como CM o ACM[9]. Los privilegios y obligaciones se encuentran contenidos en la Resolución 001 de 2003 del MHCP, que reglamenta el programa de CM para títulos de deuda pública.

En la segunda vuelta sólo pueden participar los CM que se hayan hecho acreedores a una adjudicación en la primera vuelta. La tasa de corte y el precio los define la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) de acuerdo a lo establecido en la subasta, y el cupo ofertado se distribuye automáticamente de acuerdo al monto de demandas y cupo ofertado en la primera vuelta.

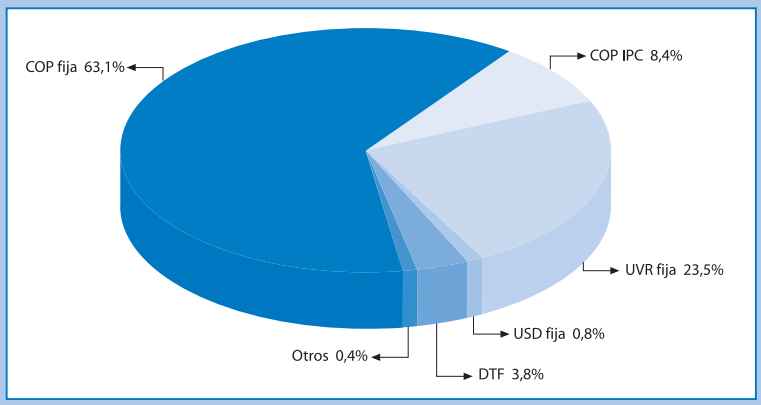
8 El sistema SEBRA permite el acceso seguro a los servicios electrónicos que permite efectuar las transacciones y las comunicaciones entre el Banco de la República y el sector financiero, de una manera ágil, eficiente y segura.

9 En esta lista se encuentran los principales intermediarios financieros del país.

Si el monto de las demandas es:
• Superior o igual a dos veces el cupo ofrecido en la primera vuelta, el monto ofertado en la segunda vuelta es el 50% del ofrecido en la primera vuelta.
• Inferior a dos pero mayor a 1,2 veces el cupo ofrecido en la primera vuelta, el monto ofertado en la segunda vuelta es el 25% del ofrecido en la primera vuelta.
• Inferior a 1,2 veces el cupo ofrecido en la primera vuelta no habrá segunda vuelta.

No obstante, si en la primera vuelta no se adjudica el total del monto ofrecido no habrá segunda vuelta. La subasta tiene cumplimiento dos días después de realizada y cuando hay segunda vuelta, ésta tiene cumplimiento a los dos días de la subasta. Es decir, los viernes el gobierno recoge la subasta y la segunda vuelta al mismo tiempo y al mismo precio.

Como se muestra el Cuadro 4, los TES en pesos a un año se emiten todos los miércoles de cada semana monetaria y; los de dos, tres, cuatro, cinco, siete y diez años, todos los miércoles de la segunda y cuarta semana monetaria. A diferencia de los TES en pesos, los TES denominados en dólares y UVR no necesariamente se emiten todos los meses. De acuerdo a la composición del mercado primario de subastas se observa que para el primer trimestre de 2006 el mayor porcentaje de las mismas (87%) es adjudicado a los bancos y corporaciones financieras, mientras el resto (13%) a comisionistas. Finalmente, y según lo muestra el Gráfico 6, el portafolio actual de deuda pública se halla virtualmente concentrado en deuda no indexada, mientras que porcentajes menores corresponden a deuda atada al IPC y al DTF.




**Fuente**: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

***Gráfico 6***

**Colombia: composición de la deuda pública interna (TES), por tasas (febrero 2006)**

### *Inversiones forzosas*

En las inversiones forzosas participan las entidades que dependen del Presupuesto de la Nación y que por ley[10] deben invertir sus "excesos de liquidez" en TES Clase B. El monto de la inversión se determina a partir del promedio diario mensual[11] de las disponibilidades de caja, cuentas corrientes, depósitos de ahorro a término o cualquier otro depósito y activos financieros (diferentes de TES) en poder de los establecimientos públicos del orden nacional. Sobre esta base los establecimientos públicos suscriben TES por el equivalente al 100%, de dicho promedio durante los cinco primeros días hábiles de cada mes. Estas inversiones tienen plazo de vencimiento mínimo de un año y su rentabilidad efectiva anual corresponde a aquella definida en la subasta para el plazo equivalente. El Gráfico 5 muestra que las inversiones forzosas tienden a participar cada vez menos del mercado de deuda pública interna, representa el 31% en 1993 a 19% en 2005.

### *Inversiones convenidas*

Las inversiones convenidas se realizan con el fin de suplir las necesidades de financiamiento del gobierno nacional con recursos excedentes de entidades públicas. En ellas participan las empresas públicas nacionales del orden descentralizado acordándose, con anterioridad, el monto que éstas deben invertir en TES. Las operaciones, aunque no se realizan en forma competitiva, son fungibles y toman como rendimiento la tasa fijada en la última subasta para plazos entre uno y quince años. Al exceptuar los años 1993 y 1994, cuando las participaciones de las inversiones convenidas fueron 3% y 15% respectivamente, este mecanismo de emisión y colocación de deuda pública ha representado una fuente importante de financiamiento del gobierno y alcanzó en promedio una participación del 33% del mercado de TES.

### *Mercado secundario*

En el mercado secundario de deuda pública colombiano se transan TES y otros tipos de deuda. Sin embargo, para efectos de deuda pública interna dicho mercado se divide entre el mercado de primer y segundo escalón, desarrollados por medio de sistemas centralizados de negociación aceptados por el MHCP-DGCP[12], la Superintendencia de Valores e Intermediarios Financieros. Los dos escalones son sistemas ciegos tanto en la negociación como en su cumplimiento, que garantizan la transparencia de la formación de precios y conservan registros magnéticos de las operaciones que realizan y circunscriben las entidades participantes. Antes de 2004, el primer escalón era exclusivamente para las entidades CM, en la actualidad quienes participen deben ser agentes potencialmente CM y que cumplan con los requisitos de cotización que tienen las CM. Se puede decir, entonces, que dicho primer escalón es semi-exclusivo para las CM.

12 Los requisitos están contemplados en el Título Tercero de la Circular Externa 01 del MHCP del 6 de agosto de 1998.
10 Ley 179 de 1994 y decretos subsiguientes.
11 Trimestre inmediatamente anterior.

En el mercado secundario existen además Corredores de Valores Especializados en TES (CVTES)[13], cuyo objetivo es contribuir a la liquidez y agilización del mercado secundario, por medio de la reducción de costos de información y negociación y el apoyo a la formación eficiente y transparente de precios. Su actividad en el primer escalón debe limitarse al corretaje de valores y deben abstenerse de actuar por cuenta propia en el mercado secundario.

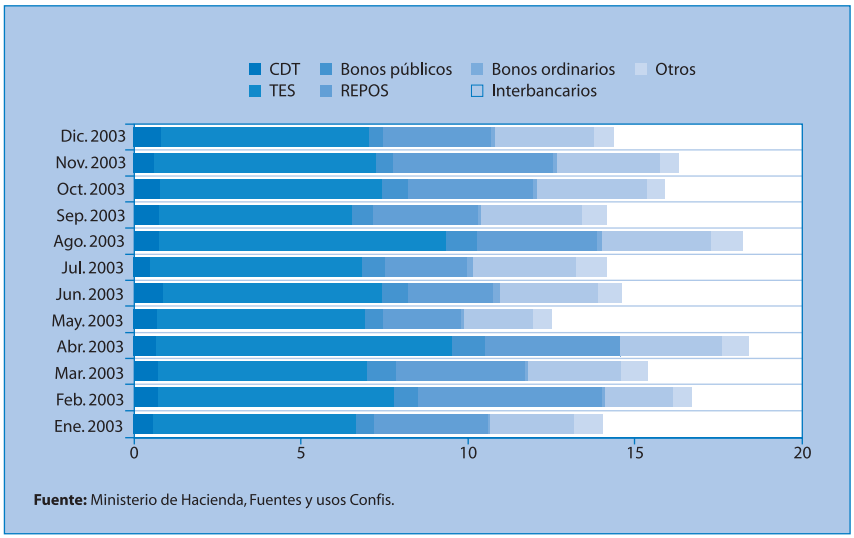
Los mercados bursátil y extra-bursátil ofrecen información de seguimiento de los TES en el mercado secundario. En el caso del mercado bursátil se toma la información proporcionada por la Bolsa de Valores de Colombia (ver Gráfico 7, pág. siguiente) y para el mercado extra-bursátil la información se obtiene del mercado OTC[14]. Para los dos mercados, los TES constituyeron una especie importante de título transado, con una participación promedio de 44% del portafolio total de papeles en cada uno de los mercados en 2003.

En el Cuadro 5 (ver pág. siguiente) se muestra la base de inversionistas de Colombia para el año 2005. Se observa que ésta es muy amplia y cubre tanto a los diversos estamentos del sector financiero, como del sector privado y aún del sector público. Se registra que la mayor participación ha sido la del sector financiero (55%), seguido del sector privado (27%) y el sector público (18%). Adicionalmente, si se observan las inversiones en TES según las diferentes maduraciones, la mayor participación del mercado de TES de corto plazo la tienen las instituciones crediticias del sector financiero –específicamente los bancos comerciales–, a diferencia de la gran participación de los auxiliares financieros en bonos de 10 y 12 años –los cuales se encuentran mayormente concentrados en las sociedades de pensiones y cesantías.

**13** Regulados por la resolución 2886 del 22 de diciembre de 2000.
**14** Operaciones *Over The Counter.*

*Gráfico 7*

**Colombia: composición mercado bursátil (%, 2003)**




**Fuente:** Ministerio de Hacienda, Fuentes y usos Confis.

Cuadro 5 **Colombia: saldos de los TES, clase B, por plazo y tenedor. Valor nominal (2005)**

| Período | A. Sector financiero | B. Sector privado | C. Sector público | Total (A+B+C) |
|---|---|---|---|---|
| 1 año | 293 | 284 | 127 | 704 |
| 2 años | 2.359 | 2.366 | 927 | 5.652 |
| 3 años | 1.408 | 127 | 685 | 2.221 |
| 4 años | 3.696 | 1.383 | 783 | 5.862 |
| 5 años | 8.228 | 4.608 | 3.706 | 16.542 |
| 6 años | 3.113 | 1.248 | 959 | 5.320 |
| 7 años | 6.972 | 3.401 | 2.021 | 12.394 |
| 8 años | 279 | 332 | 136 | 747 |
| 10 años | 12.177 | 5.424 | 2.770 | 20.371 |
| 12 años | 1.816 | 901 | 204 | 2.921 |
| 15 años | 977 | 549 | 1.548 | 3.073 |
| Otros | 1.895 | 177 | 27 | 2.099 |
| **Total** | **43.212** | **20.801** | **13.893** | **77.906** |

**Nota:** los tenedores de TES clase B de este cuadro no coinciden exactamente con otras fuentes, dada la imposiblidad de reclasificar algunas operaciones por tenedor y plazo.
**Fuente:** DCV_SEE Banco de la República.

### *Marco legal y regulatorio*

El mercado de deuda pública en Colombia se encuentra regulado por la Ley 51 de 1990. En ella se autoriza al gobierno para emitir, colocar y mantener en cir-

culación Títulos de Deuda Pública (TES) a través de la Dirección General de Crédito Público. Sin embargo, aún cuando fijan límites de cupo interno y externo, también se especifica que éstos pueden ser modificados por el Gobierno Nacional a través de la emisión de Títulos de Deuda Pública Interna. Los topes para el endeudamiento público externo están fijados por la ley.

Adicionalmente, el artículo 5° de la Ley 547 de 1999 especifica las características de las emisiones, mientras la Resolución 2372 de 2003 reglamenta actualmente la designación de los creadores de mercado (2004). Además, el mercado de valores se encuentra regulado y supervisado por la Superintendencia de Valores desde la Constitución Política de 1991. Los emisores de valores tienen la obligación de presentar informes periódicos a la Superintendencia de Valores para su posterior aprobación, de acuerdo a lo establecido en el Código de Comercio, en la Ley 222 de 1995, en el Decreto Reglamentario 2649 de 1993 y en las circulares externas expedidas por el Superintendente de Valores que en materia de divulgación rigen el mercado público de valores.

***Deuda subnacional***

En Colombia, el uso de la deuda subnacional se encuentra cualitativamente restringida a inversión y, en términos cuantitativos, según la Ley 358 de 1997 a:

• Si la proporción en el pago de los intereses de la deuda con respecto a los ahorros operativos es igual o menor al 40%, no existen restricciones para un nuevo endeudamiento.

• Si la proporción se encuentra entre el 40% y 60%, entonces debe introducirse un plan de ajuste fiscal. El crecimiento de la deuda no puede exceder la tasa de inflación y los nuevos endeudamientos requieren de la aprobación del gobierno central.

• Si la proporción del pago de los intereses de la deuda respecto a los ahorros operativos es mayor al 60%, o si la proporción de la deuda con respecto a los ingresos excede el 80%, el gobierno local es considerado insolvente, lo que exige un plan de ajuste de dos años. En este caso el gobierno subnacional no tiene ninguna capacidad de inversión y los incrementos de la deuda están limitados al 60% del crecimiento de la inflación del primer año y de 40% para el segundo (las excepciones a estas limitaciones dependen de la aprobación del gobierno nacional).

Adicionalmente, a fin de controlar el endeudamiento subnacional el gobierno ha incorporado o impuesto colaterales más elevados y ha aumentado las obligaciones crediticias relacionadas con préstamos netos a los gobiernos subnacionales. Si la deuda a emitir es interna ésta debe ser autorizada por la legislación local, mientras que si se trata de deuda externa, debe contar con la aprobación del Congreso de la República. Además, se le permite a las entidades territoriales utilizar los impuestos compartidos como garantía de deuda.

Asimismo, a fin de controlar posibles problemas de riesgo moral, la Ley 617 de 2000 expone los requisitos que deben cumplir las entidades territoriales para que la Nación brinde alivios a la deuda territorial y garantice las obligaciones contraídas por las entidades territoriales con entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria.

## Ecuador

### Política económica

Luego de un periodo de grandes dificultades en los años noventa –cuando el ingreso *per cápita* se redujo–, la economía de Ecuador se recuperó sustancialmente en respuesta a la adopción del dólar estadounidense como moneda en enero de 2000, tal como lo indica el Cuadro 6. Aunque con algunos altibajos, la tasa de crecimiento económico anual promedio en lo corrido de la década ha sido cercana al 4%.

Otro de los principales determinantes del crecimiento económico ha sido el sector petrolero. La evolución de los precios del petróleo y el incremento de un mayor volumen de éste, derivado de la puesta en marcha del nuevo Oleoducto de Crudos Pesados, han sido fundamentales en la recuperación del crecimiento y en la reversión de la tendencia negativa de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

***Política fiscal***

Tal como se observa en el Cuadro 6, las finanzas públicas de Ecuador han sido superavitarias en los últimos años. Las perspectivas fiscales del país son, en general, positivas. Las autoridades procedieron a aprobar en el año 2002 una Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal de gran importancia, que restringe el crecimiento real del gasto primario del gobierno central, establece la obligación de reducir el déficit (neto de ingresos petroleros) en términos reales anualmente y destinó originalmente[15] un 70% de los ingresos del nuevo ingreso petrolero al repago de la deuda. Asimismo, estableció como meta la reducción de la deuda pública a un 40% del PIB para el año 2008.

A finales de abril de 2006, el gobierno logró la modificación de la Ley de Hidrocarburos, mediante la cual el Estado podrá percibir el 50% de los excedentes de las exportaciones petroleras de compañías privadas que se encuentran en contratos de participación y cuyo precio de venta exceda los US$ 15 por barril. En este sentido, debe señalarse que se debilitó el objetivo original de la ley dirigido a reducir la deuda pública, a la vez que mantuvo un régimen de rentas de destinación específica que tienden a impedir el mejoramiento de la posición fiscal en períodos de incremento a las rentas.

15 En junio de 2005 la ley fue reformada y disminuyó este porcentaje al 40%.

**Cuadro 6 Ecuador: indicadores económicos y financieros (%)**

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB real (crecimiento anual)** | 02,1 | -06,3 | 02,8 | 05,1 | 03,4 | 02,7 | 06,9 | 03,9 |
| **IPC (fin de año)** | 43,4 | 60,7 | 91,2 | 22,7 | 09,5 | 06,2 | 01,9 | 03,4 |
| **Tasas de interés** | | | | | | | | |
| Tasa *overnight* promedio | - | 07,8 | 06,1 | 03,4 | 01,5 | 01,0 | 00,7 | 01,4 |
| Tasa promedio de colocación | - | 16,5 | 16,3 | 15,1 | 14,4 | 12,5 | 10,7 | 09,3 |
| **Balance fiscal** | | | | | | | | |
| **sector público no financiero (% PIB)** | -04,8 | -03,9 | 01,5 | 00,4 | 00,6 | 01,2 | 02,4 | 00,9 |
| **Rentabilidad*** | | | | | | | | |
| Ingresos operacionales / | | | | | | | | |
| Total activos y contingentes | 19,3 | 70,4 | 22,1 | 09,9 | 11,4 | 11,1 | 14,6 | 13,4 |
| **Calidad de activos*** | | | | | | | | |
| *Nonperforming loans* / Préstamos totales | 09,4 | 28,7 | 34,7 | 13,4 | 08,4 | 07,9 | 08,5 | 04,9 |

*Para bancos abiertos.
**Fuente:** FMI, BCE y MEF.

### *Sector financiero*

En el año 1999, como resultado del incumplimiento del servicio de la deuda y del deterioro de los indicadores económicos de la nación, el sector financiero registró una severa crisis que llevó a las autoridades a congelar los depósitos y al cierre de 18 bancos afectando más de la mitad de los depósitos. El Cuadro 6 muestra el deterioro de los indicadores de cartera a comienzos del decenio. Desde entonces el sector financiero viene en franca recuperación.

Hacia futuro y según las autoridades, la política estará dirigida a reforzar la supervisión bancaria, modificar los esquemas de apoyo de liquidez y mejorar los mecanismos para la recuperación de cartera. Debe destacarse, además, que bajo el régimen de dolarización, el indicador que mide la liquidez del sector público dejó de ser el nivel de las reservas internacionales para depender de los depósitos del gobierno. Además, en razón de que el Banco Central ya no puede actuar como prestamista de última instancia, esos depósitos del gobierno cumplen con la función de estabilizar el sistema bancario.

### *El mercado de valores*

El mercado de valores en Ecuador es todavía muy incipiente, y tras la crisis financiera de 1999 el nivel de actividad de dicho mercado se redujo, pues gran

parte de las transacciones y emisiones eran realizadas por bancos que luego fueron intervenidos por la Agencia de Garantía de Depósitos.

Para ilustrar la importancia de cada uno de los submercados, cabe destacar que el mercado de acciones representa una proporción menor de las transacciones. En renta fija, la importancia relativa de las transacciones del sector público y privado es similar. La participación de transacciones del sector público se encuentra distribuida entre Bonos del Estado y Certificados de Tesorería. La participación de transacciones del sector privado en renta fija está dominada por las operaciones del sector financiero. Si bien la obtención de recursos financieros a través del mercado de valores es todavía marginal frente al crédito concedido por el sistema financiero al sector privado, aquél está aumentando gradualmente.

***Política monetaria y cambiaria***

Como se indica en el Cuadro 6, la tasa de inflación medida por el IPC registró una significativa reducción como resultado de la dolarización llevada a cabo en el año 2000. Para 2005, la inflación había convergido a niveles de inflación internacional.

Como resultado de la dolarización, el Banco Central retuvo algunas funciones relacionadas con el manejo fiscal con impacto en el control de la inflación, como aquellas de emitir su criterio y visto bueno para el presupuesto fiscal anual y para nuevo endeudamiento. Asimismo, aprueba el cupo de inversión semestral de las entidades del sector público en el sector privado, determinando cuanto de los excedentes de estas entidades se invierten con el Estado o con el sector privado. Esto se hace coordinadamente con el Ministerio de Economía y Finanzas y considera las necesidades del Fisco. También administra las reservas internacionales, con miras a mantenerla en los niveles programados, ya que por ley el Banco Central es el depositario de los recursos de las entidades públicas y dichos recursos a su vez alimentan la reserva.

Uno de los dos instrumentos de política que le quedan al Banco Central es la facultad de realizar emisiones de papeles, que en teoría podrían ser utilizadas para intervenciones en el mercado financiero con miras a afectar la tasa de interés. Pero en la práctica, sólo ha emitido Títulos de Deuda de muy corto plazo (TBC), similar a las operaciones de reporto, pero con fines de tesorería interna de la institución y por montos relativamente bajos que no afectan las tasas de mercado. No se prevé que esto cambie a futuro. El otro instrumento es la determinación del encaje bancario, que también podría tener efectos sobre la tasa de interés. Pero el nivel de encaje es bajo y desde la dolarización no ha sido utilizado para influir en los agregados macro.

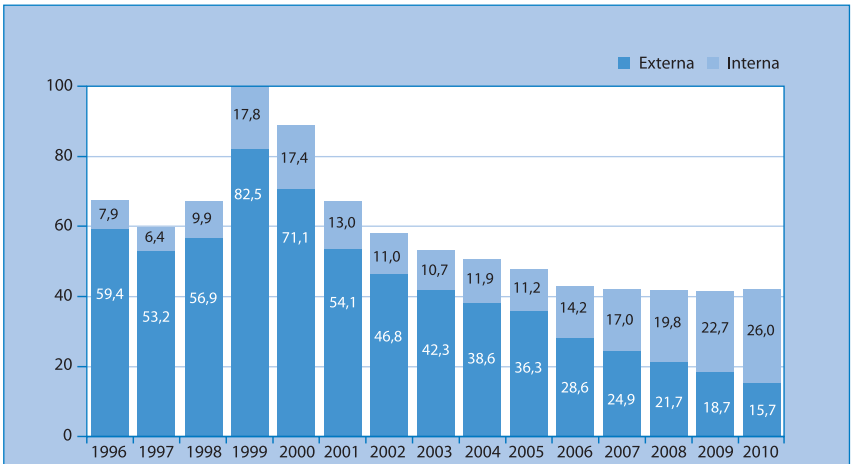
El Banco Central maneja el Fondo de Liquidez creado como mecanismo para proveer a la banca recursos, ante la ausencia de un prestamista de última instan-

cia. Actualmente dicho fondo no tiene una cantidad significativa. El Banco Central también es fiduciario del Fondo Petrolero FEIREP[16], que los próximos años podría recibir cantidades significativas de recursos. A futuro la administración de ambos fondos podría representar, en conjunto, montos importantes de recursos cuyo manejo de inversión podría incidir sobre las tasas de interés en el mercado interno. Finalmente, el Banco Central retiene la facultad de emitir moneda fraccionaria.

## Evolución y perspectivas de la deuda pública interna

Ecuador registró una crisis de la deuda a finales de los años noventa que le llevó a incumplir sus obligaciones externas e internas, a perder el acceso al mercado internacional de capitales y a tener que adelantar difíciles acuerdos para el arreglo de su deuda externa en el seno del Club de París.

El incumplimiento en las obligaciones de fines de los años noventa fue atribuida al impacto combinado de una baja en el crecimiento económico en esos años, más la caída en los precios internacionales del petróleo, lo cual limitó sustancialmente las posibilidades de endeudamiento de la Nación. El Gráfico 8 muestra que la deuda pública total de Ecuador pasó de más del 100% del PIB en 1999 a niveles cercanos al 46% en 2005.




* escenario base. Se asume i) un crecimiento anual del PIB real de entre 5% y 5,5% en 2004; 4,5% en 2005; 3% durante 2003-2006 y 3,5% en los años que siguen (con un crecimiento del PIB no petrolero de 2,5%); ii) la inflación se espera alcance el 3% durante 2004 y 2,5% en 2005 iii) la cuenta corriente se proyecta superavitaria en 2004 con un aumento de las exportaciones de petróleo sobre 50%; y iv) un balance primario del sector público no financiero de 5,1% del PIB en 2004; 4,7% en 2005 y 2,5% en el mediano plazo.
**Fuente:** MEF, elaboración propia.

*Gráfico 8*

**Ecuador: deuda pública interna y externa (% PIB)***

16 Fondo de Estabilización, Inversión y Reducción del Endeudamiento Público (FEIREP).

Cabe recordar, al respecto, que el acuerdo de reestructuración de la deuda llevó a un recorte o *haircut* equivalente al 40% de la deuda entonces vigente. La reducción del endeudamiento también refleja la apreciación registrada en la tasa de cambio y la recuperación en el crecimiento económico que se registró a partir del año 2000.

Con respecto a la estructura del endeudamiento público, éste ha estado constituido –en su mayoría– por crédito público externo, el cual ha representado más del 80% del total. Las cifras disponibles indican que en los últimos cinco años se dio una caída proporcionalmente similar en los indicadores de endeudamiento público interno y externo.

En términos de composición según prestamista, la mayor parte de la deuda externa para los primeros años de la década del año 2000 correspondió a deuda multilateral (39%), seguido por acreedores privados (37%). Por su parte, la deuda bilateral (23%) está denominada en dólares y la porción de corto plazo representó el 6,8% del total.

En los últimos años, y como resultado de la reestructuración forzosa y de la crisis financiera, se observa que la participación de la deuda interna se ha mantenido estable alrededor de 20% y la deuda externa en 80%. El grado de *crowding out* de la deuda pública interna a la inversión privada es muy reducido, pues sólo una mínima proporción de las colocaciones públicas son absorbidas por la banca y otros inversionistas individuales. Ello se debe, entre otras cosas, a que los bancos privados mantienen una actitud cautelosa y conservadora en el otorgamiento de crédito, al acumular elevados niveles de liquidez en previsión de posibles retiros.

Al desaparecer el prestamista de última instancia tras la dolarización, cada banco se ha visto forzado a tener su "propio fondo" a fin de cubrir eventualidades. Esto significa que la banca prefiere dedicar una parte importante de sus recursos a inversiones de corto plazo o a depósitos a la vista en cuentas en el exterior, a fin de disponer rápidamente de liquidez para atender retiros. Sólo una mínima proporción de recursos es colocada en instrumentos de deuda pública de corto plazo, sin distraer para ello fondos para préstamos productivos.

Los análisis de sostenibilidad de la deuda pública ecuatoriana adelantados por el Fondo Monetario Internacional indican que, en la medida en que Ecuador esté en capacidad de elevar la producción de petróleo –lo cual se está logrando con el nuevo oleoducto–, su tasa de crecimiento económico sostendrá un ritmo de aumento promedio por encima del 5% anual para descender a niveles de 3,5% a fines del decenio. Con tales ritmos de incremento en la actividad económica los ingresos fiscales se verán fortalecidos y esto, unido a un gasto público disciplinado gracias a la aplicación de la Ley de Responsabilidad Fiscal, hará que Ecua-

dor sea capaz de generar y sostener un superávit primario en las finanzas públicas (SPNF) del orden del 4% del PIB.

En un escenario de esta naturaleza se proyecta que la deuda pública, según aparece en el Gráfico 8 disminuiría del 47,5 % del PIB en 2005 a un 41,5% hacia 2008. Las proyecciones adelantadas por el Fondo Monetario Internacional indican que dicho descenso ocurriría, principalmente, en los indicadores de deuda pública externa en la medida que los recursos del antiguo FEIREP (actual CEREPS[17]) se utilicen prioritariamente para recompra de deuda.

Finalmente, cabe decir que de acuerdo con las proyecciones, la capacidad de ahorro de Ecuador le permitiría a ese país mantener niveles de endeudamiento público interno mayores sin arriesgar un *crowding out* del sector privado. Para ello el mejoramiento en el diseño de la estrategia de endeudamiento interno y de colocación de bonos del gobierno resulta clave, tal como se comenta en la última sección de este capítulo.

**El endeudamiento interno: aspectos institucionales y técnicos**

La emisión de deuda pública en Ecuador se realiza a través del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el Banco Central del Ecuador (BCE). A continuación se presentan los aspectos institucionales y técnicos relevantes en esta materia, con base en documentos publicados y emitidos por estas instituciones.

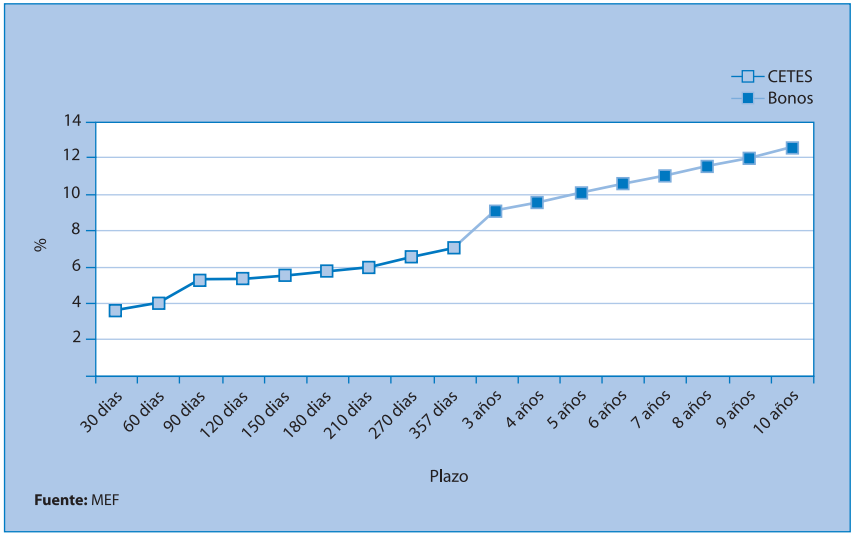
***Emisiones de referencia***

Actualmente, el MEF emite dos tipos de papeles (ver Gráfico 9, pág. siguiente). Por una parte, se encuentran los Certificados de Tesorería (CETES), que son títulos de corto plazo (entre 30 y 357 días), cero cupón y negociados con descuento bajo la modalidad de subastas en las bolsas de valores del país y de negociaciones directas con el sector público. Por otra parte, se encuentran los Bonos del Estado, papeles de mediano y largo plazo (tres a diez años), emitidos a tasa fija y variable con base a la Libor a 90 días más un margen.

17 Cuenta Especial de Reactivación Productiva y Social, del Desarrollo Científico, Tecnológico y de Estabilización Fiscal.

*Gráfico 9*

**Ecuador: curva de rendimientos por plazo**




**Fuente:** MEF

A diciembre de 2005 del total de desembolsos por deuda interna el 77% estuvo representado por CETES, el 22% por bonos y el 1% por valores emitidos por otras entidades del sector público.

A pesar de que la participación de los valores públicos, en el total negociado en las bolsas de valores, ha aumentado significativamente en los últimos años (ver Gráfico 10), aún no se ha logrado consolidar una curva de referencia para el mercado. Esto se debe, entre otros factores, a que el sistema de emisiones estatales es poco dinámico y estable, y a que no se dispone de información precisa sobre las tendencias del movimiento de la deuda, periodicidad de emisiones, programación de colocaciones por parte del Estado, entre otros. Por otra parte, se registran altos costos en las transacciones en el mercado bursátil, pues la condición física de los títulos impone erogaciones por custodia, transportación y administración.

El Ministerio de Economía y Finanzas está trabajando en el proceso de desmaterialización de los títulos de la deuda pública interna ecuatoriana, para dar cumplimiento a la regulación del Consejo Nacional de Valores (órgano rector del mercado de valores) de que los valores emitidos por el sector público que se encuentren en circulación cumplan con esta característica.

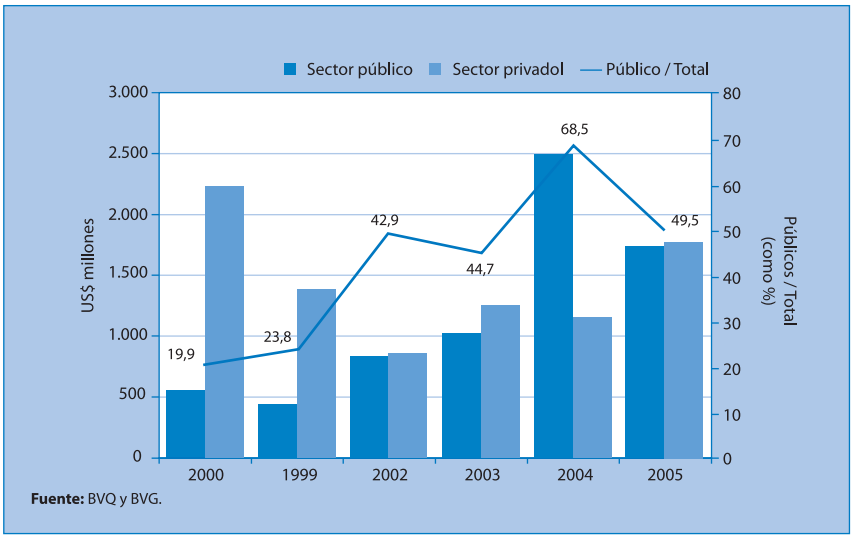



**Gráfico 10**

**Ecuador: participación de los sectores público y privado en total valores negociados (%)**

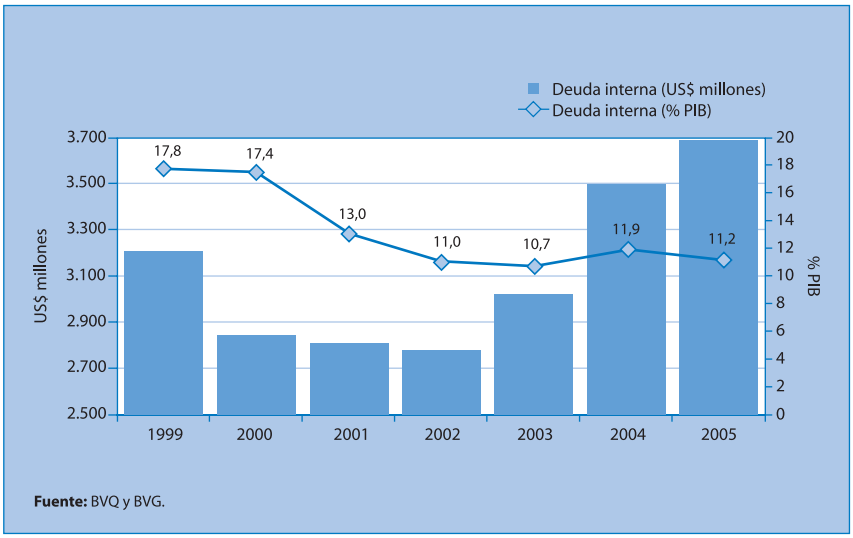



**Gráfico 11**

**Ecuador: evolución de la deuda pública interna (millones de US$ y % PIB)**

### *Mercado primario*

Pese al aumento del volumen de deuda interna en los últimos seis años, su participación en el PIB ha descendido en casi seis puntos porcentuales (ver Gráfico 11). Conviene reseñar que en el año 2000 el saldo de la deuda pública interna disminuyó como consecuencia de que el valor de las emisiones en Sucres con Certificados de Tesorería y Bonos del Estado se redujo con la dolarización y al hecho de que no se efectuaron colocaciones significativas en ese período.

La gran mayoría de las colocaciones de deuda interna en el mercado primario de deuda interna se hacen a través de las bolsas (Quito y Guayaquil), sin embargo, con algunas instituciones del sector público se negocia de forma directa, dependiendo de la decisión de la institución pública.

### Subastas

Las colocaciones se hacen mediante subastas de deuda pública del MEF, que se realizan a través de las Bolsas de Valores (BV). En ellas intervienen casas de valores, instituciones financieras, empresas y otras organizaciones identificadas como posibles participantes, en igualdad de condiciones, esto es, sin privilegios en la asignación o selección de los compradores primarios de papeles del gobierno.

El mecanismo de emisión más frecuente es el de subasta de oferta serializada. La ventaja de usar este mecanismo es que las negociaciones se realizan de forma pública y transparente, aunque este sistema representa mayores costos para el comprador y para el vendedor. El Ministerio de Economía y Finanzas paga el 0,1% para las negociaciones a más de un año, y proporcional al plazo para las negociaciones menores a un año. El inversionista paga la misma comisión de bolsa más la de casa de valores.

Las subastas, sin embargo, no son regulares ni frecuentes. En la práctica, como el mercado voluntario de papeles del gobierno es muy reducido, la colocación de títulos está estrechamente vinculada con los vencimientos de los títulos en manos del Instituido Ecuatoriano de Seguridad Social.

Las transacciones entre la BV, el MEF y el BCE se realizan en línea y cuentan con sistemas electrónicos para realizar las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, los títulos aún no han sido desmaterializados. Los sistemas de negociación son diferentes para las dos bolsas –*Advance Trader* para la de Quito y SEB para la de Guayaquil–, las cuales todavía no se encuentran interconectadas, aunque el mecanismo de adjudicación es el mismo.

### Colocaciones privadas *(private placements)*

En las negociaciones directas, las instituciones públicas no pagan ninguna comisión y el rendimiento es el mismo fijado a través de las subastas. Las asignaciones directas se realizan de forma exclusiva con entidades del sector público. Como las emisiones destinadas a financiar un proyecto de inversión, por ejemplo, una carretera, la emisión se entrega a la unidad ejecutora, la cual, a su vez, ya tiene el compromiso del constructor o contratista en aceptar como pago los bonos del Estado.

#### *Mercado secundario*

El mercado secundario funciona esencialmente a través de las principales Bolsa de Valores (Quito y Guayaquil), las cuales, sin embargo, no han desarrollado el

uso intensivo de instrumentos financieros. El mercado secundario de papeles es competitivo, principalmente en lo relacionado a casas de valores y el nivel de automatización es similar al del mercado primario.

***Base de inversionistas***

Puesto que Ecuador vio cerrado el acceso a los mercados financieros internacionales privados tras la crisis de 1999, la estrategia de endeudamiento ha estado centrada en el financiamiento multilateral externo y en colocaciones de deuda interna. Las colocaciones de deuda interna muestran una participación creciente e importante de los fondos de pensiones, los cuales actúan a través de las inversiones del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS).

Los mayores tenedores de deuda pública interna han sido, en primer lugar, el IESS –por inversiones tanto en forma primaria como secundaria– de aproximadamente 58% del total de deuda interna que incluyen los recursos provenientes de las AFP y, en segundo lugar, el BCE por Bonos de la Agencia de Garantía de Depósitos emitidos en el año 1999 a raíz de la crisis financiera por 38% del total. Los primeros, tienen un vencimiento de muy corto plazo (inferior a un año), mientras que los segundos tienen un plazo de vencimiento de 12 años. El pequeño porcentaje restante corresponde a inversiones del sector privado nacional y extranjero.

En el mercado secundario, según las estadísticas, los principales compradores son las casas de valores pertenecientes a los bancos privados. Existen dos o tres casas independientes que también compran títulos de deuda pública. Sin embargo, como los títulos no están desmaterializados y son al portador, es bastante difícil precisar el sector al que pertenecen los inversionistas finales.

A diferencia de otros países latinoamericanos, los bancos comerciales no tienen una alta participación en el mercado de deuda pública interna. Esto puede ser el resultado, en parte, de la reestructuración que el MEF efectuó en octubre de 1999, que consistió en canjear en la fecha de vencimiento de los cupones de capital y bonos cero cupón (en el período octubre de 1999 al 31 de diciembre de 2000) por bonos a siete años plazo –incluido dos de gracia–, con una tasa de interés trimestral Libor a 90 días más un 2%.

Por otro lado, los bancos desconfían de un escenario macroeconómico inestable que –unido a problemas de inseguridad política y jurídica y a la posibilidad de una nueva reestructuración de deuda interna de parte del Ministerio– genera temor al mercado y aumenta el riesgo de los papeles. Por otra parte, con la implementación de la dolarización se eliminaron los préstamos de liquidez, lo cual obliga a los bancos privados a tener inversiones en el extranjero en depósitos a la vista a fin de atender posibles retiros masivos.

Adicionalmente, la Superintendencia de Bancos tiene valorada la deuda del gobierno a precios de mercado por debajo de su valor nominal, lo que se constituye en un impedimento más al desarrollo de los mercados de bonos internos. En el presente, las autoridades ecuatorianas trabajan en un programa para desarrollar el mercado voluntario de títulos del gobierno.

En conclusión, se puede decir que la inestabilidad política y jurídica, el temor a sufrir otra reestructuración, la desconfianza en la valoración quincenal de los títulos por parte de la Superintendencia de Bancos, la no desmaterialización de los títulos –que dificulta su negociación– y la visión de corto plazo de los inversionistas son las razones principales por las cuales no existe un gran interés por parte de los inversionistas privados en el mercado de deuda pública interna.

***Infraestructura***

Como se dijo anteriormente, las transacciones de deuda pública se realizan por medios electrónicos. El sistema de depósitos está a cargo del Banco Central de Ecuador por instrucción del Ministerio de Economía y Finanzas y en el proceso de liquidación, el MEF le indica al BCE la conformación de fideicomisos para la totalidad de la deuda pública. Esto permite que periódicamente se realicen las provisiones para los respectivos vencimientos.

***Marco legal y regulatorio***

La Ley Orgánica de Administración Financiera y Control y la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal son los dos principales estamentos legales que regulan el endeudamiento público. De la misma forma, la Constitución de la República dispone que el MEF no puede sobrepasar el límite de endeudamiento aprobado en el Congreso Nacional, en cada una de las Proformas del Presupuesto General del Estado, de cada año fiscal.

Como se comentó anteriormente, la Ley de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal aprobada en el año 2002 establecía originalmente que la relación deuda pública a PIB debía reducirse en 16 puntos porcentuales, a partir del año 2003 hasta llegar a un límite del 40%, el cual no podrá sobrepasarse una vez alcanzado. Con la reforma de junio de 2005, el FEIREP pasó a ser parte del Presupuesto General del Estado y en vez de ser un fondo se denominó que ésta fuera una Cuenta Especial de Reactivación Productiva y Social, del Desarrollo Científico-Tecnológico y de Estabilización Fiscal (CEREPS), la cual pasó a tener una nueva asignación de recursos: i) 40% para recompra de deuda y créditos al sector productivo; ii) 20% para estabilización de ingresos; iii) 30% para proyectos de inversión social; iv) 5% para ciencia y tecnología y v) 5% para obras de viabilidad.

El mercado de valores se rige por la Ley del Mercado de Valores[18] expedida en julio de 1998. Una de las serias deficiencias del sector está relacionada con la competencia y autonomía del ente regulador creado por esta ley. La Comisión Nacional de Valores, que funcionalmente es un ente adscrito a la Superintendencia de Compañías. Analistas del sector consideran que la Comisión de Valores debe ser independiente de la Superintendencia de Compañías.

***Deuda subnacional***

Por ley los gobiernos seccionales tienen prohibida la emisión de este tipo de deuda.

## Perú

### Política económica

Perú registró una gran transformación económica en el decenio de los noventa, caracterizada por la eliminación de la hiperinflación, una consolidación fiscal significativa y la ejecución de importantes reformas estructurales, particularmente liberalizando la economía. El proceso de privatizaciones también fue importante.

Como se observa en el Cuadro 7, el crecimiento económico ha sido acelerado, alcanzando ritmos superiores al 4% anual desde 2002. El FMI estima un crecimiento del 5% para 2006. La inflación en los últimos años se ha situado a niveles entre el 1,5%-2,5% anual, en gran medida debido a la independencia del Banco Central establecida a comienzos de los años noventa y, como resultado también del esquema de inflación objetivo (*inflation targeting*) adoptado por la autoridad monetaria desde 2002.

**Cuadro 7 Perú: indicadores económicos y financieros (%)**

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Estimado | |
| PIB real (crecimiento anual) | 04,9 | 03,8 | 04,8 | 05,8 | 05,0 |
| IPC ( final del período) | 01,5 | 02,5 | 03,5 | 01,5 | 2,5 |
| (% del PIB ) | | | | | |
| Balance en cuenta corriente | -01,9 | -01,6 | 00,0 | 00,3 | 00,4 |
| Balance fiscal del sector público | -02,2 | -01,7 | -01,1 | -00,7 | -01,0 |
| Deuda pública | 47,1 | 47,5 | 45,1 | 39,1 | 37,2 |

**Fuente:** Banco Central de Perú, Ministerio de Economía y Finanzas y proyecciones del FMI (*Staff report* 2005).

18 Una versión completa de la ley se encuentra en: http://www.supercias.gov.ec/mvalores/leymv.htm

El marco de política de mediano plazo tiene como propósito sostener un crecimiento acelerado, mantener la inflación baja y consolidar una posición externa fuerte. El crecimiento sostenido se fundamenta en la continuación de políticas macroeconómicas prudentes y en una profundización de las reformas estructurales. Entre éstas cabe destacar la mayor liberalización comercial resultante de la negociación de un TLC con EEUU y del ALCA. Existe el convencimiento por parte de las autoridades, que es necesario continuar con la consolidación fiscal y con una política monetaria de inflación objetivo que mantenga la inflación baja control. La agenda económica tendrá continuidad, según lo ha anunciado la nueva administración del presidente Alan García. En lo relacionado con el TLC con EEUU, el Congreso peruano ya le otorgó su aprobación.

Tal como se observa en el cuadro anterior, Perú ha logrado establecer una política fiscal que permite que el déficit combinado total se sitúe cerca del 1% del PIB. Es de destacar que la consolidación fiscal se logró de manera gradual desde inicios de la década de los noventa hasta 1997. Luego de un período de deterioro en las cuentas fiscales (1998-2000), el ajuste fiscal se reinició desde 2001.

En cuanto a las medidas fiscales de los primeros años de la presente década, Perú procedió a ampliar la base del IVA, racionalizar los impuestos al consumo, reducir las tarifas aduaneras y fortalecer la administración tributaria. También se introdujo el Impuesto a las Transacciones Financieras con tasa del 1,0 por mil sobre transacciones activas y pasivas. Más adelante se redujo al 0,8 por mil.

Asimismo, se avanzó en la reforma de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, la cual permite adelantar políticas fiscales contracíclicas. Entre los temas que deberá discutir el gobierno del presidente García se encuentran la conveniencia de reducir el impuesto a las transacciones financieras, la reducción del número de tarifas del IVA, el fortalecimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el mecanismo de concesiones y el desarrollo del federalismo fiscal.

***Política monetaria y cambiaria***

Perú dispone de un Banco Central independiente que ha tenido como objetivo principal al control de la inflación. La política monetaria se ha consolidado en los últimos años a través del esquema de inflación objetivo, en el que se fija un objetivo de inflación anual (2,5%) con una banda de fluctuación permitida del 1%.

El régimen cambiario es flexible, pero la autoridad se reserva la discreción de intervenir en el mercado, principalmente, para reducir fluctuaciones excesivas de la tasa cambiaria. La política monetaria establece que en caso de presentarse un conflicto entre el impacto monetario resultante de una intervención en el mercado y la meta de inflación, el cumplimiento de las metas de inflación tiene prelación. También es objetivo de mediano plazo de la política cambiaria de Perú reducir el alto grado de dolarización de la economía, en lo cual se han logrado algunos avances.

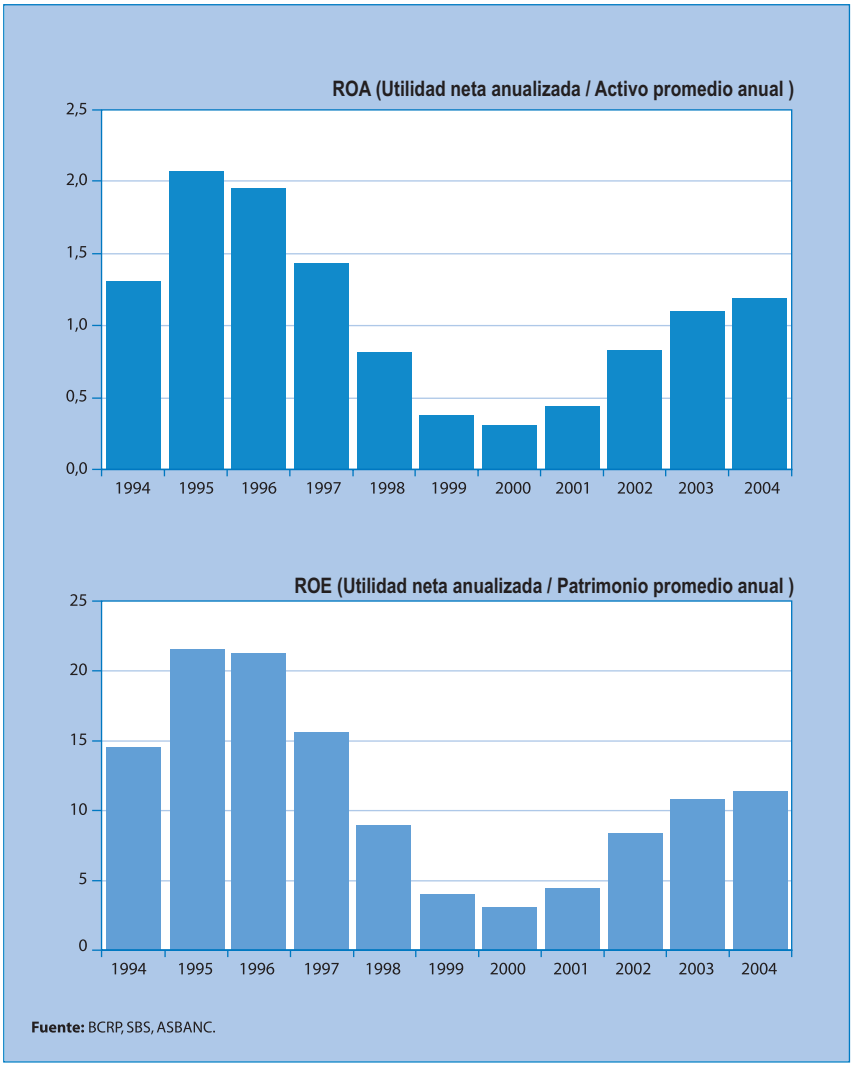
***El sistema financiero***

Como se observa en el Gráfico 12, a lo largo de la actual década el sector financiero ha mostrado una significativa recuperación. Los indicadores de rentabilidad ROE y ROA muestran crecimiento, al tiempo que el indicador de morosidad de cartera se reduce. No obstante, el crédito bancario al sector privado con relación al PIB ha disminuido y los bancos se han visto en la necesidad de mejorar el aprovisionamiento.

Las regulaciones prudenciales se han fortalecido en años recientes, y los indicadores prudenciales han mejorado. La Superintendencia de Bancos ha modificado

**Gráfico 12**

**Perú: indicadores del sistema financiero**




**Fuente:** BCRP, SBS, ASBANC.

sus normas sobre provisiones y la clasificación de préstamos, dando un especial cuidado a los descalces (*mismatches*) entre monedas y ha introducido modelos de valoración de riesgos para medir el riesgo cambiario. La composición del dinero ampliado y del crédito ha comenzado a modificarse a favor de la moneda local, esto es, se observa una reducción en la dolarización.

***El mercado bursátil***

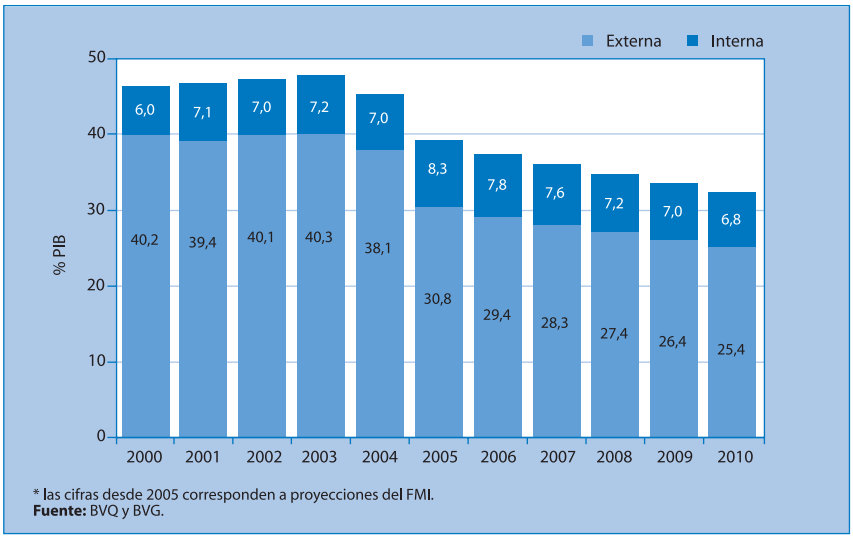
Las cifras disponibles revelan un gran crecimiento del índice de precios de las acciones, el cual (medido en dólares) pasó de un nivel de 396 en diciembre de 2002 a 1.500 a fines de 2005. Cabe también destacar que las autoridades están comprometidas en profundizar el mercado de capitales, en particular el mercado secundario de acciones y bonos, y la competencia entre los fondos privados de pensiones.

**Evolución y perspectivas de la deuda pública interna**

En el período 2000-2003, la deuda pública de Perú se mantuvo en un nivel estable cercano al 46% del PIB. En términos de su composición, según se presenta en el Gráfico 13, la deuda pública externa fue, en promedio, cercana al 39% del PIB, en tanto que la interna al 7%. La deuda externa se redujo en los dos últimos años. Un análisis de la deuda pública peruana señala que está ampliamente distribuida entre varios tipos de acreedores: gobiernos (Club de París), organizaciones multilaterales y colocación de bonos en los mercados internacionales.

Cabe destacar que en 2005 el gobierno logró reducir la deuda externa en más de siete puntos porcentuales, principalmente, como resultado de una recompra de deuda con el Club de París. Como resultado se logró la reducción de la deuda pública total por debajo del 40% del PIB en 2006, meta que se había fijado con el FMI hace algunos años. En términos de la política para el manejo de la deuda pública, cabe mencionar la aprobación en 2005 de la Ley General de Endeudamiento Público, que provee el marco legal para el manejo de activos y los límites a las garantías del estado en el contexto de los denominados PPP (*Public Private Partnerships*). Asimismo, aprovechando las circunstancias favorables del mercado internacional, el gobierno de Perú procedió a hacer prepago en el Club de París y a la Corporación Petrolera Japonesa-Peruana.

En cuanto a la distribución de la deuda total por monedas se identifica que hasta 2004, el 85% estaba expresado en monedas duras con predominio del dólar con una participación de más del 50%. La participación de la moneda local en el total de la deuda era del 15%. En 2005, gracias al prepago de deuda externa se incrementó la participación de la deuda local. El gran reto en el caso peruano es, por un lado, disminuir la dependencia del dólar y otras monedas duras como referencia para la emisión de deuda pública interna y, por el otro, el incremento de la participación de la deuda en moneda local dentro del conjunto de la deuda pública. La deuda pública se encuentra distribuida en un 47% a tasa fija de interés y un 53% a tasa variable.




* las cifras desde 2005 corresponden a proyecciones del FMI.
**Fuente:** BVQ y BVG.

***Gráfico 13***

**Perú: deuda pública interna y externa (% PIB)***

Los análisis de sostenibilidad de la deuda pública de Perú adelantados por el Fondo Monetario Internacional indican que bajo supuestos razonables de comportamiento de las variables económicas –escenario básico– (ver Gráfico 13) la deuda pública de Perú tenderá a pasar de un nivel del 47,6% del PIB en 2003 a cerca del 32% para 2010. Lo más destacable es que este comportamiento tiende a mantenerse bajo supuestos alternativos de comportamiento de las variables macroeconómicas fundamentales, y aún frente a choques en la tasa real de cambio como los ocurridos en el pasado. La reducción registrada hasta 2006 indica que las proyecciones del FMI se cumplirán con facilidad.

## El endeudamiento interno: aspectos institucionales y técnicos

La emisión de Bonos Soberanos de la República de Perú se realiza a través del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). La información que se presenta a continuación se basa en documentos publicados y emitidos por esta institución.

### *Emisiones de referencia*

En la "Estrategia de Colocaciones y de Operaciones de Manejo de Deuda Pública"[19] se establecía impulsar en tres etapas el mercado local de capitales en soles, con un perfil de endeudamiento óptimo y niveles de riesgo aceptables. En la primera etapa, se colocarían mensualmente títulos de deuda pública de mediano plazo (año y medio; dos; tres; y cinco años) en soles y a tasa fija, para así evitar la saturación del mercado. En una segunda etapa, cuando ya el programa

19 Resolución Ministerial 106-2003-EF/75, del 21 de marzo de 2003.

de colocación mensual esté consolidado, se adicionarían nuevas emisiones de bonos a siete, diez y quince años en soles a tasa fija. La tercera etapa, se llevará a cabo una vez el mercado haya revelado sus preferencias por los títulos más líquidos, los cuales serán elegidos como emisiones de referencia (ver Cuadro 8).

**Cuadro 8 Estrategia de colocación bonos soberanos por etapas**

| Tipo | Tasa fija | Indexados VAC |
|---|---|---|
| Moneda | Nuevos soles | Nuevos soles |
| Cupón % | Fijo por definir en subasta o definido por la DGCP | - |
| Plazos | Proceso gradual | 7; 10 y 15 años |
| Primera etapa | 1, 5; 2; 3 y 5 años. Letras del tesoro (menores o iguales a 1 año) | - |
| Segunda etapa | 1, 5; 2; 3; 5; 7; 10 y 15 años. Letras del tesoro (menores o iguales a 1 año) | - |
| Tercera etapa | Emisiones de referencia | - |
| Pago de cupones | Semestral, base 30/360 | - |
| Plazo mínimo | 1,5 años | 7 años |
| Emisión | - | Semestral |
| Primera etapa | Mensual | - |
| Segunda etapa | Mensual | - |
| Tercera etapa | Mensual o quincenal | - |

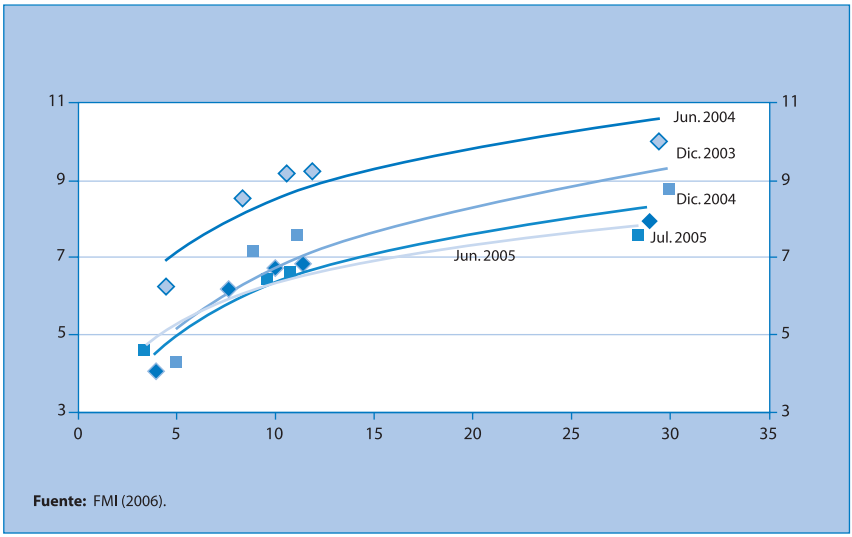
**Fuente:** MEF.

Además de las emisiones de Bonos Soberanos, el MEF emite Letras del Tesoro (LT) con plazos menores o iguales a un año, con el objetivo de desarrollar la curva de rendimiento de corto plazo, administrar la estacionalidad de la caja fiscal y eliminar la política de sobregiros del Tesoro Público. Asimismo, con el fin de reducir el riesgo cambiario y de tasas de interés, aumentar la liquidez de los Bonos Soberanos, reducir el costo de financiamiento de la nación y mejorar el perfil de la deuda (sin aumentar el *stock*) se realizan operaciones de manejo de deuda.

Conscientes de la importancia de una curva de rendimiento de deuda soberana interna, como indicador de tendencia, se desarrolló una metodología que permitiera la construcción diaria de una curva de rendimiento que se difundiera por medio de la página *Web* del MEF, de la Bolsa de Valores y en los sistemas de negociación autorizados. Para la elaboración de la curva de rendimiento se tienen en cuenta los plazos menores o iguales a un año, la tasa de interés interbancaria a un día y los CD del BCRP y, para plazos mayores a un año, las emisiones de Bonos Soberanos.

El Gráfico 14 muestra las curvas de rendimiento de los bonos en moneda local y extranjera para los últimos años, en las cuales se ilustra la reducción sistemática

en el tiempo del costo de la colocación de la deuda pública. Igual comportamiento se registra en la deuda interna. Estos resultados obedecen al marco favorable de políticas macroeconómicas del país.




**Fuente:** FMI (2006).

***Gráfico 14***

**Perú: curvas estimadas de los rendimientos históricos de la deuda externa denominada en dólares estadounidenses**

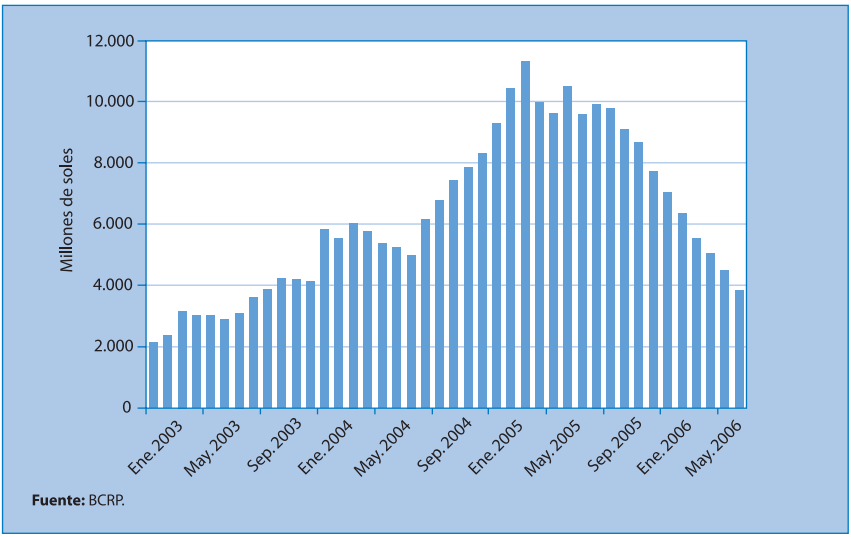
### *Mercado primario*

En el mercado primario de deuda interna actúan dos emisores: por una parte se encuentra el Banco Central de Reservas de Perú (BCRP), que emite certificados de depósito (CD) como instrumentos de política monetaria. Los CD son negociados por el BCRP mediante subastas y a través de operaciones de compra temporal (repos). Estos cubren el tramo de corto plazo de la curva de rendimiento. Las emisiones de CD-BCRP se complementan con las colocaciones en el mercado doméstico de bonos del Tesoro Público (TP). El Gráfico 15 (ver pág. siguiente) muestra la evolución mensual de los CD-BCRP desde enero de 2003 hasta junio de 2006.

El MEF, por su parte, emite bonos bajo dos modalidades. La primera consiste en bonos de carácter específico, es decir, para la implementación de programas de apoyo y de reestructuración del sistema financiero y para atender compromisos especiales. Estas emisiones se realizan tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. La segunda modalidad entró en vigencia en marzo de 2001, cuando se empezaron a emitir Bonos Soberanos, principalmente en moneda nacional y a una tasa fija. Los Bonos Soberanos son nominativos, indivisibles, libremente negociables y están registrados y desmaterializados en la Caja de Valores y Liquidación (Cavali). Las transferencias de los valores que se encuentran registrados en el sistema se pueden realizar mediante registro en esta entidad a solicitud escrita del titular. A través del tiempo se ha logrado colocar Bonos Soberanos con mayores tiempos de maduración.

*Gráfico 15*

**Perú: saldo de los certificados de depósito del BCRP (millones de soles)**




**Fuente:** BCRP.

El MEF emite Bonos Soberanos en el mercado primario a través de la Dirección Nacional de Endeudamiento Público (DNEP), la cual realiza subastas mensuales en las que participan, de manera exclusiva, los Creadores de Mercado (CM) y los Aspirantes a Creadores de Mercado (ACM). El calendario de subastas es emitido a principio de año, y en él se anuncian los montos mínimos mensuales de colocación.

Por su parte, el monto máximo es determinado por la Ley de Endeudamiento. Además, la oferta de los bonos soberanos es anunciada públicamente, con detalle de las características de la emisión y mecanismo de subasta, por la DNEP a través de diversos medios de difusión masiva. El proceso de colocación se realiza por medio del Módulo de Subastas del Sistema de Datos Técnicos S.A. (Datatec) bajo la modalidad de subasta holandesa, a menos que el MEF mediante una resolución dictatorial disponga de otro esquema[20].

Por otra parte, el Programa de Creadores de Mercado (PCM) está conformado por entidades financieras (bancos, financieras y sociedades agentes de bolsa) seleccionadas como CM, y sus principales objetivos son asegurar una demanda constante de Bonos Soberanos en el mercado primario –a través de requerimientos mínimos en cada subasta–, y desarrollar el mercado secundario para aumentar la liquidez de los bonos. Los CM son los encargados de la compra y comercialización de los bonos soberanos y de la elaboración de documentos sobre el análisis

20 Para una descripción detallada del proceso de subastas y el programa de creadores de mercado ver el Decreto Supremo 006-2004-EF (20/ene/04) y la Resolución Ministerial 106-2003-EF/75 (21/mar/03).

de la deuda pública interna. El *status* de CM se concede, para un año calendario, a las instituciones que cumplan con los requerimientos de capital y calificaciones de riesgo determinadas en el reglamento de CM.

El PCM no sólo ha logrado inyectarle mayor liquidez al mercado primario y secundario de renta fija, sino que los Bonos Soberanos a diez años[21], evidencian cómo el sector privado ha empezado a utilizarlos como referencia para sus propias emisiones en el mercado de renta fija, lo que ha empezado a dinamizar y desarrollar el mercado de más largo plazo.

Por otro lado, en la medida en que el manejo monetario continúe generando una gradual –aunque lenta– migración hacia activos en moneda local, el desarrollo de un mercado de deuda pública interna permitirá reducir el riesgo de descalce en monedas que aún se observa en la deuda pública. A manera de conclusión, cabe destacar que la combinación del PCM, el sistema de administración de pasivos y las iniciativas para desdolarizar la economía han contribuido al desarrollo del mercado de bonos públicos en los últimos años.

***Mercado secundario***

Los agentes colocadores en el mercado secundario son las instituciones financieras que participan como CM o ACM, las cuales se rigen bajo el reglamento del PCM. Está compuesto por los mercados de primer y segundo nivel que se desarrollan por medio de Sistemas Centralizados de Negociación aceptados por el MEF-DGCP.

En el primer nivel, participan sólo bancos a través de sistemas centralizados de negociación como Datatec, Mercado Abierto de la Bolsa de Valores de Lima (MABVL), CIMD u otros sistemas que dispongan de líneas de crédito para la comercialización de los bonos. Lo anterior, con el objetivo de disminuir el riesgo de contrapartida y aumentar la comercialización de títulos. En un futuro se espera llegar a un mercado ciego, tanto en la negociación como en el cumplimiento, para así garantizar transparencia en la formación de precios. Sin embargo, mientras no se implemente un sistema de entrega contra pago es posible que el sistema no sea ciego en el cumplimiento.

En el segundo nivel participan, de forma directa o indirecta, además de los bancos, las SABs, AFPs, las aseguradoras, las empresas públicas, los fondos mutuos y los pequeños y medianos inversionistas. Las operaciones se realizan a través de la Rueda de Bolsa, Datatec, el MABVL, el CIMD y otros que sean aceptados por el MEF-DGCP. Estos sistemas (con excepción de la Rueda de Bolsa) deben tener una

21 Para una descripción detallada del proceso de subastas y el programa de creadores de mercado ver el Decreto Supremo 006-2004-EF (20/ene/04) y la Resolución Ministerial 106-2003-EF/75 (21/mar/03).

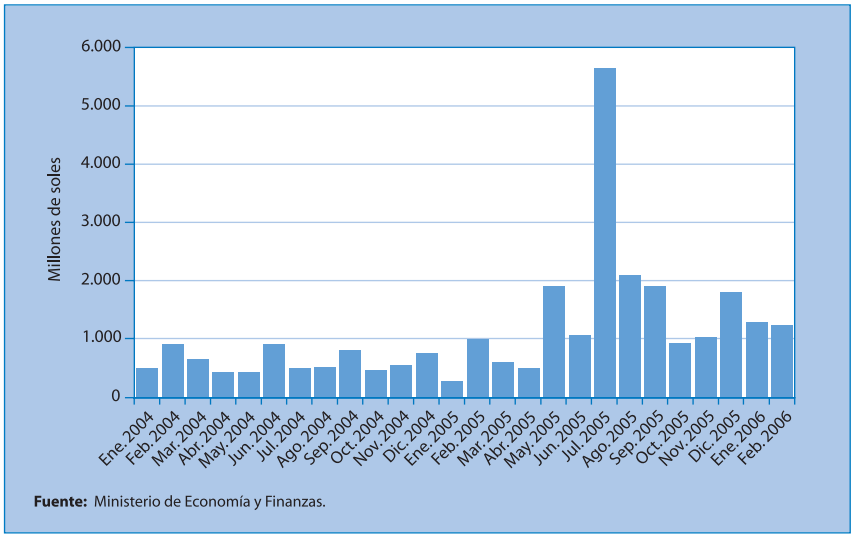
pantalla donde se muestren exclusivamente las operaciones del segundo nivel a la que puedan acceder los inversionistas institucionales además de los bancos.

Durante 2004 continuó aumentando la demanda de los inversionistas por los Bonos Soberanos de mediano plazo en el mercado secundario, tanto en el primer nivel como en el segundo. Lo anterior, representa una mayor dinámica en el mercado de renta fija, pero los volúmenes negociados en el primer nivel siguen teniendo una baja participación (8%) del total transado en el mercado secundario. En el segundo nivel se observó una preferencia marcada por el bono de AGO06, considerado como referencia o *benchmark* de mediano plazo.Tal como se muestra en el Gráfico 16, los montos negociados en el mercado secundario se han duplicaron durante 2005 y 2006.

Una reforma bursátil de principios de los años noventa y sucesivas mejoras posteriores permitieron resultados notables en montos negociados, número de agentes de bolsa, difusión de información, supervisión, eficiencia transaccional y presencia de inversionistas extranjeros, entre otros aspectos. Adicionalmente, la reforma del sistema de pensiones y la creación de una clase activa de inversionistas institucionales (AFP), así como el desarrollo de Fondos Mutuos contribuyeron a esta tendencia.

**Gráfico 16**

**Perú: monto mensual de bonos negociados en mercado secundario (millones de soles)**




**Fuente:** Ministerio de Economía y Finanzas.

### *Base de inversionistas*

La creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) como una de las principales clases de inversionistas institucionales ha generado demanda local por deuda pública interna. De otro lado, la creación del Sistema Privado de Pensiones (SPP) dio lugar a los bonos de reconocimiento de la deuda que migra desde el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) hacia el SPP. La creación del SPP,

Fondos Mutuos y, más recientemente, de Fondos de Capital de Riesgo complementan el desarrollo notable de los sectores bancario y bursátil. No obstante, a los avances observados desde inicios de los años noventa, la actividad financiera en general sufrió un deterioro significativo hacia finales de la misma en respuesta a diversos factores: choques externos[22], Fenómeno de El Niño, incertidumbre política y reducción de IED hacia la región.

La banca mantiene su rol protagónico en el mercado financiero del país. Es conocido que el desarrollo de los mercados de capitales –con avances en el frente institucional, regulatorio, de transparencia y asimetría informativa, de eficiencia transaccional y operativa y de gobierno corporativo, entre otros–, contribuye a mejorar el entorno de negocios y a generar mayor competencia al sistema bancario. Sin embargo, el mercado de capitales en Perú (Bolsa de Valores, Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos y Fondos de Capital de Riesgo) no alcanza un nivel adecuado de profundidad, ni muestra señales que permitan proyectar mejoras notables para alcanzar importancia parecida al sistema financiero.

En la medida en que el crecimiento de las AFP se mantenga expuesto a iniciativas gubernamentales que lo limiten o reviertan, la fuente principal de desarrollo de mercados de capitales en el país serían los Fondos Mutuos. Adicionalmente, la actividad en Fondos de Capital de Riesgo –aún cuando es favorable– es incipiente. La Bolsa de Valores de Lima continúa compuesta, esencialmente, por un conjunto relativamente pequeño de emisores primarios, principalmente corporaciones y concentrada en pocos sectores económicos. No se registra presencia importante de empresas medianas y el ahorro interno no creció lo suficiente, como para generar demanda local que permita mitigar la vulnerabilidad a los flujos de capitales internacionales.

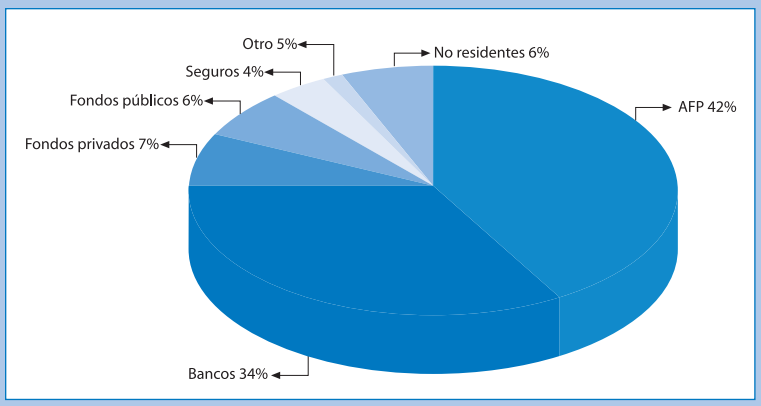
Si se observa la tenencia de Bonos Soberanos de acuerdo a las diferentes maduraciones, las empresas aseguradoras muestran una marcada preferencia por inversiones de corto plazo, mientras que las AFP han ayudado a desarrollar el mercado de largo plazo. Sin embargo, las AFP y los bancos siguen concentrando alrededor del 76% emitido. Los fondos privados y públicos han disminuido su participación desde marzo de 2004 alcanzando 13,2% del total emitido a marzo de 2006 (ver Gráfico 17).

El mayor emisor de valores en renta fija sigue siendo el sector privado con más del 50% de participación. Sin embargo, el sector público ha venido presentando crecimientos acelerados, explicados en buena parte por la emisión de Bonos Soberanos. Adicionalmente, los instrumentos de renta fija privados han respondido a la dinámica del mercado generada por la inclusión de las AFP e instituciones bancarias.

22 Efecto-Rusia, y efecto-Brasil, con transmisión por recorte de tasas de interés y devaluación.

**Gráfico 17**

**Perú: tenencia de bonos soberanos (marzo 2006)**




**Fuente:** Ministerio de Economía y Finanzas.

***Infraestructura***

Para que las transacciones de Bonos Soberanos sean aceptadas y utilizadas por el MEF en el programa de CM, los sistemas de negociación deben ser autorizados por esta institución, además de ser sistemas ciegos en el primer nivel del mercado secundario –tanto en la negociación como en el cumplimiento– y ciegos en la negociación en el segundo nivel. Se requieren sistemas de aplicación automática, que permitan la verificación del cumplimiento de las operaciones en las condiciones pactadas en la negociación, que cuenten con un reglamento de operaciones para los procesos autorizados de negociación y cumplimiento, y que establezca condiciones para su incumplimiento.

Si se trata de actuaciones en nombre propio, en el primer nivel del mercado secundario, deberán estar circunscritas exclusivamente a las entidades participantes del PCM. Los sistemas deben permitir el acceso exclusivamente a los participantes del PCM y al MEF al primer nivel del mercado secundario para realizar operaciones y utilización de información. Adicionalmente, deben permitir el acceso a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), al BCRP y la Superintendencia de Banca y Seguros para el proceso de inspección y vigilancia.

El manejar múltiples sistemas de negociación persigue: i) evitar preferencias *ex ante* del MEF por un sistema específico y ii) eliminar la dependencia de un único sistema, al tiempo que fomenta la competencia. Al final se espera que los agentes del mercado revelen sus preferencias por cada uno de los sistemas.

***Marco legal y regulatorio***

La República de Perú[23] es la única institución autorizada para emitir bonos soberanos. Estas emisiones se encuentran restringidas por las leyes anuales de endeudamiento, en las cuales se determinan los montos máximos de deuda interna y externa autorizados por el Congreso de la República, las cuales deben armonizar con la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal. Las operaciones de endeudamiento comprendidas en las leyes de endeudamiento se aprueban mediante decreto supremo, con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros, refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas y por el Ministro del sector correspondiente.

Por otra parte, las entidades encargadas de la supervisión y vigilancia, tanto del mercado primario como secundario de deuda pública, son la Conasev[24], el BCRP y la Superintendencia de Banca y Seguros. La Conasev actualmente se rige por la Ley Orgánica (Decreto Ley 26126 del 30/12/92), la cual establece como su finalidad la de promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normas de contabilidad. Además, de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores[25] , la Conasev es la institución pública encargada de la supervisión y control del cumplimiento de dicha ley.

La Superintendencia de Banca y Seguros es una institución autónoma cuyo objetivo es proteger los intereses del público en el ámbito de los sistemas financieros y de seguros. Le otorga facultades para la supervisión y regulación y, le obliga a suministrar diariamente información sobre sus actividades y así permitir una actualización constante del registro. Adicionalmente, la Superintendencia debe supervisar el cumplimiento de la Ley Orgánica y disposiciones complementarias del Banco Central.

Finalmente, los instrumentos monetarios, así como sus sistemas de pago se encuentran regulados por circulares del BCRP.

***Deuda subnacional***

La Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal reguló las finanzas públicas subnacionales desde su emisión en 2002. En ésta se establecieron las reglas fiscales para los gobiernos subnacionales, tales como imponer el aval del Estado para las operaciones endeudamiento de los gobiernos regionales y locales, exigir que cada ente territorial demuestre su capacidad de repago de los créditos, limitar el endeudamiento sólo a proyectos de infraestructura pública y determinar que la relación del saldo de deuda a ingresos corrientes no sea superior al 100%, entre otros.

---

23 Para una descripción completa de las características de los bonos soberanos, remítase a este decreto.
24 Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.
25 Decreto Legislativo 861.

Como el proceso de descentralización en Perú está en su etapa inicial, la emisión de deuda por parte de los entes territoriales no ha sido muy dinámica. Sin embargo, el gobierno ya ha estructurado un marco legal y regulatorio con el objetivo garantizar la sostenibilidad del sistema. En efecto, la implementación de la Ley de Descentralización Fiscal se desarrolló mediante regulaciones a mediados de 2005, con el fin de promover un proceso cauteloso de descentralización que no atente contra el equilibrio fiscal.

## Venezuela

### Política económica

El clima de polarización política que ha caracterizado a Venezuela en los últimos años se ha reflejado claramente en una mayor vulnerabilidad e inestabilidad de su economía. Como se observa en el Cuadro 9, luego de una leve recuperación posterior a la severa recesión registrada en 1999, la economía volvió a registrar una fuerte caída en los años 2002 y 2003, para recuperarse nuevamente en respuesta –básicamente– al aumento de la producción petrolera y de los precios de los hidrocarburos.

El gran reto que enfrenta la economía venezolana es, según se desprende, lograr un crecimiento estable y sostenido hacia el futuro a través de la recuperación de la confianza y la reducción de la volatilidad que le ha impreso el panorama político, todo ello en el marco de reformas estructurales importantes.

***Política fiscal***

Tal como lo indica el Cuadro 9, el sector público consolidado registró el déficit más elevado en 2001 (4,5% del PIB). Las mejoras que se observan desde 2003 reflejan básicamente los altos precios de los hidrocarburos, lo cual revela la alta dependencia estructural de la gestión fiscal en Venezuela respecto al comportamiento del mercado petrolero.

Por otra parte, la recuperación fiscal de los últimos años ha sido lenta frente al auge observado en los precios del petróleo, lo que refleja un crecimiento significativo del gasto público. En este sentido, la vulnerabilidad fiscal del país es muy elevada y hace patente la necesidad de reducir el déficit no petrolero en el mediano plazo para asegurar la sostenibilidad fiscal. Se estima que para reducir el déficit fiscal (neto de petróleo) se requeriría adoptar medidas importantes de ingresos y/o de reducción de gastos.

Según el Fondo Monetario Internacional, entre las medidas que deberían adoptarse para consolidar una estrategia de esa naturaleza están el incremento de los precios de la gasolina de consumo interno a niveles de exportación, la introducción de nuevos impuestos al consumo, el fortalecimiento de la administración tributaria y la re-

ducción de las exenciones al IVA, entre otros. Cabe señalarse que, en este sentido, se han logrado algunos avances importantes en los sistemas de fiscalización y recaudación tributaria en los últimos años. Adicionalmente, también debería mejorarse el funcionamiento del Fondo de Estabilización Petrolera (FMI, 2003).

**Cuadro 9 Venezuela: indicadores económicos y financieros (%)**

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB real (crecimiento anual)** | 06,4 | 00,3 | -06,0 | 03,7 | 03,4 | -08,9 | -07,7 | 17,9 | 09,3 |
| **IPC ( final del período)** | 37,7 | 29,9 | 20,0 | 13,4 | 12,3 | 31,2 | 27,1 | 19,2 | 14,4 |
| **Tasas de interés (fin período)** | | | | | | | | | |
| Préstamos bancarios | 25,2 | 44,1 | 28,1 | 22,0 | 27,7 | 33,9 | 19,9 | 16,2 | 14,8 |
| Depósitos bancarios | 17,0 | 35,5 | 17,3 | 13,5 | 19,5 | 26,1 | 11,1 | 14,8 | 11,0 |
| **Balance fiscal sector público (% PIB)** | | | | | | | | | |
| **Calidad de activos** | 03,6 | -06,0 | 00,7 | 04,3 | -04,5 | -01,4 | 00,2 | -02,4* | 02,1* |
| *Nonperfoming loans /* Préstamos totales | 02,2 | 04,2 | 05,7 | 05,5 | 05,6 | 07,5 | 05,0 | 01,8 | 00,8 |

**Nota:** *cifras provisionales.
**Fuente:** BCV y Sudeban.

***Política monetaria y cambiaria***

Luego de perder cerca de US$ 1.500 millones de reservas internacionales a comienzos de 2002, las autoridades venezolanas anunciaron la sustitución del régimen vigente de banda cambiaria por un sistema de tasa de cambio flexible, junto al establecimiento de un régimen de control de cambios. Éste se halla administrado por la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi), que retiene el monopolio actualmente del mercado cambiario y administra la entrega de divisas al tipo de cambio oficial, a través de los intermediarios financieros autorizados –bancos, casas de bolsa y corretaje de valores. Las únicas operaciones permitidas fuera del mercado administrado por Cadivi son aquellas relativas a Títulos Valores Públicos denominados en moneda extranjera pero deben ser, en todo caso, realizadas por medio de aquellos intermediarios.

Estas operaciones son la referencia del tipo de cambio no oficial. La instrumentación del control de cambios permitió una recuperación importante en el nivel de reservas internacionales y, al mismo tiempo se produjo una depreciación de la tasa de cambio nominal que alcanzó más del 40% para julio de ese año.

A partir de 2003, y según se registraba la recuperación del nivel de reservas –ya para abril de 2004 las mismas alcanzaban US$ 23 mil millones–, el esquema de restricciones a los flujos de capital definido por el control cambiario comenzó a flexibilizarse, a través de una mayor agilidad en los trámites administrativos para la entrega efectiva de las divisas aprobadas. Ya para el año 2005 las diferencias entre los montos aprobados de entrega de divisas por parte de Cadivi y la liquidación efectiva de las mismas por parte del Banco Central de Venezuela (BCV) era mínima.

La política monetaria es conducida por el BCV a través –en el caso de la necesidad de absorción monetaria– de la emisión de Certificados de Depósito a muy corto plazo –a partir de 28 días–, así como de operaciones de compra de Vebonos con pacto de reventa para el caso de necesidad de inyección monetaria. El BCV realiza también operaciones de mercado abierto (OMA) con Vebonos, y está facultado para otorgar asistencia financiera a la banca a través de operaciones de descuento, redescuento, anticipos y reporto por plazos de hasta dos años. Adicionalmente, el BCV fija las tasas de interés máximas activas y pasivas del mercado monetario, lo cual realiza en referencia a las tasas vigentes de sus operaciones de asistencia crediticia a la banca.

***Sector financiero***

La desmonetización y el alza en las tasas de interés que se registraban en la economía venezolana, ya desde finales de la década de los noventa, tuvieron un impacto adverso en el sector financiero. Entre el periodo 2000 y 2002 se desmejoró la calidad de los activos y se elevó el índice de cartera morosa con relación a los depósitos totales. También se registró una caída de los préstamos al sector privado. De 104 bancos que Venezuela tenía en 1997, sólo quedaban 59 para fines de 2002. De otra parte, se evidencia que aunque en principio los indicadores de solvencia parecían adecuados –con una relación promedio de capital a activos totales sujetos a riesgo del 19,8% a fines de 2002, muy por encima de los mínimos de Basilea–, cerca del 25%-30% de los bancos de tamaño mediano y pequeño continuaban teniendo problemas de adecuación de capital (IMF, 2003).

Un análisis de la economía venezolana realizado a mediados de 2004, (*Latin Source*, 2004)[26] resaltaba el estrecho vínculo existente entre sector financiero y el manejo de la deuda pública en Venezuela. Se observaba así, que el sector financiero mantenía una gran parte de sus recursos en deuda pública, para compensar el escaso crecimiento del crédito productivo, asociado a la ya referida lenta actividad de la economía durante esos años.

26 A juicio de los expertos este análisis sigue siendo válido en 2006.

No obstante, el sector financiero evidencia una notable recuperación en los últimos años. Según el Cuadro 9, la calidad de los activos ha mejorado. Los indicadores de utilidades bancarias han sido altos principalmente en razón de las ventajas fiscales en las inversiones en papeles oficiales, y del impacto de la devaluación oficial en el rendimiento de éstos. Al cierre de 2005 el ROE fue del 32,6% y el ROA del 3,7%.

Actualmente existe el temor en el ámbito bancario por la posible aprobación de una reforma a la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras que obligaría a los bancos a extender créditos dirigidos a microempresas por el 10% de su cartera total de préstamos.

**Evolución y perspectivas de la deuda pública interna**

Según el Gráfico 18, la deuda pública con relación al PIB se redujo del 46% en 2003 a cerca del 33% en los dos años posteriores. Esto se atribuye a la recuperación registrada en los ingresos fiscales y el crecimiento de la economía venezolana.

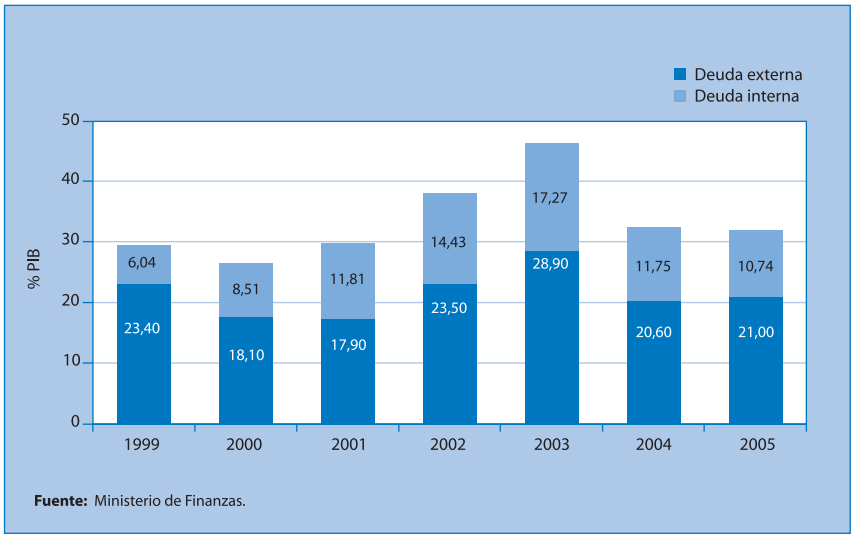
Otro aspecto sobresaliente del manejo de la deuda pública es la relativa facilidad con que el gobierno ha logrado cubrir las necesidades de financiamiento público sin recurrir al mercado internacional. Ello ha sido posible porque la lentitud del crédito bancario de los últimos años, en un contexto de acumulación de liquidez derivada del control cambiario, ha llevado a los bancos a invertir sus reservas excedentes en la adquisición de títulos de deuda pública.

La sostenibilidad de la deuda pública y las perspectivas del mercado de deuda pública interna en Venezuela son, sin duda, temas muy atados al comportamiento del mercado petrolero. Este último, según se ha dicho, ha constituido una fuente primordial en el financiamiento del gasto público –particularmente en los últimos años– que ha limitado el recurso al endeudamiento. Así, las cifras disponibles presentadas en el Gráfico 18 indican que la deuda pública total en Venezuela se ha mantenido a niveles inferiores a los de otros países andinos, y dentro de niveles relativamente estables. Su nivel relativo al PIB ha fluctuado desde 1997 en torno a un nivel promedio aproximado al 40%, ubicándose para 2005 en cerca del 33%.

En términos de la estructura del endeudamiento público se encuentra que cerca de dos terceras partes han estado representados por deuda externa. La deuda pública externa se situó en 2005 alrededor del 21% del PIB y, por lo demás, ha sido contratada a mediano y largo plazo. El porcentaje de endeudamiento de corto plazo dentro de la deuda externa pública total, apenas ha ascendido a cerca del 4% del total. En cuanto a la deuda pública interna, los datos muestran que en los últimos años ésta ha sido cercana al 10% del PIB.

*Gráfico 18*

**Venezuela: deuda pública interna y externa (% PIB)**




**Fuente:** Ministerio de Finanzas.

## El endeudamiento interno: aspectos institucionales y técnicos

La emisión de deuda pública en Venezuela es realizada a través del Ministerio de Finanzas. La información que se presenta a continuación se fundamenta en documentos publicados y emitidos por esta institución.

### *Emisiones de referencia*

La deuda pública interna está compuesta por Letras del Tesoro a 90 días, Bonos de Deuda Pública Nacional (DPN) y Vebonos[27]. Recientemente no se están ofertando bonos de DPN, sino únicamente Letras y Vebonos debido a la estrategia del Ministerio de Finanzas de alinear y homogeneizar los cupones y rendimientos de todos los títulos de la deuda publica interna (programa de reordenamiento de la deuda interna) en torno a las Letras del Tesoro a 90 días.

En este sentido, el cupón de los Vebonos se encuentra atado al rendimiento de las Letras del Tesoro (por lo general igual al promedio del rendimiento de las letras durante las tres semanas anteriores más un determinado margen), mientras que el correspondiente a los DPN se ajusta en función de la tasa activa promedio del mercado financiero (TAM). La política, en consecuencia, se ha orientado a sustituir los montos restantes de DPN en circulación por Vebonos.

En el mercado se cuenta con dos emisiones de referencia. Las primeras son las Letras del Tesoro a 90 días, las cuales son colocadas a descuento por la Tesorería

27 Estos últimos comenzaron a emitirse en el año 2001.

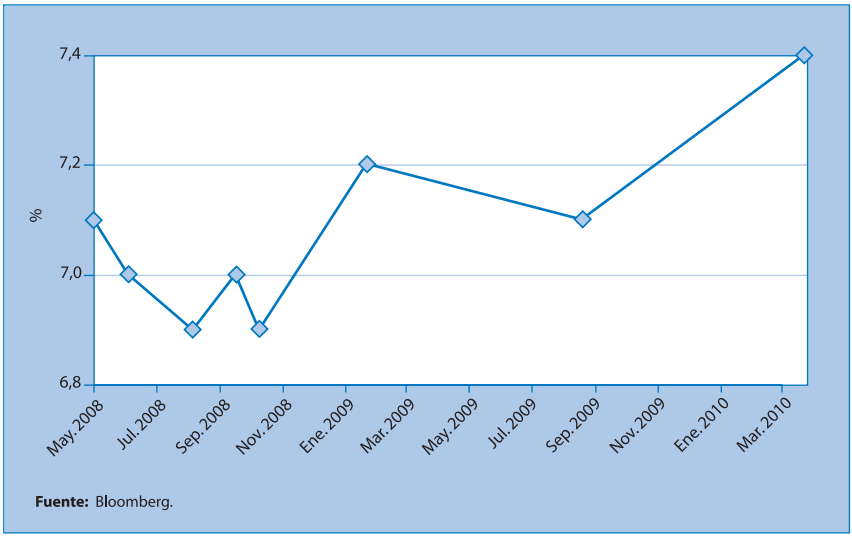
Nacional para atender insuficiencias transitorias de caja y mantener un ritmo normal de pagos durante un determinado ejercicio presupuestario. Y en segundo lugar, el Banco Central de Venezuela (BCV) tiene una mesa de absorción en la que coloca papeles a dos plazos, 56 y 91 días.

El Ministerio de Finanzas ha hecho un esfuerzo por construir una curva de rendimiento en bolívares, dólares y euros, según una metodología propia. Los cálculos[28] indican una cierta tendencia a la reducción en el costo del financiamiento en bolívares y estabilidad en el financiamiento en dólares y euros. Debe señalarse, sin embargo, que los cálculos adolecen de la ausencia de referencias de largo plazo al no existir papeles de larga maduración (por ejemplo a 30 años, como sería recomendable).

Por otro lado, pero en esta misma línea, tomando las Letras del Tesoro como base y calculando el rendimiento corriente (cupón entre precio) se obtiene la curva de rendimiento corriente para los Vebonos (ver Gráfico 19).

**Gráfico 19**

**Venezuela: rendimiento corriente de los Vebonos (%)**




**Fuente:** Bloomberg.

### *Mercado primario*

#### Subastas

El gobierno, a través del Ministerio de Finanzas, realiza semanalmente subastas de Bonos y Letras del Tesoro según esquema holandés. Para ello se ofrece, a través de la página *Web* del Reuter, una cantidad determinada especificando única-

28 Informe Venezuela. Ministerio de Finanzas, junio 2006.

mente el monto (sin especificar el rendimiento). Los inversionistas (bancos, casas de bolsa y compañías de seguro) hacen sus ofertas de rendimientos y el gobierno puede decidir tomar la oferta o no a discreción, lo que significa que la convocatoria puede ser declarada desierta.

Si la subasta se declara desierta, el gobierno puede optar por entregar los títulos directamente como pago a distintos organismos, institutos autónomos, contratistas, entre otros, en lugar de cancelar los compromisos con moneda local. También puede realizar adjudicación directa o realizar posteriormente otras subastas.

Desde el año 2001, el Ministerio de Finanzas mantiene una oferta pública semanal de Letras del Tesoro en el mercado doméstico a plazos de 91, 182, 273 y 364 días. Recientemente el volumen ofrecido es constante, de esta forma, es casi predecible que se convoca a 58 mil millones a 91 días, 18 mil millones a 182 días, y 19 mil millones a 273 y 364 días. En la actualidad, todos los títulos son electrónicos y se manejan a través de un sistema propio del Ministerio, o a través de la Bolsa de Valores de Caracas.

### Colocaciones privadas *(private placements)*

En Venezuela no se realizan este tipo de operaciones. Sin embargo, en escasas ocasiones el gobierno hace pagos directos con bonos (por ejemplo a consultoras) al precio que éstos registran en el mercado secundario.

#### *Mercado secundario*

En el mercado secundario los papeles se cotizan a través de la Bolsa de Valores de Caracas, la cual se encuentra completamente automatizada. Este mercado ha estado muy activo en los últimos años debido, entre otras cosas, al aumento de liquidez que hay en el sistema producto del control de cambio vigente.

En el Gráfico 20 se puede observar que la participación de valores públicos en el total de los valores transados en la Bolsa de Valores de Caracas ha sido bastante variable a lo largo del período 1995-2005. Así, de representar 94% en 1995, descendió a 10% en 2000 y se ubicó en alrededor del 40% en 2005. A excepción de 2003, los valores públicos negociados en la BVC se encontraban concentrados en mayor proporción en Bonos *Brady*.

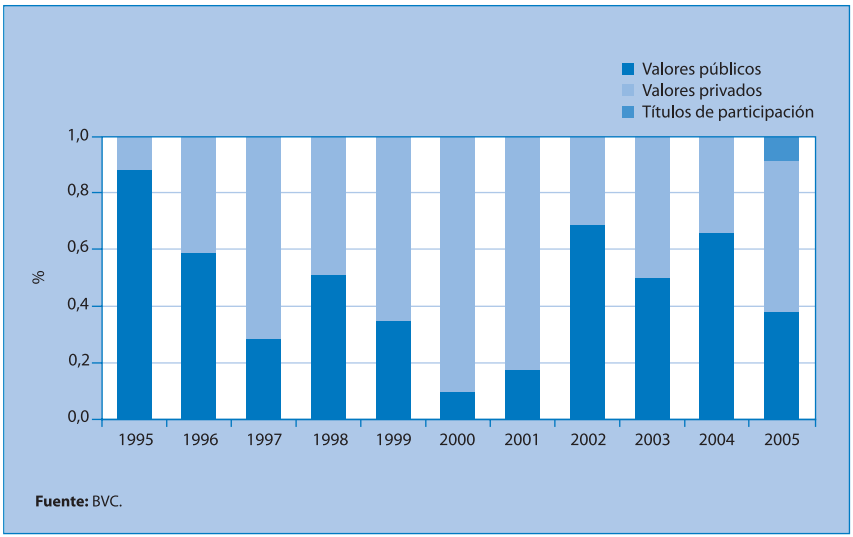



**Gráfico 20**

**Venezuela: estructura de valores negociados en la Bolsa de Valores de Caracas (%)**

***Base de inversionistas***

La automatización del mercado ha permitido una expansión importante en la base de inversionistas. Cuando el mercado no era electrónico, la base estaba compuesta por pocos bancos comerciales, pero luego de la implementación de tecnología en el sistema se incorporaron nuevos bancos, casas de bolsa y compañías de seguro e incrementaron su participación.

Un aspecto a resaltar en los últimos años ha sido el crecimiento de los inversionistas minoristas. Éste comenzó en 2001 cuando se crearon los Vebonos para cancelar pasivos laborales del sector universitario, dando lugar al desarrollo de un mercado secundario importante de pequeños inversionistas. Además, mediante casas de bolsa, cualquier persona que disponga de un millón de bolívares puede acceder a comprar Letras del Tesoro a través de alguna casa de bolsa –aunque para una subasta lo mínimo que se puede ofertar es diez millones de bolívares. En un esfuerzo por incentivar los pequeños inversionistas a participar en el mercado, actualmente se les otorga acceso preferencial y se les permite ser los primeros en comprar. Además se está intentando listar cada vez mayores títulos públicos de renta fija en la bolsa debido al éxito que han tenido y ofrecer mayores posibilidades a los pequeños inversionistas.

A diferencia de los otros países andinos, en los que el gobierno ha recurrido a las AFP para colocar bonos de largo plazo, en Venezuela aún no se ha aprobado la ley para los fondos de pensiones. Este sector institucional carece por ahora, por tanto, de relevancia en el mercado de deuda pública, aunque algunas cajas de ahorro invierten en este tipo de títulos.

***Infraestructura***
En general los sistemas son bastante modernos. El Ministerio de Finanzas ha invertido muchos recursos en actualizar sus sistemas de emisión, registro y manejo de deuda pública y actualmente son completamente electrónicos. Esto es así también en la banca, las casas de bolsa y la Bolsa de Valores de Caracas y todo el resto del sistema financiero.

***Marco legal y regulatorio***
En Venezuela existe un marco legal y regulatorio que reglamenta las actuaciones en el mercado de deuda. Así, se tiene la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras y la Ley del Mercado de Capitales. Sin embargo, la ley que precisa y define la autoridad del gobierno como prestatario es la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público. Cabe anotar, que el papel de los intermediarios no está regulado en ninguna ley.

Con respecto a las restricciones que enfrenta el Ejecutivo para endeudarse, la legislación vigente no establece un tope máximo de endeudamiento externo e interno, pero las condiciones financieras de las operaciones individuales de endeudamiento externo deben ser aprobadas por el órgano legislativo. Adicionalmente la nueva Ley Orgánica de Administración Financiera exige "establecer los límites máximos de gasto y endeudamiento que hayan de contemplarse en los presupuestos nacionales para un período de tres años, los indicadores y demás reglas de disciplina fiscal que permitan asegurar la solvencia y sostenibilidad fiscal y equilibrar la gestión financiera nacional en dicho período, de manera que los ingresos ordinarios sean suficientes para cubrir los gastos ordinarios".

El presupuesto –incluido el endeudamiento– debe ser aprobado por la Asamblea Nacional. Ésta sólo puede introducir enmiendas al presupuesto con la aprobación del Ejecutivo. Una vez que el presupuesto es aprobado, sólo puede ser modificado –incluyendo nuevas emisiones de deuda– por iniciativa del Ejecutivo, pero con aprobación de la Asamblea Nacional. En ambos casos, es un solo comité (Comisión de Finanzas) en el seno de la Asamblea, el que analiza el presupuesto entregado por el Ejecutivo. Esta comité normalmente escucha opiniones de otras comisiones de la Asamblea, pero toma sus decisiones independientemente.

***Deuda subnacional***
Teóricamente, las regiones necesitan la aprobación del gobierno central y de la Asamblea Nacional para emitir deuda y ésta sólo puede ser interna. En la práctica, sin embargo, las regiones no han hecho uso de este mecanismo y no existe deuda subnacional en circulación.

## Balance

### Cumplimiento de los requisitos macroeconómicos

Procede en este acápite final hacer un balance de los resultados encontrados, no sin antes destacar que, además de los requisitos económicos e inclusive antecediendo a éstos se encuentra el tema de la estabilidad política como el principal de todos. En la región andina, las mejores perspectivas de crecimiento se ven afectadas y condicionadas por la incertidumbre política que rodea algunos de los gobiernos de la región, no obstante que las elecciones en varios de ellos se han venido desarrollando sin problemas.

A manera de introducción cabe señalar que el crecimiento económico de la región ha comenzado a recuperarse, luego de la recesión registrada en varios de los países en el período 2001-2002. Esta recuperación inicialmente estuvo marcada por el crecimiento de las exportaciones, y más recientemente por la recuperación de la demanda interna en la medida que se mejoró la confianza, se restableció el acceso a los mercados y se redujeron las tasas de interés. Esta aceleración de la producción ha sido especialmente notoria en los países andinos, que pasaron de un crecimiento conjunto cercano a cero en 2002 a uno de más del 5% para 2004-2005. A pesar del mejoramiento en las condiciones económicas, el desempleo en la región se mantiene, sin embargo, en niveles altos y la desigualdad y la pobreza son aún muy significativas.

Aunque los temas de las finanzas públicas y del manejo de la deuda se analizaron en detalle para cada uno de los países, cabe anotar a forma de resumen global que pese la adopción de leyes de responsabilidad fiscal en la mayoría de los países, y de los ajustes realizados que han permitido reducir los déficit fiscales, todavía se requieren esfuerzos adicionales de ajuste fiscal para estabilizar la deuda de manera sostenible a mediano plazo. La aceleración del crecimiento económico y las medidas adoptadas han contribuido al mejoramiento de la situación fiscal particularmente en los dos últimos años.

Para el caso de Bolivia se concluye que no se vienen cumpliendo adecuadamente los requisitos para el desarrollo del mercado de valores y de la deuda pública interna. Las finanzas públicas continúan registrando un déficit frente al PIB, dando lugar a un crecimiento de la deuda pública por encima de lo proyectado. El apoyo internacional a los países pobres altamente endeudados mediante la condonación parcial de la deuda –que incluye aquella con los organismos multilaterales de crédito acordada en 2006– ha reducido el problema del sobreendeudamiento, pero no por la vía del ajuste de las finanzas públicas.

Por el lado monetario, si bien es cierto que la inflación se ha mantenido bajo control, la realidad es que la economía está altamente dolarizada y, en tales circuns-

tancias, no ha sido posible desarrollar adecuadamente el propio mercado de dinero en moneda local. La prioridad de las autoridades es inducir, por la vía del mercado, un proceso gradual de desdolarización. No obstante, hasta el presente los mecanismos ofrecidos de depósitos a término indexados a la inflación (UFV) no han tenido aceptación.

Por otra parte, el sector financiero sigue registrando altos índices de cartera incobrable. A todo esto se une una situación política todavía muy inestable, aunque el país ha registrado éxitos como el referendo y la reciente aprobación por parte del Congreso de la reforma constitucional propuesta por el presidente Evo Morales.

La principal prueba del incumplimiento de los requisitos para el desarrollo del mercado de valores es el poco desarrollo que ha tenido el mercado bursátil y el mercado de bonos públicos, que sólo ha permitido cubrir el 20% de la deuda y en condiciones semi-forzosas. Aunque la información disponible indica un gran crecimiento en la participación de la deuda pública interna dentro del total, ésta se hizo de manera relativamente obligada mediante acuerdos entre el gobierno y los fondos de pensiones.

El caso de Colombia indica que los requisitos macroeconómicos para el desarrollo de un mercado de deuda pública se vienen cumpliendo de manera creciente. Respecto a la política fiscal, el gobierno ha venido adoptando una serie de reformas tributarias que le han permitido elevar los recaudos respecto al PIB. No obstante, la estructura tributaria es todavía deficiente en la medida que los recaudos se han fundamentado de manera creciente en el Impuesto a las Transacciones Financieras y en tributación a las utilidades de las empresas, y sólo en menor medida en la eliminación de exenciones al Impuesto a la Renta y al Impuesto al Valor Agregado, como lo recomiendan los estudios Cárdenas *et al* (2006) y FMI (2006).

Al inicio de su nueva administración, el presidente Uribe presentó al Congreso en el segundo semestre de 2006 una reforma estructural en dicha dirección. Dentro del programa para 2006 se encuentran una reforma al régimen de transferencias públicas y una reforma financiera. En cuanto a la política monetaria, se adoptó exitosamente el esquema de inflación objetivo, y el Banco Central ha contribuido a desarrollar un mercado eficiente de dinero y el mercado secundario de bonos públicos. En cuanto al sector financiero, éste se ha recuperado de la crisis de 1999 y tiene una estructura abierta y competitiva, y registra márgenes de utilidad similares a los países desarrollados. Otros requisitos para el desarrollo del mercado de deuda pública, como lo es la necesidad de un gobierno estable tienen pleno cumplimiento en Colombia, pese a los problemas de inseguridad interna. El mercado de deuda pública interna ha tenido un gran desarrollo.

En el caso de Ecuador, éste inició su etapa de recuperación económica desde el año 2000, cuando adoptó el esquema de dolarización. La revisión de la situación de las finanzas públicas indica que éstas se encuentran en una posición sólida, gracias a los ingresos del petróleo. Lo más importante hacia el futuro es el compromiso del país, a través de su Ley de Responsabilidad Fiscal, de seguir ajustando el gasto público para lograr una reducción de la deuda pública con relación al PIB al 40%. La ley impone un tope de crecimiento anual a los gastos y exige una disminución anual en el déficit. Aunque ésta preveía que el 70% de los ingresos fiscales que surgiesen por concepto del petróleo se debían dirigir al repago de la deuda pública –que es una de las más altas entre los países de América Latina–, este compromiso se vio diluido recientemente.

Con relación al sector financiero, éste ha tenido una gran recuperación luego de la crisis ocurrida en 1999. Se han reducido los índices de cartera incobrable y desde 2002 los bancos registran utilidades. Existe el inconveniente que bajo el régimen de la dolarización el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia para extender apoyos de liquidez a la banca.

En líneas generales se concluye que Ecuador se encuentra fortaleciendo su política macroeconómica, con lo cual está comenzando a cumplir con los requisitos para el desarrollo del mercado de capitales. La revisión de lo ocurrido recientemente en el mercado bursátil y en el de deuda pública indica que el mercado de valores es todavía muy incipiente.

Con relación al mercado de deuda pública debe destacarse que la deuda pública interna representa el 20% de la deuda pública total en un país con un muy alto endeudamiento público. Desde la dolarización, la deuda pública interna fue convertida de sucres a dólares. Por lo demás, la negociación de papeles oficiales absorbe cerca del 95% de las transacciones del mercado de valores, siendo el Ministerio de Hacienda el principal oferente de papeles y el Instituto de Seguros Sociales el principal demandante. Se concluye que el país está ejecutando una estrategia de financiamiento externo público y de desarrollo del mercado interno de bonos públicos en línea con los límites impuestos por la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal.

Respecto a Perú, el análisis de los requisitos macroeconómicos para el desarrollo del mercado de deuda pública indica que éste es el país que se encuentra mejor preparado para su cumplimiento. Su comportamiento económico y las reformas adelantadas auguran el mantenimiento de tasas aceleradas de crecimiento del PIB en un ambiente de inflación cercana a la internacional. El esquema de inflación objetivo establecida por el Banco Central ha sido exitoso y facilita el cumplimiento de las metas. También se encuentra que el sector financiero se ha venido fortaleciendo y que la supervisón es adecuada, siendo el gran reto futuro reducir gradualmente la dolarización, que se constituye en el mayor riesgo económico.

El comportamiento fiscal en los años recientes ha sido adecuado. Aún cuando se identifican fuentes de vulnerabilidad fiscal de mediano y largo plazo –como el peso que representan las contingencias de previsión social– es posible calificar a las finanzas públicas peruanas como sostenibles. Por lo tanto, no se anticipan mayores dificultades para que el país cubra sus necesidades de financiamiento vía emisión de bonos globales. El proceso electoral evolucionó en calma, y las directrices en materia económica del presidente Alan García auguran continuidad de las políticas.

Venezuela es el país andino que actualmente presenta los mayores incumplimientos de los requisitos básicos de tipo macroeconómico para el desarrollo del mercado de deuda pública interna en el mediano plazo. Además de ello es, asimismo, el país que también incumple otros dos tipos de requisitos señalados en la introducción del artículo, a saber, un gobierno estable y arreglos institucionales y jurídicos seguros. Tal como se desprende del análisis adelantado arriba, aunque Venezuela ha registrado una significativa recuperación en su crecimiento desde 2004, este ha estado originado en el sector petrolero. No obstante, hacia el futuro existe incertidumbre sobre la sostenibilidad de esta recuperación, dada por la dependencia del país en el petróleo, ante una caída eventual de los precios.

En el frente fiscal se registra un déficit manejable originado exclusivamente en el buen momento de los precios del petróleo. Por el lado monetario y cambiario también se registran algunos problemas. La inflación interna registrada y proyectada continúa siendo la más alta, no sólo en el grupo andino sino en toda América Latina.

Por el lado cambiario, aunque el gobierno ha flexibilizado la tasa de cambio, el régimen cambiario sigue estando sujeto a controles. Por el lado del sector financiero, si bien es cierto que éste ha mostrado gran recuperación desde la crisis de los años noventa, su estructura sigue siendo muy frágil cuando se considera que el crédito se ha recuperado lentamente, y que existe una gran inseguridad jurídica ante la posibilidad de que se establezcan inversiones forzosas para la asignación de recursos. Asimismo, se evidencia que la recuperación de los márgenes de utilidades bancarios se ha producido en razón de los rendimientos obtenidos en su portafolio por la inversión en papeles del gobierno, apalancada en depósitos que se mantienen en el país gracias al control de cambio, que impide su éxodo hacia el exterior.

**Evolución del endeudamiento público interno**

Para cada uno de los países se analizó la evolución y perspectivas del endeudamiento público. La evolución del endeudamiento público total y el rol desempeñado por la deuda pública interna difiere entre los diversos países. En el caso de Bolivia se encuentra que el endeudamiento público total continuó en ascenso

hasta 2003. El financiamiento de los altos déficit fiscales se realizó con endeudamiento interno, mediante la colocación cuasi-forzosa de bonos del gobierno, inicialmente indexados al dólar, en los fondos privados de pensiones.

Aunque Bolivia ha logrado reducir el nivel del endeudamiento público, el nivel total del endeudamiento público permanece muy alto. Aunque es cierto que la condonación de la deuda convenida para los países pobres altamente endeudados le ayudará a reducirla, de no cumplirse los requisitos macroeconómicos, en especial un ajuste fiscal que genere un superávit primario que reduzca el endeudamiento público total más rápidamente, resultará también difícil que se pueda mantener, de manera voluntaria, un endeudamiento interno del nivel programado.

En el caso de Colombia se encuentra que viene llevando a cabo un programa de ajuste fiscal. El reto ahora es culminar el proceso de ajuste con una reforma fiscal estructural y una reforma a las transferencias públicas, las cuales han sido sometidas al Congreso el segundo semestre de 2006. La estrategia de Colombia ha sido la de reducir su endeudamiento público externo, a la vez que fortalecer el endeudamiento interno. Colombia es el país andino que más ha desarrollado el mercado interno de bonos públicos, como se discute más adelante.

Por su parte, el análisis realizado para Ecuador indica que éste era el país andino con mayores coeficientes de deuda pública respecto al PIB, pese la reducción que ésta tuvo a raíz de la reestructuración forzosa con los acreedores en los años noventa. En lo que va de la década se ha registrado una disminución de la deuda pública total que se estima alcanza el 46% del PIB. La deuda pública está representada fundamentalmente en obligaciones con el exterior.

Dos observaciones parecen pertinentes: la primera es que el programa previsto de reducción de la deuda pública para fines del decenio es ambiciosa, pero alcanzable dado el mandato de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal y la generación de ingresos extraordinarios de origen petrolero. La segunda se relaciona con el endeudamiento interno que para fines de la década se busca incentivarla. Aunque es cierto que Ecuador, en virtud de la dolarización, es un país que no tiene un prestamista de última instancia, de suerte que los bancos deben invertir parte importante de sus activos líquidos en el exterior, con todo es esperable que pueda tener un desarrollo más ambicioso del mercado para su deuda pública interna.

Perú es el país andino que ha logrado mantener estable su deuda pública total a niveles que podrían considerarse sostenibles en el mediano plazo y su programa es, inclusive, reducirla gradualmente durante el resto de la década. Su deuda pública interna se ha incrementado y los fondos privados de pensiones han sido el principal inversionista institucional. Su deuda pública aparece sostenible aún bajo supuestos alternativos de choque de las diversas variables macroeconómicas.

Su principal vulnerabilidad es el alto grado de dolarización. Este se refleja inclusive en la composición del endeudamiento interno, el cual sigue estando, en su mayoría, atado al dólar.

Cabe destacar finalmente el caso de Venezuela. Aunque es el país andino con menor deuda pública, pues asciende apenas a niveles cercanos al 33% del PIB, su sostenibilidad futura depende casi con exclusividad del comportamiento de los precios del petróleo. Venezuela debe aprovechar los excepcionalmente altos precios internacionales del petróleo para adelantar un profundo ajuste fiscal que le permita sortear con éxito las vicisitudes futuras de su sobre dependencia fiscal en los ingresos petroleros.

El mercado interno de deuda pública ha tenido un desarrollo importante si se tiene en cuenta que asciende a una tercera parte de la deuda pública total, no obstante, se advierten tres problemas principales. El primero es que ésta es relativamente de corto plazo, lo que ha exigido a las autoridades hacer un manejo de los pasivos para extender las amortizaciones. El segundo, es que es un mercado cautivo transitoriamente, en razón del control de cambio vigente en Venezuela. El tercero es que, en virtud de la incertidumbre, este endeudamiento está exclusivamente atado al dólar. Esto implica que para desarrollar adecuadamente el mercado de deuda interna, Venezuela debe hacer mejoras de tipo institucional y técnico para fortalecer, entre otras, la base de inversionistas institucionales, según se analiza más adelante.

Para terminar esta sección cabe simplemente anotar que luego de un período de gran crecimiento en el endeudamiento público total, en los últimos años todos los países andinos han mostrado un ajuste motivado por el mayor crecimiento de sus economías. Al mismo tiempo se ha observado un aumento en el endeudamiento público interno, ante todo fundamentado en la canalización del ahorro de los fondos de pensiones privados. El desarrollo de este mercado de bonos públicos ha adquirido un desarrollo cerca de su potencial, sólo en el caso de Colombia.

## Cumplimiento de los requisitos macroeconómicos

### *Bolivia*

Después de considerar detalladamente el mercado de deuda publica interna boliviano, se puede decir que éste se encuentra aún poco desarrollado. Éste es un mercado en el que se han logrado construir una curva de rendimiento, tanto de corto como de largo plazo, pero todavía no es posible que los demás agentes en el mercado de valores tomen los títulos públicos como referencia para sus emisiones. Además, las fallas del mercado, en cuanto a la asignación de precios, se hacen evidentes cuando se comparan el rendimiento y la maduración de algunos títulos, pues no son consistentes con la teoría.

Las emisiones en el mercado primario se han logrado hacer periódicamente. Sin embargo, la inestabilidad política y social ha generado incertidumbre lo que ha imposibilitado aumentar su frecuencia. Además, es importante anotar que un 65% de las emisiones se realizan de forma forzosa mediante colocaciones directas. Esto quiere decir que la mayor parte de la deuda determina su precio por fuera de las leyes de mercado, lo que puede estar generando ineficiencias. Sin embargo, es necesario resaltar los esfuerzos del gobierno por lograr un mayor desarrollo del mercado, tales como el plan para sistematizar el mercado que será implementado próximamente, y para otorgar beneficios tributarios a los tenedores de títulos públicos.

El mercado secundario por su parte, se encuentra relativamente sistematizado, aunque es necesario seguir con los esfuerzos que permitan integrar a los diferentes agentes y desarrollar instrumentos más estilizados como los derivados. Además, es importante destacar el buen resultado de las políticas del BCB tendentes a aumentar la liquidez del mercado de títulos públicos.

Bolivia ha logrado incluir a diferentes compradores institucionales en su mercado de deuda pública. Están los bancos, los fondos mutuos, los inversionistas minoritarios (que actúan a través de fondos de inversión colectiva o a través del mercado secundario no regulado) y los fondos de ahorro contractual, aún cuando estos últimos lo hagan de forma forzosa. Esto le ha permitido desarrollar su curva de rendimiento con maduraciones de más largo plazo y en un futuro se espera estimule las innovaciones financieras.

El marco regulatorio es claro y se encuentra reglamentado bajo leyes y decretos. Existe claridad del gobierno como emisor, del BCB como administrador y prestamista de última instancia, y el mercado de valores se encuentra regulado por organismos independientes que garantizan mayor transparencia. Sin embargo, es necesario realizar esfuerzos para regular mejor el mercado secundario. Esto permitiría cuantificarlo y brindarles mayor confianza a los agentes que interactúan en él.

Finalmente, las medidas que se han tomado tendentes a estabilizar y regular la deuda pública subnacional parecen haber tenido resultados positivos hasta el punto en que la reestructuración de la deuda les ha permitido a los entes territoriales convertirse en sujetos de crédito.

***Colombia***

Colombia ha implementado una estrategia de desarrollo de mercado que va acorde con las sugerencias teóricas sobre el tema. A lo largo del tiempo, los esfuerzos por desarrollar un mercado de deuda pública interna han logrado que ésta alcance una proporción de casi la mitad del endeudamiento público. Además, se ha logrado que la curva de rendimiento de los TES sirva de referencia para el

mercado de valores lo que ha acelerado su desarrollo, sin embargo, todavía se siguen adelantando esfuerzos para completar el tramo de corto plazo.

Tanto el mercado primario como el secundario han presentado grandes avances gracias al Programa de Creadores de Mercado, observándose un desarrollo del mercado que tiende a una base de inversionistas heterogénea, en el que se han logrado involucrar actores con diferentes perfiles institucionales como son los bancos, fondos de ahorro contractual, fondos de inversión colectiva e inversionistas minoritarios. A pesar de esto, es importante que se tomen medidas que permitan identificar la participación de inversionistas extranjeros que intervienen en el mercado a través del sistema bancario. Además, se deben analizar mecanismos que permitan la inclusión de la totalidad de los inversionistas a la dinámica de mercado. Es decir, que las inversiones forzosas y convenidas que se llevan a cabo actualmente con entidades públicas pasen al mecanismo de subasta, y así permitir que la determinación de las tasas de los títulos esté acorde con el volumen transado.

Cabe destacar que el desarrollo de una infraestructura como los sistemas de negociación SEBRA y SEN garantiza que las transacciones se encuentran desmaterializadas en el DCV y se negocien sobre una plataforma segura y eficiente. Esto ha permitido un mayor desarrollo, tanto del mercado primario como secundario.

Por otra parte, debido al proceso de descentralización, el mercado de deuda subnacional en Colombia ha tenido un desarrollo mayor que en otros países andinos. Una tendencia insostenible de crecimiento de colocación de TES por parte del gobierno central, se ha ido contrarrestando con esfuerzos destinados a regular su crecimiento, los cuales son cada vez más consistentes con las metas de la política fiscal y se encuentran enmarcados bajo la ley.

Finalmente, existe claridad legal sobre la autoridad del gobierno como emisor, del Banco de la República como administrador y se ha puesto en marcha un sistema estricto de vigilancia y regulación del mercado de valores por la Superintendencia de Valores. No obstante, es necesario evaluar qué tan deseable es el establecimiento legal de límites más estrictos sobre el nivel de endeudamiento. Actualmente, el gobierno nacional está en capacidad de modificar los límites a través de emisión de títulos de deuda pública interna, lo cual le otorga mayor flexibilidad a la actuación del gobierno en la estructura o mezcla de financiamiento público externo e interno. No obstante, existen barreras indirectas (como los límites al déficit) que no permiten que la deuda crezca desmesuradamente.

***Ecuador***

Se puede decir que el gran problema del mercado de deuda interna ecuatoriano es la falta de confianza en el sistema. La falta de desmaterialización de los títulos dificulta su negociación. El poco desarrollo del mercado de valores, las crisis

económicas y financieras de fines de los años noventa, junto con el cambio en las reglas de juego hacen que este mercado sea muy inestable y riesgoso para los posibles inversionistas privados. El mercado está concentrado, fundamentalmente, en la colocación de títulos en el IESS.

Además, al igual que los otros mercados estudiados, es necesario generar esfuerzos para que la totalidad del sistema funcione bajo reglas de mercado, ya que en la actualidad el volumen transado bajo negociaciones directas se rige por el precio determinado en las subastas.

Por otra parte, el marco legal se encuentra bien estructurado. La Ley de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal ha logrado estabilizar las finanzas públicas. Además, los otros agentes como el MEF y BCE también se encuentran regulados ya que estos deben presentar reportes a las autoridades correspondientes. La Ley de Mercado de Valores regula la actividad en la Bolsa. Es necesario generar políticas que incentiven la participación de inversionistas institucionales, que se realicen esfuerzos para regularizar emisiones, y se publiquen reportes por parte de los emisores para así brindar mayor información al mercado y confianza a los inversionistas.

***Perú***

En Perú se ha intentado desarrollar el mercado de deuda pública de acuerdo con los requerimientos técnicos que sobre el tema indica la teoría. Existe un plan para desarrollar en tres etapas las medidas claves para establecer un mercado de deuda pública eficiente y completo que sirva como referencia al mercado de valores. El Programa de Creadores de Mercado ha logrado diversificar la base de inversionistas, al involucrarse bancos, fondos de ahorro contractual, fondos de inversión colectiva, inversionistas minoritarios e inversionistas extranjeros. Sin embargo, la presencia de los títulos públicos en los portafolios administrados por AFP sigue siendo de los más bajos en el ámbito latinoamericano.

El mercado primario aún presenta problemas de emisión, ya que en la actualidad coexisten en un mismo mercado dos emisores. Con el grave problema que los CD emitidos por el BCRP le restan liquidez a las emisiones de corto plazo del MEF, pues fragmentan el mercado al competir con el mismo tiempo de maduración pero sin ser fungibles con los otros títulos. Como instrumentos alternativos de política monetaria el BCRP podría utilizar Letras del Tesoro o Bonos Soberanos, como se ha hecho con anterioridad en otros países.

El mercado secundario de deuda pública por su parte, ha presentado un incremento notable desde principios de 1990, lo que ha acelerado el desarrollo del mercado de valores. Siendo evidente el aumento en los montos negociados, la cantidad de agentes de bolsa y el avance en los sistemas de transacción en general. Sin embargo, como ya se dijo, ni la bolsa de valores, ni los fondos de pen-

siones, ni los fondos mutuos, ni los fondos de capital de riesgo muestran un nivel de profundidad que permitan proyectar mejoras notables en el sistema financiero.

Aunque se ha considerado la implementación de un sistema de transacciones electrónico especializado en el manejo de deuda pública, con un módulo de información y uno de negociación, en la actualidad el mercado funciona a través de múltiples sistemas (ELEX, Datatec, CIMD y otros) con el fin de evitar dependencia y preferencias *ex ante*. Es importante que se realicen esfuerzos para implementar un sistema de entrega contra pago para garantizar que en un futuro el sistema sea ciego en el cumplimiento.

Por otra parte, respecto al marco legal y regulatorio, desde la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal (2002) se han incrementado los esfuerzos por definir los límites de endeudamiento que garantizan la sostenibilidad de las finanzas públicas tanto en el ámbito nacional como territorial. Asimismo, existe claridad en las responsabilidades de las entidades encargadas de la supervisión y vigilancia tanto del mercado primario como secundario de deuda pública (Conasev, el BCRP y la Superintendencia de Banca y Seguros).

Finalmente, cabe destacar que el mercado de deuda pública subnacional es pequeño debido al escaso grado de descentralización del país. Es importante determinar desde ahora qué tan deseable es desarrollar este mercado. Como lo establece la teoría, la decisión de permitir el desarrollo del mercado de deuda subnacional depende de si los beneficios de mayor autonomía financiera –acorde con el proceso de descentralización– son mayores que las ineficiencias causadas por el riesgo moral y por la mayor fragmentación del mercado.

***Venezuela***

Después de identificar las principales características del mercado de deuda pública en Venezuela se puede decir que éste se encuentra en un proceso de desarrollo en el que todavía no se ha logrado construir una curva confiable de rendimiento de largo plazo. Una forma de resolver esta dificultad puede ser la implementación de políticas utilizadas en los otros países andinos, como la creación y posterior inclusión de AFP en el sistema.

Además en la actualidad, tanto el Ministerio de Finanzas como el BCV emiten deuda pública, lo que fragmenta el mercado ya que ambos emisores tienen desarrollada la parte de corto plazo de la curva de rendimiento. Es posible que el BCV utilice los papeles emitidos por el MF para realizar su política monetaria.

Por otra parte, el mercado primario se encuentra automatizado y la frecuencia y monto de las emisiones lo hace bastante predecible. Lo anterior le brinda mayor confianza a los inversionistas, lo que puede significar un menor costo de la deuda. En el mercado secundario son evidentes los esfuerzos del gobierno por ampliar

la base de inversionistas. La inclusión de inversionistas minoritarios mediante acceso preferencial y mayor emisión de bonos a renta fija así lo confirman. Además en este mercado los resultados de la sistematización de las transacciones atrajeron a un mayor número de bancos y significó la inclusión de casas de bolsa y compañías de seguros en el mercado. Sin embargo, el gobierno aún se ve afectado por la poca profundidad de los mecanismos de transacción como la bolsa de valores.

El marco legal y regulatorio aunque es claro en cuanto a la autoridad del gobierno como prestatario y límites de endeudamiento, todavía no contempla los deberes y derechos de los intermediarios. Mayores esfuerzos por parte del gobierno deben estar encaminados en este sentido, para así garantizar mayor transparencia en los procesos, brindar creciente confianza a los participantes y lograr en última instancia un mayor desarrollo del mercado.

En cuanto al mercado subnacional de deuda, éste es inexistente en Venezuela debido a los condicionamientos legales que se le han impuesto. La decisión de desarrollarlo dependerá, al igual que en el caso de otros países, de si los beneficios de mayor autonomía financiera son mayores que las ineficiencias causadas por el riesgo moral y por la posible mayor fragmentación del mercado.

Finalmente, se puede decir que el mayor reto que tiene el gobierno venezolano es el de lograr estabilidad y confianza en la moneda y en la conducción general de la economía, para así permitir un mayor desarrollo del mercado de deuda pública interna.

## Referencias bibliográficas


• ANIF y Fedesarrollo (2004), "Preparación para las negociaciones del TLC en el sector financiero" Fedesarrollo (en publicación).

• Arbeláez, María Angélica (2004), "Notas Introductorias: El Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia". Presentación en el simposio sobre el Mercado de Capitales, Asobancaria. Mimeo.

• Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, DC.

• Barro, R.J. (1995), *Optimal Debt Management*. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, No. 5327, NBER, octubre.

• Bohn, H. (1988), *Why Do We Have Nominal Government Debt?* Journal of Monetary Economics. North Holland.

• Bohn, H. (1990), *A Positive Theory of Foreign Currency Debt*. Journal of International Economics. North Holland.

• Cárdenas, M. y Mercer Blackman, V (2006), "Análisis del Sistema Tributario Colombiano y su Impacto sobre la Competitividad". Cuadernos Fedesarrollo 19.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2002-2006), *Staff Reports* de Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004), *Bolivia – Staff Report for the 2003 Article IV Consultation, First Review Under the Stand-by Arrangement, and Request for Waiver of Performance Criteria*. Junio 25, 2003. EBS/03/90.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004), *Ecuador-Staff Report for the 2004 Article IV Consultation*. Julio 9, 2004. SM/04/232.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004), *Colombia – Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion*. Junio 16, 2004. EBS/04/84.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004), *Peru – Staff Report for the 2004 Article IV Consultation, Fourth Review Under the Stand –by Arrangement, and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion*. Febrero 10, 2004. EBS/04/18.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004), *World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms*. FMI, Washington.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2002), *Republica Bolivariana de Venezuela – Staff Report for the 2002 Article IV Consultation*. Agosto 16, 2002. SM/02/262.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2006), *Perú-Third Review Under the Stand By Arrangement And Request for Establishment of Performance Criteria and Waiver of Applicability- Staff Report*. FMI, Washington.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) (2006), *Colombia-Second Review Under the Stand By Arrangement and Request for Rephasing of Purchases*. FMI, Washington.

• Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial (2001), *Guidelines for Public Debt Management*. Washington DC, 2001 y amendment 2003.

• Gamboa,C. y Junguito, R. eds . (2004), "El TLC en el sector financiero".Fedesarrollo.

• Junguito, R. (2003), "Memoria de Hacienda 2002-2003". Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Agosto.

• Krivoy, Ruth y Herrera Tamara (2004), "*Show of Strength*" Latin Source-Monthly Report. Mayo 6, 2004.

• Missale, A. (1997), *Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach*. Journal of Economic Surveys. Vol. 11, No. 3. Blackwell Publishers Ltd.

• Perú-BBVA Banco Continental. (2004), "Programa Creadores de Mercado- Reporte Trimestral". Primer Trimestre 2004.

• Perú-Ministerio de Economía y Finanzas (2003), "Reglamento del Programa de Creadores de Mercado".

• Perú-Resolución Ministerial No. 106-2003-EF/75 (2003), "Aprueban el documento de Trabajo Estrategia de Colocaciones y de Operaciones de Manejo de Deuda Pública" El Peruano- Normas Legales. 21 de marzo de 2003. Páginas 241124-241141.

• Perú-Decreto Supremo No. 006-2004-EF (2004), "Aprueban Nuevo Texto del Reglamento de Emisión y Colocación de Bonos Sobernos" El Peruano- Normas Legales. 20 de enero de 2004. Páginas 260104-260107.

• Ministerio de Hacienda y Crédito Público. República de Colombia (2001), "Estrategia Deuda Interna". Mercado de Capitales Interno. Junio. Mimeo.

• Ministerio de Hacienda y Crédito Público. República de Colombia (2004), "Emisión y Colocación de TES". Grupo de Mercado de Capitales Interno. Febrero.

• Ministerio de Hacienda y Crédito Público. República de Colombia (2005), República de Colombia. "Marco Fiscal de Mediano Plazo". Mimeo.

• Rojas, Pedro. (2003), "Colombia: Ajuste Fiscal y Sostenibilidad de la Deuda". Corporación Andina de Fomento. VED-Dirección de Estudios Económicos. Mimeo.

• Venezuela: "Perspectivas Macroeconómicas 2004-05" Coyuntura. Maxim Ross y Asociados S.A. Macroeconomía y Comercio Internacional.

# *Volatilidad macroeconómica en los países andinos: hechos estilizados y opciones de política*

*Andrés Elberg – Andrés Velasco*

# *Volatilidad macroeconómica en los países andinos: hechos estilizados y opciones de política*[1]

*Andrés Elberg – Andrés Velasco*[2]

## Introducción

Los países de la región andina han presentado históricamente una elevada volatilidad macroeconómica. La desviación estándar de la tasa de crecimiento del producto *per cápita* en los últimos 45 años casi duplica la observada en países avanzados con estructuras exportadoras similares. Otras variables macroeconómicas tales como la tasa de inflación, el gasto de gobierno y el crédito bancario al sector privado, también presentan fluctuaciones significativamente más pronunciadas que las observadas en los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

La elevada volatilidad agregada es un fenómeno extendido entre las economías en desarrollo. Las razones son diversas. En primer lugar, las economías menos desarrolladas se encuentran más expuestas a *shocks* exógenos tales como fluctuaciones bruscas en sus términos de intercambio y reversiones abruptas en los flujos de capitales internacionales. La mayor incidencia de *shocks* de términos de intercambio en economías en desarrollo se explica por canastas de exportaciones concentradas en *commodities*, cuyos precios mundiales exhiben una alta variabilidad como consecuencia de bajas elasticidades de oferta y demanda[3]. Baxter y Kouparitsas (2000) encuentran que la magnitud de las fluctuaciones en los términos de intercambio es dos veces mayor en países en desarrollo que en países industriales. El impacto de estos *shocks* de términos de intercambio tiende a ser mayor en economías pequeñas que son, en general, más abiertas al comercio internacional.

Por otra parte, las economías emergentes tienden a ser golpeadas de forma más severa y frecuente por las contracciones en los flujos de capitales internacionales inducidas por cambios en las tasas de interés en los principales cen-

1 Trabajo preparado para el Proyecto Andino de Competitividad, organizado por la Corporación Andina de Fomento y el Earth Institute de Columbia University. Agradecemos los comentarios de Xavier Arcos, Miguel Castilla, Fidel Jaramillo, Luis Carlos Jemio, Andrés Langebaek, Osmel Manzano, Germán Ríos, Pedro Rojas, Joaquín Vial y a los participantes del seminario organizado por la CAF en Santiago de Chile, 21 de enero de 2003. Agradecemos también a Matías Braun por gentilmente compartir sus datos de colapsos de crédito en Latinoamérica con nosotros y a Vicente Tuesta por proporcionarnos datos del Banco Central de Reserva del Perú.

2 University of California at Berkeley y Harvard University, respectivamente.

3 Dehn, Gilbert y Varangis (2005) documentan que la volatilidad del precio de los *commodities* primarios en el período post-Bretton Woods (1972-1997) es alrededor de dos veces la volatilidad de los tipos de cambio dólar-yen y dólar-marco.

tros financieros mundiales, o por cambios en la disposición de los inversionistas internacionales a mantener activos de economías emergentes en sus portafolios. Las sucesivas crisis ocurridas en la última década (México, Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina) han puesto en evidencia la vulnerabilidad de las economías emergentes a reversiones en los flujos de capitales.

En segundo lugar, las respuestas de política a los *shocks* en países en desarrollo pueden magnificar, en lugar de moderar, sus efectos sobre la actividad económica. Existe una amplia evidencia de que, en contraste con lo observado en países avanzados, la política fiscal en economías emergentes ha tendido a presentar un sesgo procíclico, especialmente durante las recesiones (Gavin *et al*, 1996; Perry, 2003). Esto se explica, fundamentalmente, por el cierre al acceso a los mercados de capitales internacionales durante períodos bajos del ciclo económico y a las dificultades para contener incrementos en gastos durante períodos de bonanza. Además, la política monetaria y cambiaria es menos efectiva en la absorción del impacto de *shocks* externos en países en que el *pass-through* del tipo de cambio a precios domésticos es alto – presumiblemente, como consecuencia de la baja credibilidad de la autoridad monetaria– o en países que presentan un alto índice de dolarización de pasivos.

En tercer lugar, las debilidades estructurales –especialmente aquellas asociadas al desarrollo financiero– contribuyen a una mayor volatilidad agregada en economías menos desarrolladas. Las imperfecciones en el mercado del crédito, particularmente agudas en países con mercados financieros poco desarrollados, generan incentivos que inducen a las instituciones financieras a contraer el crédito cuando las condiciones macroeconómicas empeoran, y a expandirlo cuando éstas mejoran. Como resultado, los mercados financieros domésticos subdesarrollados contribuyen a amplificar el efecto de los *shocks* externos a la economía (Easterly *et al*, 2000; Caballero, 2000). La mayor incidencia de las crisis bancarias sistémicas en países con marcos regulatorios y supervisión financiera débiles, también contribuye a una mayor volatilidad agregada.

La elevada volatilidad macroeconómica observada en la región andina es un hecho preocupante a la luz de estudios recientes que encuentran una relación inversa entre volatilidad agregada y medidas de desempeño económico tales como el crecimiento de largo plazo y la distribución del ingreso. A partir del trabajo seminal de Ramey y Ramey (1995), otros estudios han documentado que países más volátiles tienden a crecer a tasas menores en el largo plazo (BID, 1995; Easterly *et al*, 2000; FMI, 2005; Hnatovska y Loayza, 2005; Kose *et al*, 2005, y; Wolf, 2005). Esta correlación aparece especialmente negativa en países menos desarrollados (Wolf, 2005). El BID (1995) estima en un punto porcentual de crecimiento anual el costo de la mayor volatilidad macroeconómica en América Latina respecto a las economías industriales.

Este trabajo estudia las principales fuentes de volatilidad en los países andinos, concentrándose en los aspectos monetarios y financieros que contribuyen a la inestabilidad de sus economías. La primera parte de este trabajo (secciones 2 y 3) provee un marco conceptual para entender la volatilidad de las economías andinas e intenta caracterizar las recesiones en la sub-región.

El estudio de los episodios recesivos aparece como especialmente relevante, a la luz de evidencia reciente que sugiere que la volatilidad en tiempos de crisis es la que más perjudica el crecimiento de largo plazo (Hnatovska y Loayza, 2005). La estrategia consiste en aplicar la metodología de los estudios de eventos al análisis de las desaceleraciones severas en los países andinos. En particular, interesa entender la naturaleza de las perturbaciones externas que tienden a preceder a los períodos bajos del ciclo económico, y los factores domésticos endógenos que contribuyen a magnificar los efectos de estos *shocks* en cada uno de los países andinos.

La evidencia empírica examinada (secciones 2 y 3) sugiere que la elevada volatilidad agregada que se observa en las economías andinas obedece a la interacción de dos tipos de factores: i) frecuentes y persistentes *shocks* externos (fluctuaciones en los términos de intercambio y en los flujos de capitales privados); y ii) factores domésticos asociados tanto a imperfecciones en los mercados de crédito como a las respuestas de política que amplifican el impacto de estos *shocks* sobre la actividad agregada. Las secciones 4 y 5 se centran en el comportamiento de los posibles factores amplificadores –en especial la política monetaria y el crédito– y analiza las opciones de política relevantes.

Una conclusión principal es que, salvo contadas excepciones, las políticas monetarias y cambiarias y el comportamiento del crédito han tendido a ser procíclicas. La política monetaria parece haber jugado un rol en la magnificación de los *shocks* externos en los países andinos. La evolución de las tasas de interés reales *ex ante* sugiere que la política monetaria fue procíclica en la mayor parte de los episodios recientes. En los países andinos se observan fuertes alzas en la tasa de interés real en el año de la desaceleración económica. Esto contrasta con lo observado en los países avanzados, donde la tasa de interés real cae en años recesivos.

Este comportamiento procíclico de la política monetaria resulta, al parecer, de un diseño de políticas que ha priorizado la defensa del tipo de cambio. En varios de los países andinos (especialmente Bolivia y Venezuela) se observan fuertes apreciaciones reales en el año *peak* de la recesión. Esto, nuevamente, contrasta con lo que ocurre en los países avanzados.

Entre las fuentes domésticas de amplificación de los *shocks* externos, el sistema financiero aparece en todos los casos como un factor que ha contribuido a profundizar las desaceleraciones de la actividad en los países andinos. El crédito

bancario al sector privado se contrae en términos reales en buena parte de los casos, y en todos ellos se desacelera en el año del evento.

En el inicio del típico episodio de desaceleración severa, el colapso en el crédito bancario al sector privado tiende a ser gatillado por una contracción en la oferta de fondos prestables. En la mayoría de los casos se observa una fuerte desaceleración en los depósitos bancarios, acompañada de un alza en las tasas de interés reales –en particular, las tasas pasivas tienden a subir en esta fase. En etapas posteriores del *crunch* típico de crédito, los depósitos bancarios tienden a recuperarse, pero el crédito al sector privado se mantiene deprimido al contraerse la demanda por fondos –las empresas miran con mayor recelo los proyectos de inversión– y porque existe una menor disposición a prestar por parte de las instituciones financieras –los posibles prestatarios parecen más riesgosos.

Este comportamiento del crédito, las tasas de interés y el tipo de cambio real claramente no son convenientes desde el punto de la estabilización de la actividad económica, el consumo y el empleo. Pasar de un comportamiento desestabilizador a un comportamiento estabilizador de las variables financieras y monetarias no es tarea menor, dado que el patrón actual de políticas obedece a ciertas características estructurales de las economías de la región: alta dolarización de pasivos, limitada credibilidad de las políticas, regulación imperfecta y acceso limitado a los mercados internacionales de capital. Esa es la mala noticia.

La buena noticia es que estas características no son inmutables. Como se discute en varias partes de este trabajo, el comportamiento de estas mismas variables es muy distinto en economías avanzadas relativamente pequeñas y abiertas como Australia y Nueva Zelanda. Dentro de América Latina, Chile y México –en menor medida– han avanzado hacia una situación en que la política financiera puede ser utilizada de modo contracíclico. Y en la región andina, como también se reitera en el texto, Colombia muestra un comportamiento distinto, con una política monetaria y cambiaria más parecida a la de Chile o México que a la de otros países de la sub-región. Las secciones finales de este trabajo pasan revista a algunas de las opciones de política disponibles para mejorar el comportamiento de las variables financieras, reduciendo con ello la volatilidad macroeconómica.

## *Shocks* externos y volatilidad agregada: la evidencia

### Volatilidad macroeconómica en la región andina

Los paneles de la a) a la e) del Gráfico 1 presentan un panorama de la volatilidad agregada en la región andina en los últimos 45 años, donde contrasta su experiencia con la de países avanzados que, como los andinos, poseen una importante base de recursos naturales. La volatilidad de la tasa de crecimiento del producto

*per cápita*, medida por la desviación estándar, es sustancialmente más alta en los países andinos que en los países de la OCDE (panel a)[4].

Australia y Canadá presentan volatilidades del orden del 2%, mientras que la variabilidad promedio en los países andinos se acerca al 4%. Con la excepción de Colombia, todos los países andinos presentan desviaciones estándar de sus tasas de crecimiento *per cápita* más altas que la promedio observada en América Latina, región altamente volátil en el contexto mundial[5]. Perú y Venezuela aparecen como los países con tasas de crecimiento del producto más volátiles de la región, con desviaciones estándar del orden del 5%.

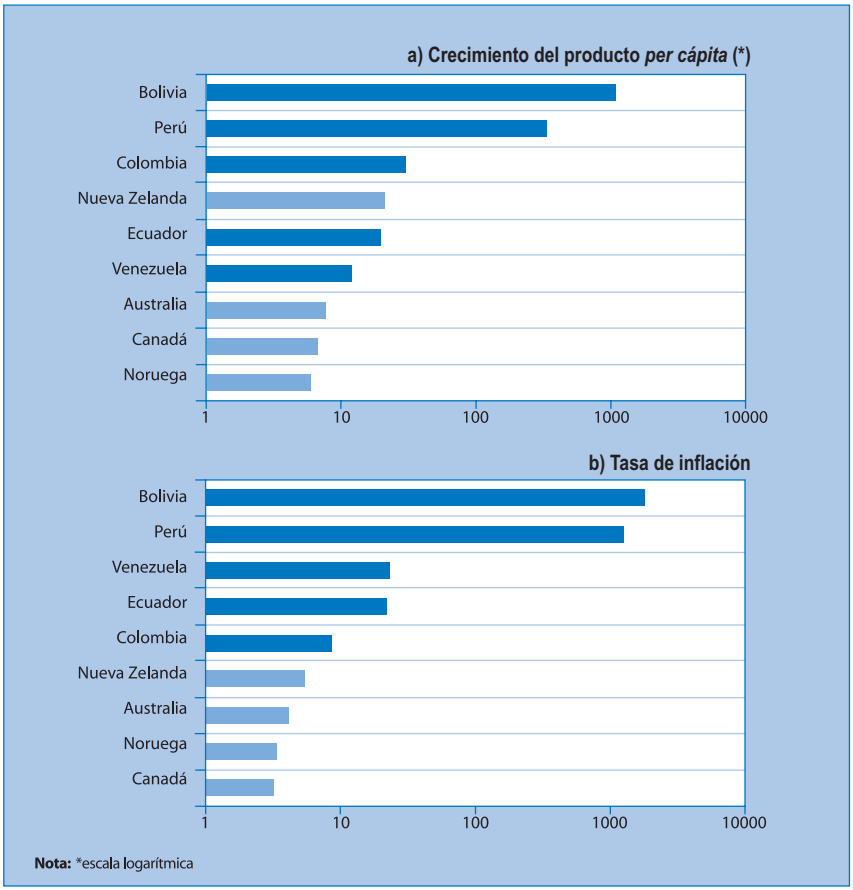



***Gráfico 1***

**Volatilidad macroeconómica en los países andinos, últimos 20 años (desviación estándar)**

Continúa

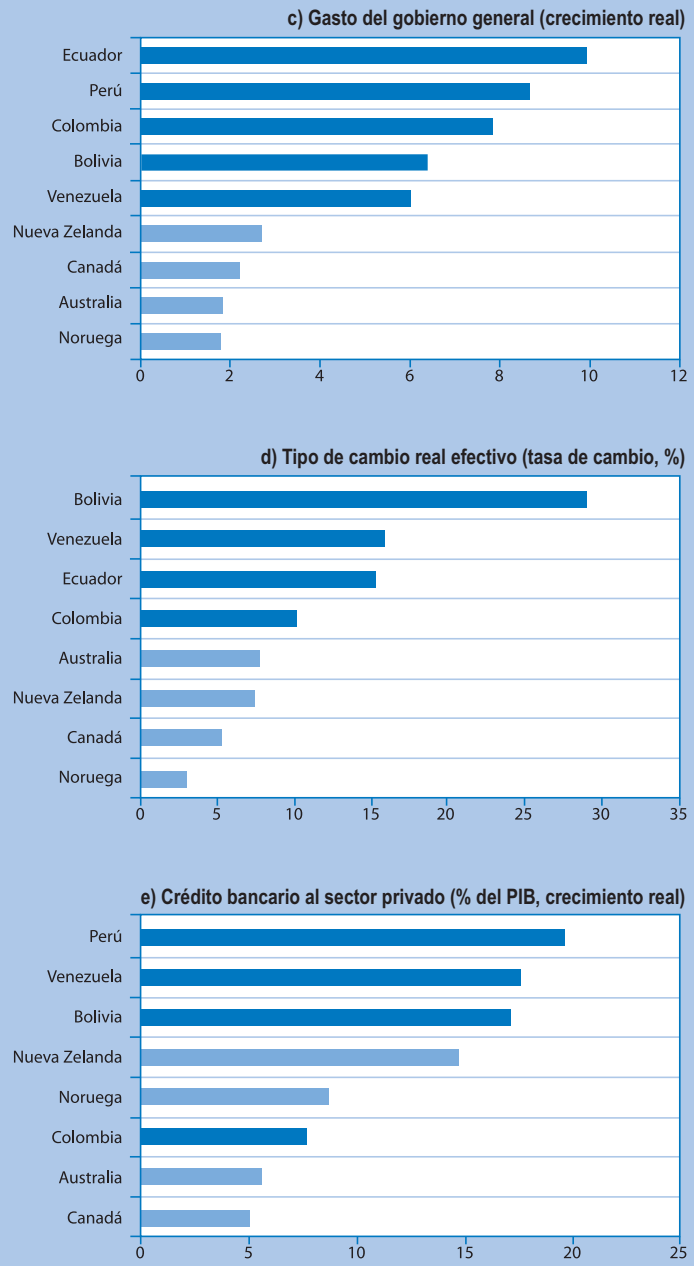
4 Nótese que el panel a) del Gráfico 1 utiliza escala logarítmica.

5 El BID (1995) documenta que la volatilidad macroeconómica en América Latina es más alta que en cualquier otra región del mundo con la excepción del Medio Oriente y África.

Continuación

**Gráfico 1**

**Volatilidad macroeconómica en los países andinos, últimos 20 años (desviación estándar)**




**Fuente:** elaboración propia.

Los países andinos también presentan una volatilidad comparativamente alta en sus tasas de inflación (panel b). Mientras que Australia y Canadá exhiben desviaciones estándar del orden del 3% y 4 %, la desviación estándar de la tasa de inflación en los países andinos fluctúa entre el 8,5 % (Colombia) y más del 1.700% (Bolivia). Bolivia y Perú son los países andinos que presentan una mayor inestabilidad inflacionaria, lo que no es de sorprender si se considera que ambos atravesaron por períodos hiperinflacionarios hacia mediados de los ochenta y principios de los noventa, respectivamente. En los últimos diez a quince años, sin embargo, los países andinos han conseguido importantes avances en materia de control de la inflación.

Los paneles c) y d) del Gráfico 1 presentan la volatilidad de variables asociadas al manejo macroeconómico. Entre las variables fiscales, la tasa de crecimiento real del gasto del gobierno general es más de dos veces más volátil en los países andinos que en países de la OCDE (Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda). Entre las variables asociadas al manejo cambiario[6], la volatilidad de la tasa de depreciación del tipo de cambio real efectivo es, igualmente, más alta entre los países andinos que en los países avanzados (panel d). La volatilidad promedio de la tasa de depreciación real en la región andina –excluyendo a Perú, por limitaciones en la disponibilidad de datos– es más de tres veces la volatilidad promedio de los cuatro países de la OCDE incluidos en este gráfico.

El panel e) del Gráfico 1 presenta evidencia de la contribución del mercado financiero a la volatilidad agregada. La volatilidad de la tasa de crecimiento del crédito bancario –como porcentaje del producto– es más de tres veces más alta en Bolivia, Perú y Venezuela, que en países como Canadá y Noruega. Colombia aparece como el país de la región andina con una menor volatilidad del crédito bancario al sector privado.

La evidencia presentada en el Gráfico 1 es indicativa de un ambiente macroeconómico considerablemente más volátil en las economías andinas que en economías industriales exportadoras de recursos naturales. En el resto de esta sección estudiamos las posibles fuentes de esta mayor volatilidad agregada.

### *Shocks* externos y volatilidad macroeconómica

Un candidato natural a explicar la mayor volatilidad observada en los países andinos es su exposición a *shocks* originados en los mercados internacionales de bienes y de capitales. BID (1995) encuentra que los principales *shocks* externos

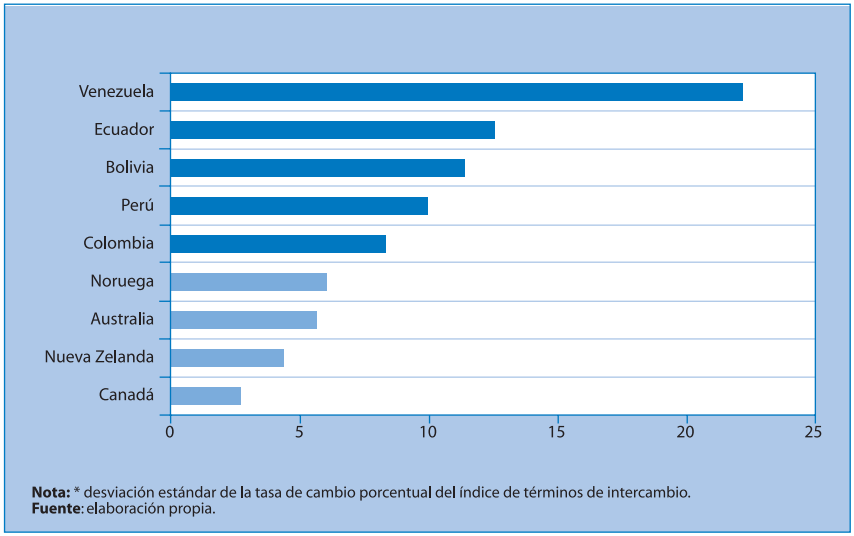
6 La evidencia presentada en BID (1995) sugiere que la volatilidad del tipo de cambio real en América Latina ha estado más asociada al manejo monetario y cambiario que a *shocks* reales.

que han golpeado a las economías latinoamericanas son aquellos de términos de intercambio y reversiones en los flujos de capitales.

El Gráfico 2 presenta la volatilidad de los términos de intercambio[7] en los países andinos y países de la OCDE en el período 1980-1999. En promedio, los países andinos presentan una volatilidad de términos de intercambio cerca de tres veces mayor que la observada en los países avanzados. Mientras que en los países de la OCDE la volatilidad de términos de intercambio se mueve entre 2,7% (Canadá) y 6% (Noruega), los países andinos presentan volatilidades en el rango de 8% a 22%: Colombia (8,3%), Perú (10%), Bolivia (11,4%), Ecuador (12,5%) y Venezuela (22%).

*Gráfico 2*

**Volatilidad de términos de intercambio* (1980-1999)**




**Nota:** * desviación estándar de la tasa de cambio porcentual del índice de términos de intercambio.
**Fuente**: elaboración propia.

La mayor variabilidad de los términos de intercambio en las economías andinas se explica fundamentalmente por la menor diversificación de sus estructuras exportadoras (Vial, 2002). Los países andinos presentan una mayor concentración de sus exportaciones en pocas materias primas, cuyos precios exhiben fuertes fluctuaciones en los mercados internacionales. El Cuadro 1 presenta la participación de los principales productos de exportación en las transacciones totales en los países andinos y en países avanzados.

En contraste con los países industriales –donde la participación de los dos productos más importantes no sobrepasa el 20%– en los países andinos las exportaciones conjuntas de las dos principales materias primas (café y petróleo)

7 Medida como la desviación estándar de la tasa de crecimiento anual del índice de términos de intercambio.

representan, en promedio, un 50% de las exportaciones totales[8]. El Gráfico 3 muestra la evolución de los precios de algunas de las principales materias primas exportadas por los países andinos durante los años noventa. Las volatilidades de las tasas de cambio de los precios alcanzan el 37% en el caso del café y el 26% en el caso del petróleo. El impacto de los *shocks* de términos de intercambio sobre la actividad económica es mayor en economías que, como las andinas, presentan un grado importante de integración comercial al resto del mundo.

**Cuadro 1 Principales productos de exportación de los países andinos y algunos países avanzados (% de exportaciones totales, 2004)**

| Países andinos | | | | Países avanzados | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Bolivia** | | **Colombia** | | **Australia** | |
| Gas natural | 27,5 | Petróleo | 17,9 | Carbón | 13,5 |
| Soya | 11,5 | Carbón | 10,5 | Hierro | 06,4 |
| Oleaginosas | 07,6 | Café | 05,7 | Petróleo | 04,5 |
| **Ecuador** | | **Perú** | | **Canadá** | |
| Petróleo | 51,3 | Oro | 23,1 | Vehículos | 11,6 |
| Bananas | 13,5 | Cobre | 09,1 | Gas | 06,6 |
| Flores | 04,5 | Harina de pescado | 08,5 | Petróleo | 06,1 |
| **Venezuela** | | | | **Nueva Zelanda** | |
| Petróleo | 83,9 | | | Carne bovina | 07,3 |
| Aluminio | 01,7 | | | Leche, crema | 06,1 |
| Hierro | 01,7 | | | Carne bovina deshuesada | 05,2 |

**Fuente:** elaboración propia con base en CEPAL (2000) y estadísticas oficiales de Australia (2004).

La creciente integración de las economías andinas a los mercados internacionales de capitales las ha tornado más vulnerables a reversiones en los flujos de capitales. Una de las lecciones que es posible extraer de las crisis que recurrentemente han afectado a economías emergentes en la última década (México, Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia, Rusia, Brasil, Turquía, y Argentina) es que las reversiones en los flujos de capitales no siempre obedecen a un mal manejo macroeconómico. Como destacan Calvo *et al* (2004), una característica de los episodios de reversiones en los flujos de capitales es el hecho de que afectan a

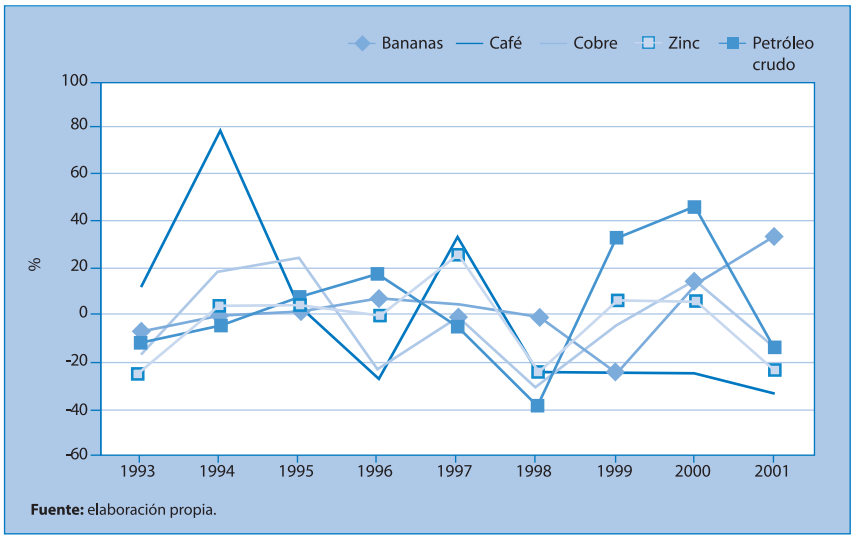
8 Basado en cifras de las CEPAL para 2004.

grupos de países muy disímiles en sus arreglos monetario/cambiarios y en su disciplina fiscal.

La crisis de Rusia de agosto de 1998, por ejemplo, afectó prácticamente a todas las economías emergentes sin discriminar entre aquellas con fundamentos macroeconómicos sólidos y aquellas que presentaban desequilibrios importantes. Y los efectos de las contracciones en los flujos de capitales son muy distintos en economías emergentes y economías industriales. A diferencia de lo observado en economías avanzadas, las reversiones en los flujos de capitales en economías emergentes están asociadas a colapsos del producto, aumentos en el desempleo e interrupciones en la intermediación financiera. En México, el producto se contrajo un 6% en 1995 tras la crisis del "tequila", y en Indonesia la crisis fue seguida por una caída del producto de 13,7% en 1998. En contraste, la actividad real no colapsó en las economías industriales tras la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992-1993 (Calvo y Reinhart, 1999).

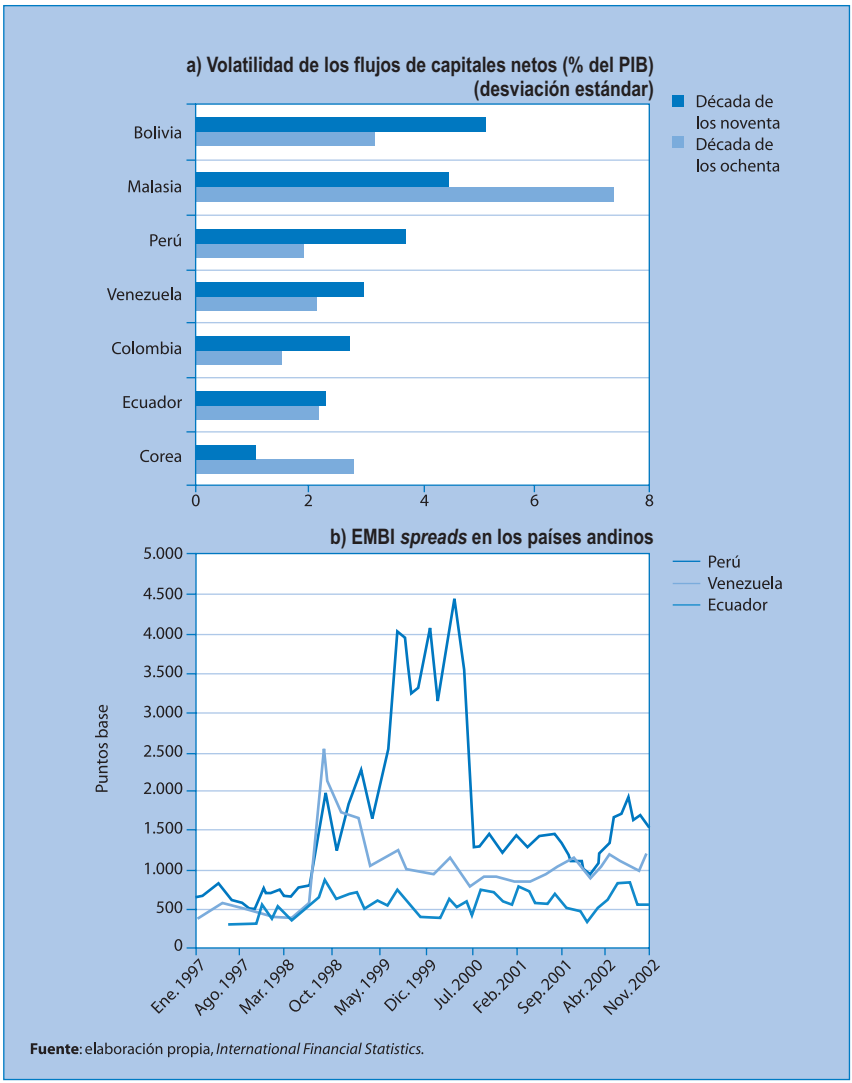
***Gráfico 3***

**Evolución de precios de materias primas de exportación (tasa de cambio porcentual)**




**Fuente:** elaboración propia.

Los flujos de capitales hacia la región andina han sido altamente volátiles, especialmente en los años noventa (ver Gráfico 4, panel a). La volatilidad de los flujos de capitales netos se incrementó en los años noventa con respecto a la década previa en todos los países andinos. Las desviaciones estándar de los flujos de capitales netos (como porcentaje del producto) en los noventa son de un orden de magnitud similar a aquellas economías emergentes que experimentaron masivas reversiones en los flujos de capitales hacia fines de esa década (Corea, Malasia). Los *spreads* sobre la deuda de los países andinos también presentan una alta volatilidad en años recientes (ver Gráfico 4, panel b).




**Fuente**: elaboración propia, *International Financial Statistics*.

***Gráfico 4***

**Volatilidad de los flujos de capitales y EMBI *spreads* en los países andinos**

## Fuentes de amplificación de los *shocks* externos

El efecto de los *shocks* externos sobre la actividad agregada depende de manera crucial de la forma en que estas perturbaciones son transmitidas a la economía. Aunque los canales precisos a través de los cuales los *shocks* se transmiten al resto de la economía sigue siendo materia de investigación (Aizenman y Pinto, 2005), la literatura sugiere que las respuestas de política y las imperfecciones en los mercados de crédito juegan un rol clave en el mecanismo de transmisión (BID, 1995; Braun y Hausmann, 2002; Aizenman y Pinto, 2005; y Wolf, 2005).

Consideremos, por ejemplo, los efectos de un *shock* de términos de intercambio. Una caída en los términos de intercambio, derivada del colapso en el precio de un *commodity* de exportación clave, reduce los ingresos del sector exportador y, en ausencia de flexibilidad a la baja de salarios, conduce a caídas en el empleo y el producto del sector. Como bien destaca Vial (2002), en economías pequeñas y abiertas cuyas exportaciones se encuentran concentradas en unos pocos productos, los cambios bruscos en sus precios tienen necesariamente un efecto agregado: "lo que en una economía grande y diversificada sería un *shock* sectorial, en estos países es casi siempre un *shock* macroeconómico con efectos significativos en los grandes agregados monetarios, fiscales y de gasto privado [...]"[9].

El impacto del *shock* de términos de intercambio sobre la actividad agregada depende, en buena medida, del régimen cambiario prevaleciente en el país (Broda, 2004; y Broda y Tille, 2003). Los menores ingresos por exportaciones implican una menor oferta de divisas en el mercado cambiario que presiona al tipo de cambio a la baja. En un régimen de tipo de cambio fijo, la intervención de la autoridad en el mercado cambiario se traduce en una contracción monetaria que puede resultar en caídas importantes en el producto y el empleo. En cambio, bajo un régimen de tipo de cambio flotante las autoridades permiten que la escasez de oferta de divisas se traduzca en una depreciación del tipo de cambio, lo que mejora la competitividad de las exportaciones en los mercados mundiales. En la medida que la mayor competitividad del sector exportador induzca un aumento en la demanda por exportaciones, la depreciación del tipo de cambio contribuirá a contrarrestar parte de los efectos reales del *shock* original.

La capacidad del tipo de cambio de aislar la economía doméstica de *shocks* externos reales depende, sin embargo, de una serie de características estructurales de la economía tales como el grado de indexación salarial, la credibilidad de la autoridad monetaria y la incidencia de dolarización de pasivos. Si los agentes domésticos mantienen un *stock* importante de pasivos en dólares, una depreciación real súbita podría ser contractiva. Estudios recientes, sin embargo, aportan evidencia consistente con las propiedades aislantes del tipo de cambio. Broda y Tille (2003) estudian los efectos reales de una caída de un 10% en los precios de exportaciones en 75 países en desarrollo y encuentran que el producto cae en alrededor de un 2% hacia el segundo año posterior al *shock* en aquellos países que mantuvieron un tipo de cambio fijo, mientras que los países que optaron por tipos de cambio flotantes no presentan contracciones significativas en el PIB real. Más adelante en este trabajo se ahonda sobre este tópico al presentar un marco conceptual para el análisis del esquema cambiario óptimo.

9 Vial (2002), p. 12.

El sistema financiero también puede contribuir a amplificar los efectos de un *shock* de términos de intercambio. Una caída abrupta en el precio de un producto básico clave está típicamente asociada a una contracción en los depósitos bancarios que, en países con sistemas financieros ilíquidos, puede conducir a contracciones en el crédito y caídas en el producto[10]. La relación entre *shocks* externos, colapsos en el crédito bancario y crecimiento del producto en América Latina ha sido estudiada recientemente por Braun y Hausmann (2002).

Estos autores encuentran que una caída del 10% en los términos de intercambio aumenta la probabilidad de ocurrencia de un *crunch* de crédito en un 26% en América Latina (*versus* 1,1% en otras regiones), y que los episodios de *crunch* de crédito tienen un impacto significativo e independiente de los *shocks* externos (caídas de términos de intercambio y reversiones en los flujos de capitales) sobre el crecimiento del producto. La sección 5 estudia la naturaleza de los *crunches* de crédito en los países andinos.

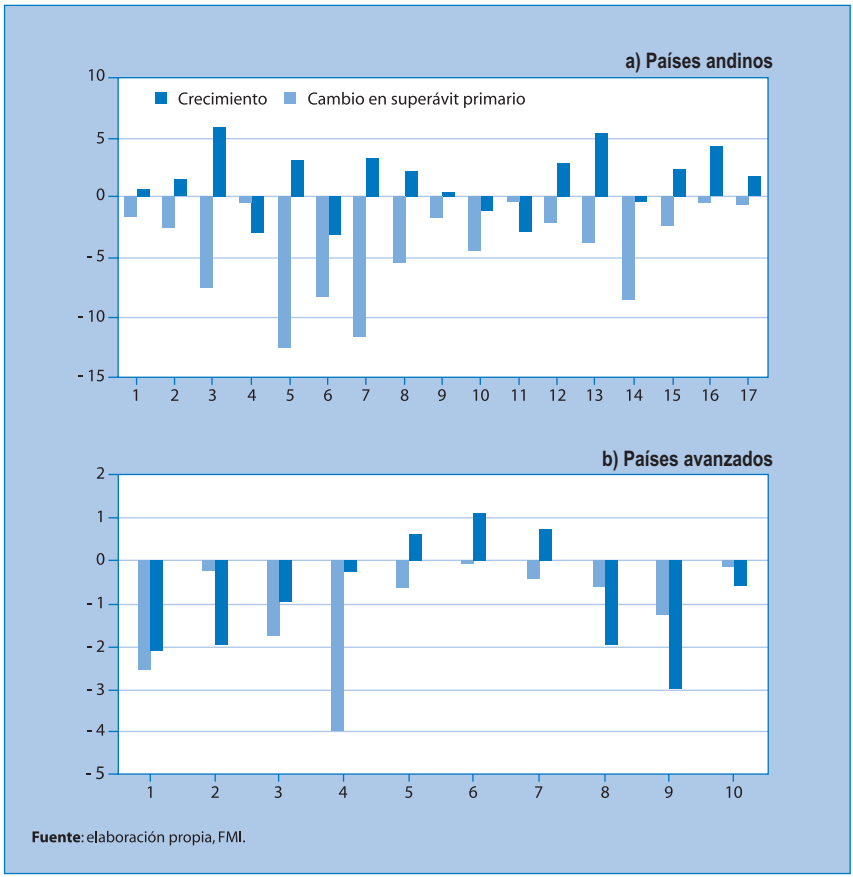
La política fiscal es una fuente adicional de amplificación de *shocks* externos. Ante la caída en el precio de una materia prima clave los ingresos tributarios se contraen, ya sea directamente porque la producción de la materia prima se encuentra en manos del sector público (como es típicamente el caso en países productores de petróleo, como Venezuela), o porque la base de recaudación fiscal se reduce. La incapacidad de acceder a financiamiento externo cuando la economía es golpeada por *shocks* adversos obliga a las autoridades a ajustar el gasto fiscal, contribuyendo de este modo a magnificar el efecto del *shock* inicial (Gavin *et al*, 1996).

La revisión de la evidencia para los países andinos sugiere que la política fiscal ha tendido a ser procíclica. El Gráfico 5 muestra el cambio en el superávit fiscal primario en los países andinos y países avanzados (Australia, Noruega y Nueva Zelanda) en el año que sigue a una contracción anual del producto. A diferencia de lo observado en países avanzados, donde en un 70% de los casos las contracciones del producto han sido seguidas por caídas en el balance primario, en los países andinos el balance primario aumenta en el año siguiente a la contracción en un 70% de los episodios, lo que es indicativo de un sesgo procíclico en la política fiscal de las economías andinas. La evidencia revisada en la sección 3 también apunta a que la política fiscal ha contribuido a profundizar las desaceleraciones de la actividad en algunos países andinos.

10 Banco Mundial, PREMnote 18.

*Gráfico 5*

**Contracciones del producto y prociclicalidad de la política fiscal en los países andinos y avanzados**




**Fuente**: elaboración propia, FMI.

La siguiente sección estudia los períodos de desaceleración de la actividad en los países andinos. Entender los factores que tienden a gatillar los episodios de desaceleración y aquellos que tienden a profundizar sus efectos es particularmente relevante, a la luz de estudios recientes que sugieren que la volatilidad en tiempos de crisis es la más perjudicial para el crecimiento de largo plazo. Hnatkovska y Loayza (2005) estiman que un incremento en la volatilidad de una desviación estándar está asociado a una caída de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento y que este descenso llega a 2,2 puntos porcentuales si el incremento en volatilidad ocurre en una situación de crisis.

## Anatomía de las desaceleraciones severas en los países andinos

Esta sección estudia el comportamiento de un conjunto de variables macroeconómicas antes, durante y después de los episodios de desaceleraciones severas en la actividad de las economías andinas utilizando la metodología de los estudios

de eventos. El análisis se centra en la evolución de aquellas variables identificadas en la sección anterior como potenciales desencadenadores de episodios de desaceleración de la actividad (*shocks* de términos de intercambio y reversiones en los flujos de capitales privados), y en aquellos factores domésticos identificados como posibles amplificadores de los efectos de los *shocks* externos sobre el producto (contracciones en el crédito al sector privado y políticas fiscales y monetarias procíclicas).

Definimos un episodio de desaceleración severa en base a las distribuciones empíricas del cambio y el nivel de la tasa de crecimiento anual del producto en el período 1980-2005: una desaceleración es severa si tanto el cambio –respecto al año anterior– como el nivel de la tasa de crecimiento anual del producto se encuentran dentro del primer quintil de sus respectivas distribuciones en un país dado.

El Cuadro 2 resume los episodios identificados en cada país. Los períodos que concentran un mayor número de episodios son los de comienzos de la década de los ochenta y fines de la década de los noventa. Entre 1998 y 1999 los cinco países andinos experimentaron una desaceleración severa de la actividad. Con la sola excepción de Bolivia, en todo el resto de los casos la desaceleración involucró una contracción del producto: 4,3% en Colombia, 6,5% en Ecuador, 0,1% en Perú y 8% en Venezuela.

**Cuadro 2 Desaceleraciones severas en los países andinos (episodios 1980-2005)**

| País | Año del episodio | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Bolivia* | | | | 1982 | 1992 | 1999 |
| Colombia | | | 1982 | 1998 | 1999 | 2001 |
| Ecuador | 1982 | 1983 | 1987 | 1989 | 1995 | 1999 |
| Perú* | | | | | 1982 | 1998 |
| Venezuela | | | 1983 | 1989 | 1999 | 2002 |

**Nota:** se descartaron los años de hiperinflación: 1984-1987 en Bolivia; y 1983, 1984, 1988-1990 en Perú.
**Fuente:** elaboración propia.

Examinamos el comportamiento de cada una de las economías andinas en el intervalo comprendido entre dos años antes y dos años después de cada episodio. En aquellos casos en que los episodios se encuentran dentro de un intervalo inferior a dos años, combinamos los episodios correspondientes en uno. Las variables estudiadas pueden ser agrupadas como sigue:

• *Shocks* externos: términos de intercambio (tasa de cambio porcentual) y flujo de capitales privados (como porcentaje del producto).

• Demanda agregada: formación bruta de capital fijo (tasa de crecimiento real), consumo privado (tasa de crecimiento real) y exportaciones totales netas.
• Factores domésticos amplificadores: sistema financiero (crecimiento real del crédito bancario al sector privado), política monetaria/cambiaria (tasas de interés, tasa de inflación, tasa de depreciación real efectiva) y política fiscal (superávit fiscal primario como porcentaje del PIB, gasto del gobierno general como porcentaje del producto).

Los Gráficos del 6 al 10 muestran la evolución de las variables de interés alrededor de los episodios de desaceleraciones severas para cada uno de los países andinos. Los gráficos presentan el comportamiento promedio de la variable dentro de una banda de más/menos una desviación estándar. Además, presentan el nivel promedio de la variable en años normales –definidos como aquellos en que no ocurre una desaceleración severa. El Apéndice 1 detalla las fuentes de los datos utilizados.

**Bolivia**

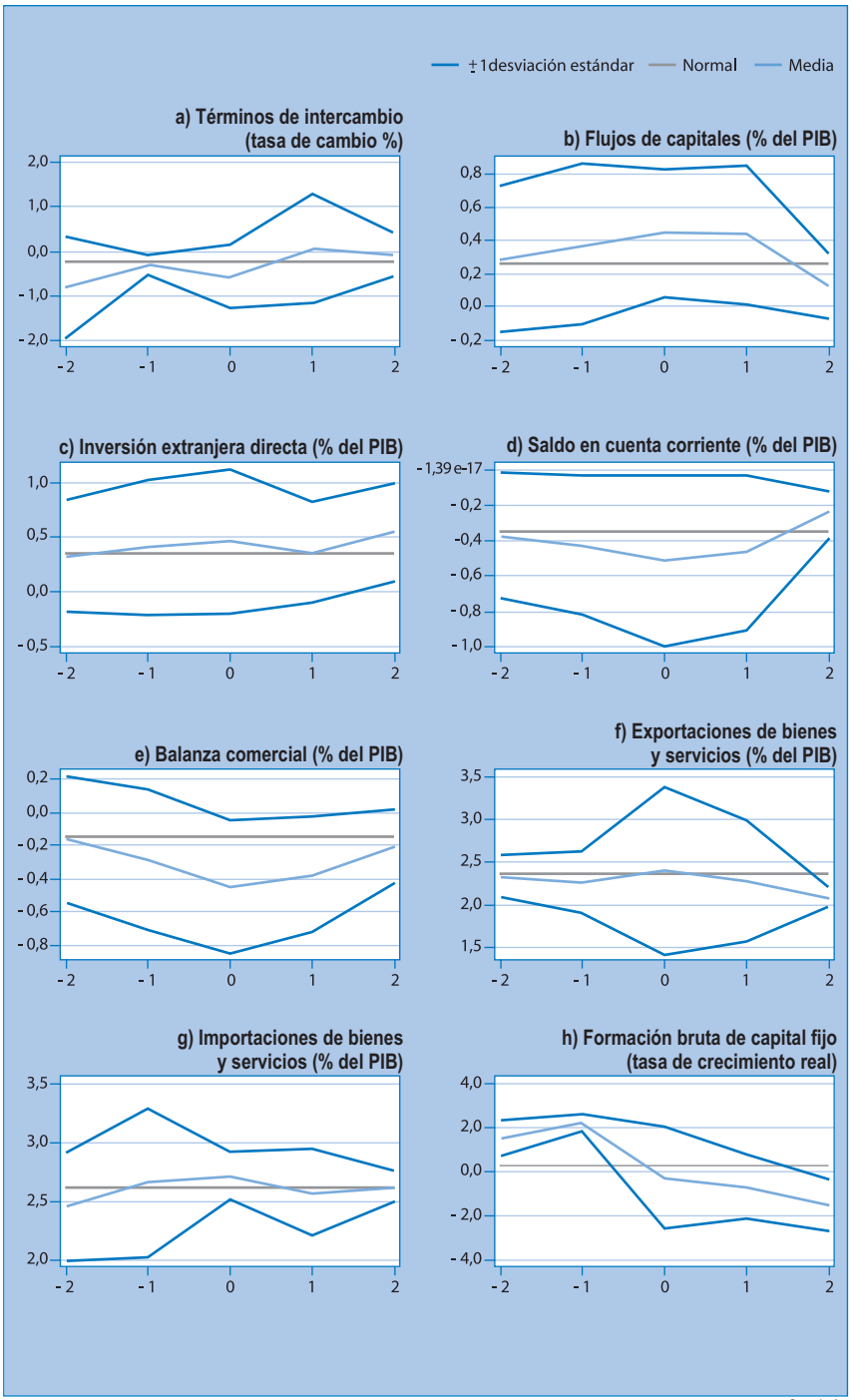
En Bolivia se identifican tres episodios de desaceleraciones severas ocurridos en los años 1982, 1992 y 1999[11]. En el episodio promedio la tasa de crecimiento del producto cae en cuatro puntos porcentuales y el nivel del producto se contrae en un 0,65%. La mayor desaceleración del período 1980-2005 ocurrió en el episodio más reciente –el producto pasó de crecer un 4,9% en 1998 a 0,4% en 1999.

Entre las variables asociadas a *shocks* externos, el Gráfico 6 muestra que los términos de intercambio se deterioran sostenidamente en los dos años previos al evento y vuelven a caer –en un 5%– en el año del evento. No se observa una reversión en los flujos de capitales previa o contemporánea al episodio promedio. Los flujos de capitales privados se mantienen sobre su promedio de períodos normales en el año del evento. El comportamiento en los flujos de capitales, sin embargo, varía entre episodios. Mientras que, en el episodio de 1992 los capitales aumentan en cinco puntos porcentuales del producto, en el episodio de 1999 se observa una reversión de los flujos de capitales de tres puntos porcentuales del producto.

11 Se descartan los años 1984-1986 por tratarse de un período hiperinflacionario.

**Gráfico 6**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Bolivia**

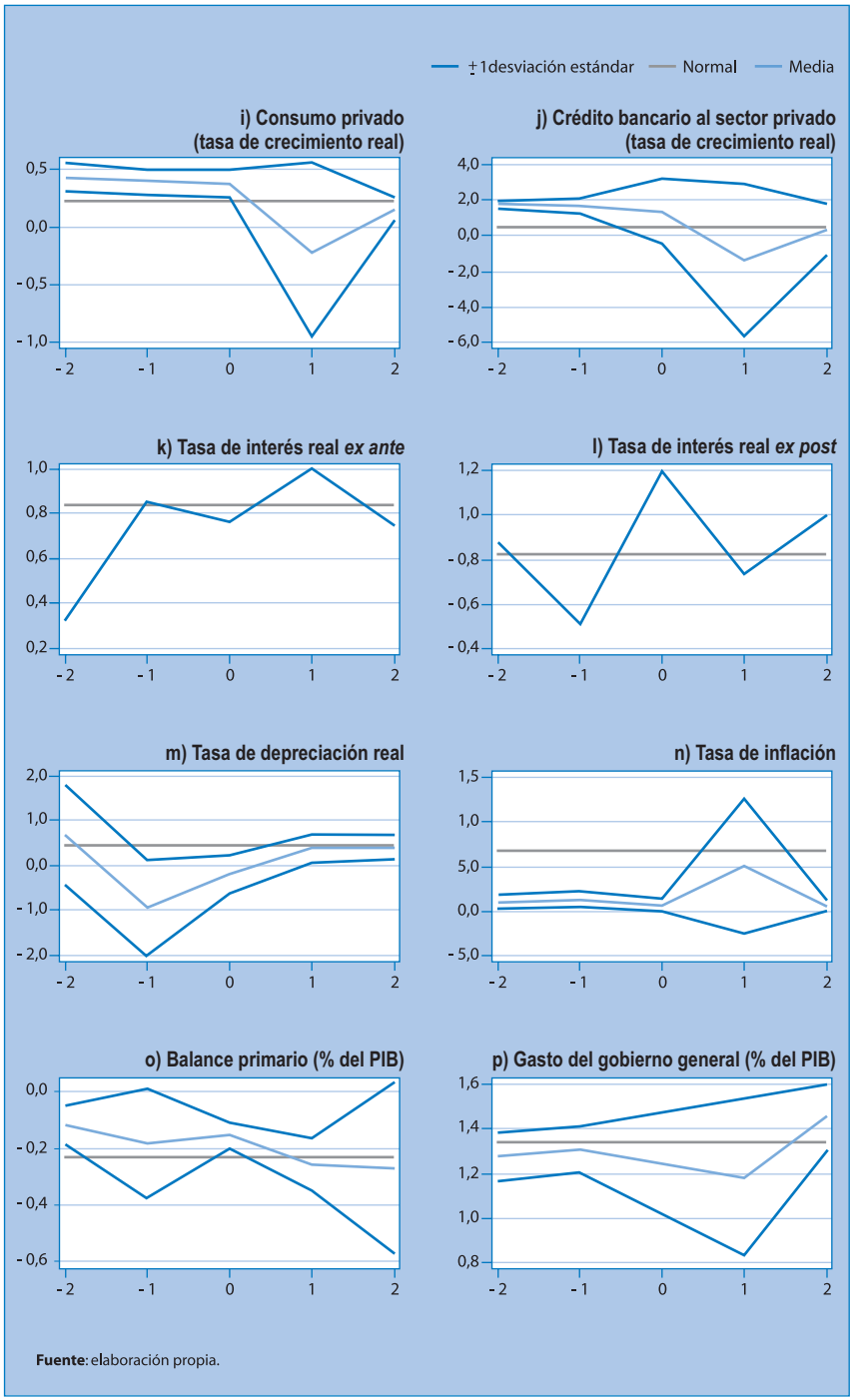



Continúa

Continuación

**Gráfico 6**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Bolivia**




**Fuente**: elaboración propia.

Las importaciones y exportaciones de bienes y servicios no presentan variaciones importantes alrededor del evento. El gasto interno se desacelera severamente: la formación bruta de capital fijo pasa de crecer un 22% real en el año previo a contraerse en un 2% real en el año del evento. Por su parte, el consumo privado se desacelera ligeramente en el año del evento –aproximadamente un 1% real– y se contrae un 2% real en el año siguiente.

El comportamiento del crédito bancario al sector privado sugiere que el sistema financiero ha contribuido a amplificar el efecto de los *shocks* externos. En promedio, el crédito bancario al sector privado se expande en un 17% real el año previo al evento, un 14 % real en el año del evento y se contrae un 13% real en el primer año post evento. En el episodio más reciente (1999) la tasa de crecimiento real del crédito bancario cae en 12 puntos porcentuales en el año del evento y se torna negativa en los dos años que siguen a éste.

La política monetaria y cambiaria parece no haber jugado un rol contracíclico en Bolivia. En el episodio más reciente, la tasa de interés real *ex-ante*[12] se reduce ligeramente (menos de un punto porcentual), la tasa de interés real *ex-post* se incrementa en siete puntos porcentuales y el tipo de cambio real se aprecia en cerca de un 3%.

La política fiscal no aparece como un factor amplificador de los *shocks* externos en Bolivia. En los dos episodios identificados se observa un deterioro en el balance primario del sector público en los años *post* evento. Además, el gasto del gobierno general tiende a aumentar durante el año del evento.

**Colombia**

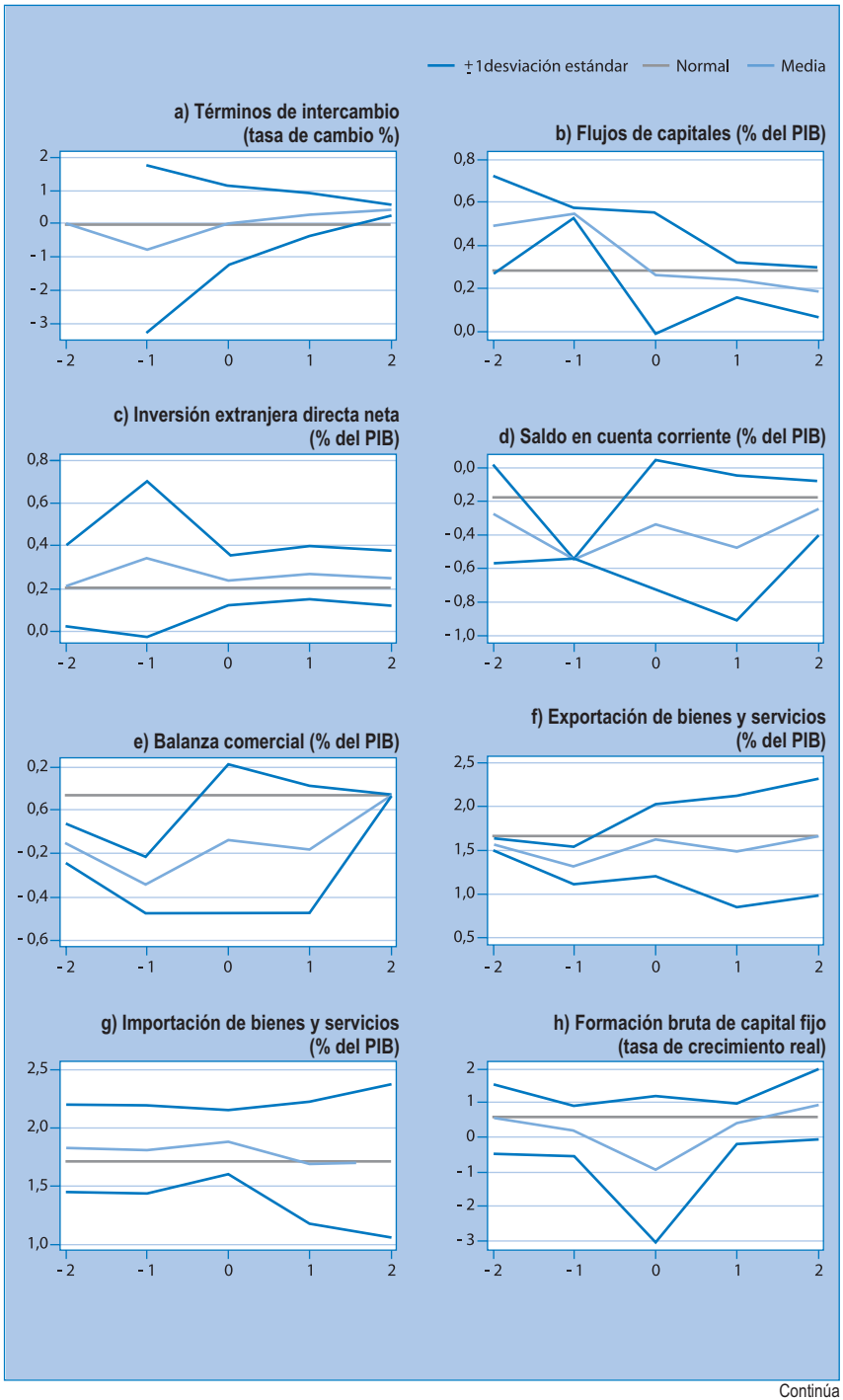
En Colombia identificamos cuatro episodios de desaceleraciones severas ocurridos en 1982, 1998, 1999 y 2001. En el episodio promedio, la tasa de crecimiento del producto cae en 2,6% y el nivel del producto se contrae en un 0,3%. La mayor desaceleración ocurrió en el episodio de 1999 –la tasa de crecimiento cayó en cerca de cinco puntos porcentuales y el nivel de producto se contrajo en un 4,3%.

En Colombia (ver Gráfico 7, pág. siguiente), el evento se caracteriza por una reversión en los flujos de capitales del orden de tres puntos porcentuales del producto. La inversión extranjera directa neta se contrae en un punto porcentual del producto, pero se mantiene por sobre su nivel de períodos normales. Los términos de intercambio caen en un 7% en el año previo al evento y se mantienen prácticamente constantes en el año de la desaceleración.

12 La tasa de interés corresponde a las letras del tesoro con madurez de 91 días. Se estima la inflación esperada usando un modelo autorregresivo de orden 1.

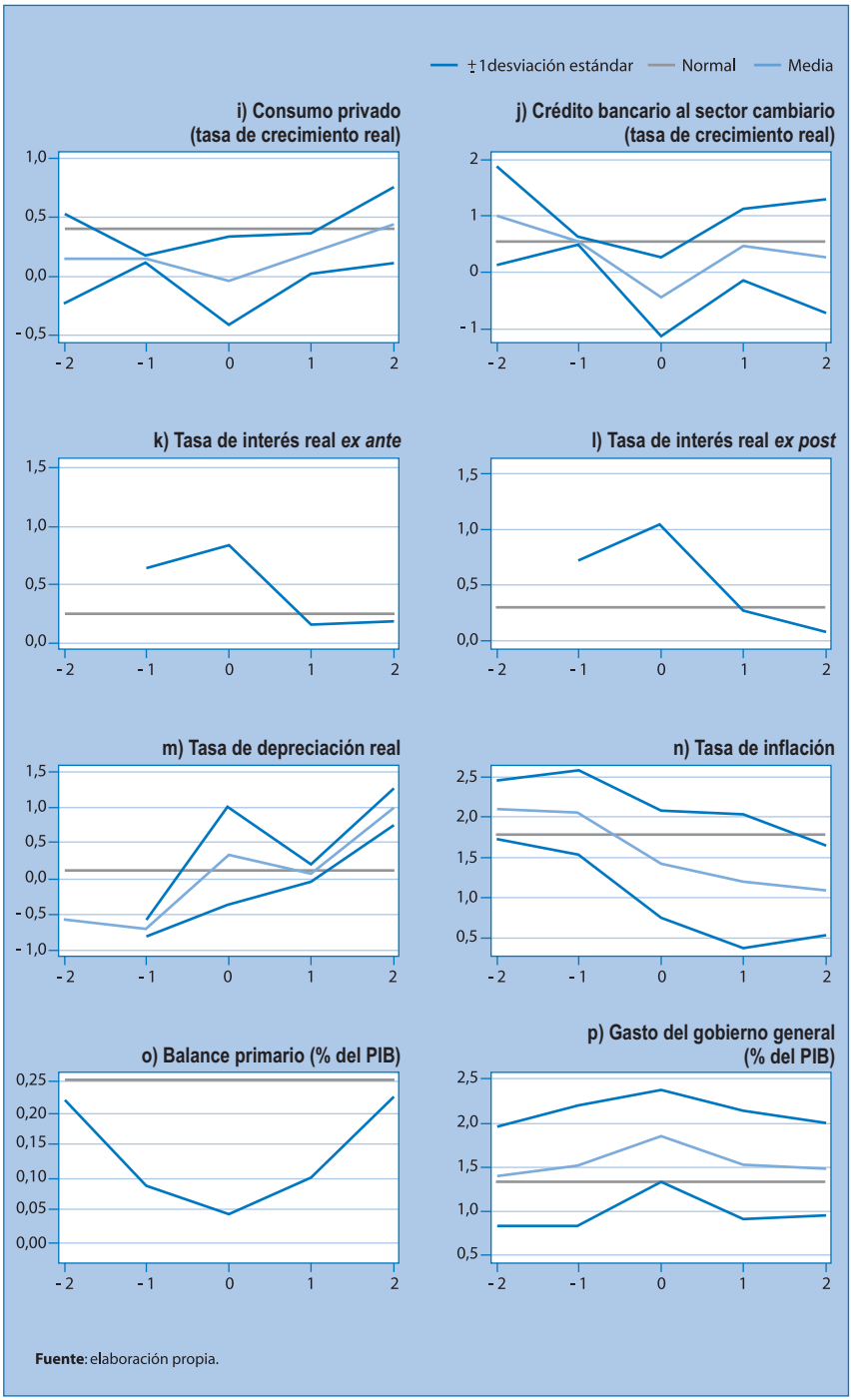
*Gráfico 7*

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Colombia**




Continúa

Continuación




**Fuente**: elaboración propia.

El déficit en balanza comercial se reduce en el año del evento: las exportaciones de bienes y servicios se incrementan en casi 3% del producto y las importaciones de bienes y servicios aumentan ligeramente. La formación bruta de capital fijo se contrae en un 9,1% real y el consumo privado un 0,3% real en el año del evento.

Entre los factores domésticos, potencialmente amplificadores de los *shocks* externos, se observa que el sistema financiero parece haber actuado como una fuente magnificadora del efecto de los *shocks*. El crédito bancario al sector privado crece sobre su tasa de crecimiento de períodos normales en los dos años previos al evento. En el año del evento, el crédito bancario se contrae en más de un 4% real; mientras que en los años siguientes se expande a tasas por debajo de su tasa de crecimiento de períodos normales.

La política monetaria parece haberse orientado a contrarrestar los efectos adversos de los *shocks* externos en el caso de Colombia. En los episodios de fines de la década de los noventa se observa que el tipo de cambio real se deprecia 6,4% en 1998, 9,7% en 1999 y 3,2% en 2001. Sólo en el episodio de 1998 las tasas de interés reales *ex-ante* aumentan de modo considerable –alrededor de diez puntos porcentuales. En el episodio de 1999 las tasas caen en igual magnitud, y en el ocurrido en 2001 se incrementan ligeramente (poco más de un punto porcentual).

La política fiscal presenta un comportamiento contracíclico: el superávit primario se contrae en el año del evento y se mantiene por debajo de su nivel de períodos normales en los años que siguen al episodio.

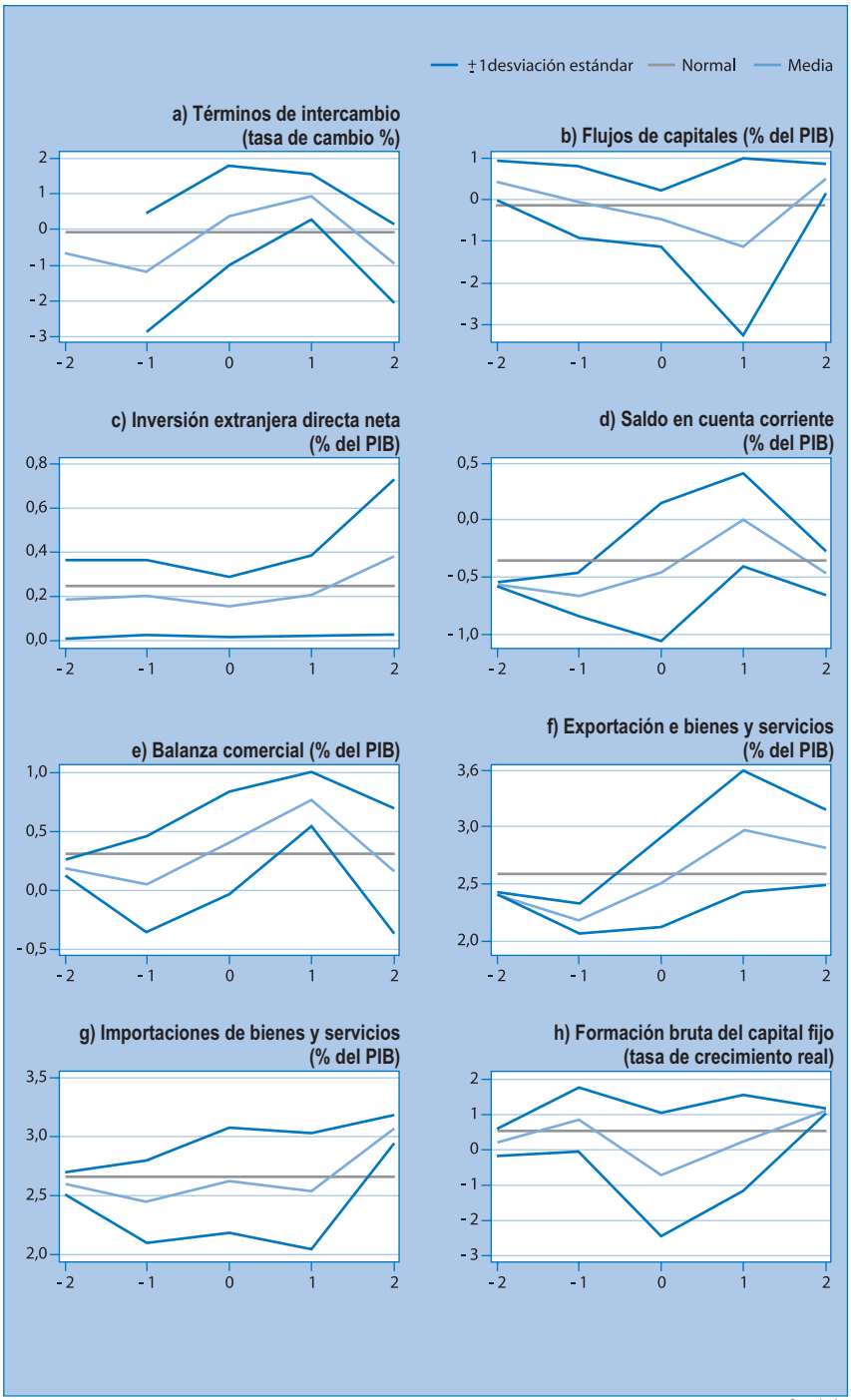
**Ecuador**

En Ecuador se identifican seis episodios de desaceleraciones severas ocurridos en 1982, 1983, 1987, 1989, 1995 y 1999. En promedio la tasa de crecimiento del producto se redujo en 6,2 puntos porcentuales y el nivel del producto se contrajo en un 2% en el año del evento. La mayor desaceleración ocurrió en 1989, cuando la tasa de crecimiento del producto se redujo desde casi un 10% a 0,2%. La mayor contracción en el nivel de producto ocurrió en el episodio de 1999 –la tasa de crecimiento del producto se redujo en 8,6 puntos porcentuales y el nivel del producto se contrajo un 6,5%.

En este país el evento es precedido por una caída sostenida de los términos de intercambio –7% y 12% en los dos años previos al evento, respectivamente. En el año de ocurrencia los términos de intercambio mejoran ligeramente (3%). Los capitales internacionales se revierten en cuatro y siete puntos porcentuales del producto en el año del evento y el primer año que sigue al evento, respectivamente. La inversión extranjera directa neta cae ligeramente (0,4 puntos porcentuales del producto) en el año del evento.

**Gráfico 8**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Ecuador**

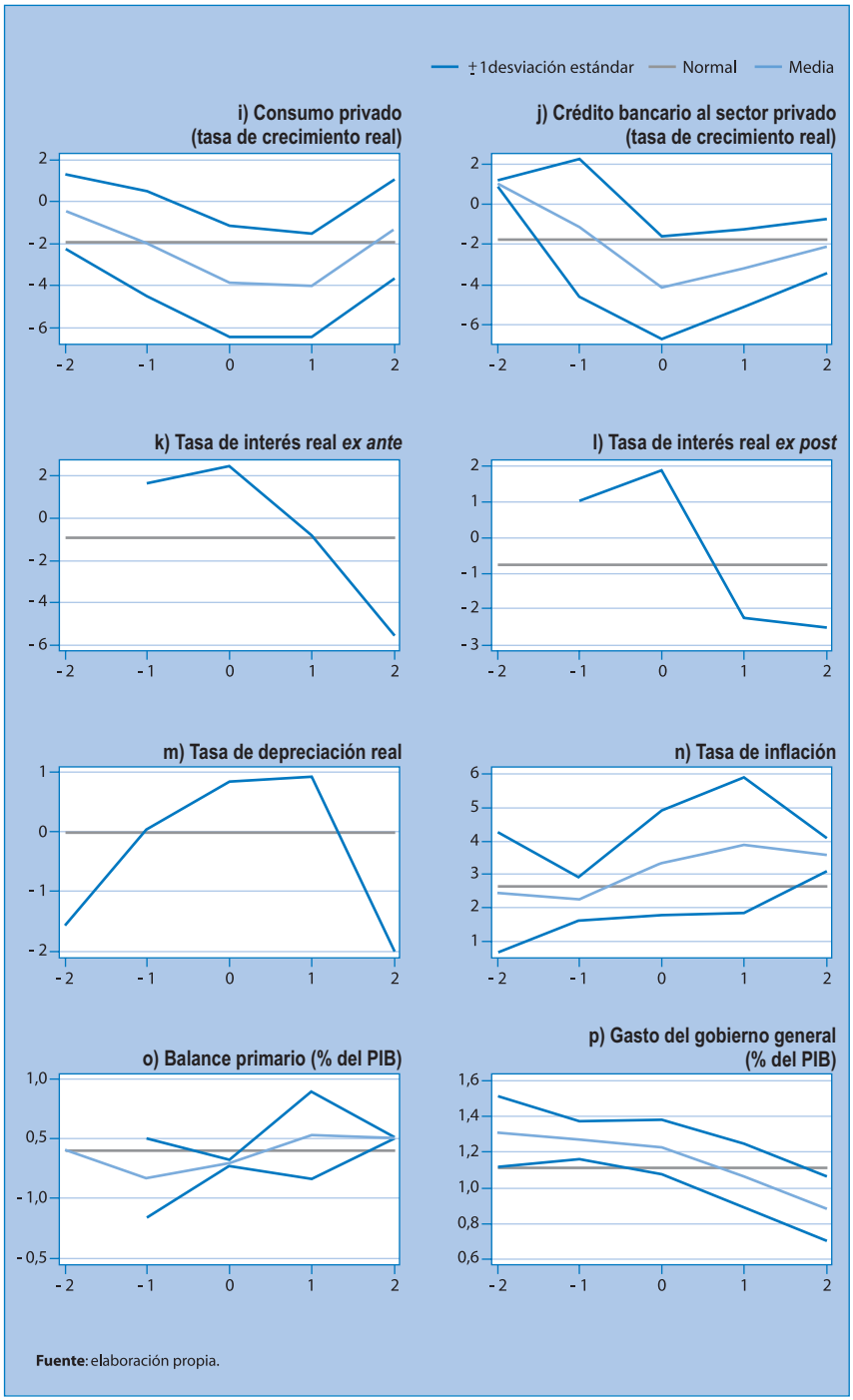



Continúa

Continuación

**Gráfico 8**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Ecuador**




**Fuente**: elaboración propia.

Tanto las exportaciones como las importaciones totales aumentan en relación al producto en el año del evento. El gasto interno se desacelera severamente: la formación bruta de capital fijo se contrae en un 7% real y el consumo privado en un 38% real en el año del evento.

En Ecuador, tanto el sistema financiero como la política fiscal aparecen como fuentes de amplificación de los *shocks* externos. El crédito bancario al sector privado se contrae un 41% real el año de evento y un 32% real en el año siguiente. El superávit primario del sector público pasa de 1,75% del PIB en el año previo al evento a más de 3% del PIB en el año del evento y a más de 5% del PIB en el año siguiente.

Las políticas monetarias y cambiarias en Ecuador también pueden caracterizarse como procíclicas. La tasa de interés real *ex-ante* aumenta dramáticamente, a la vez que el tipo de cambio real se deprecia en más de un 30%.

**Perú**

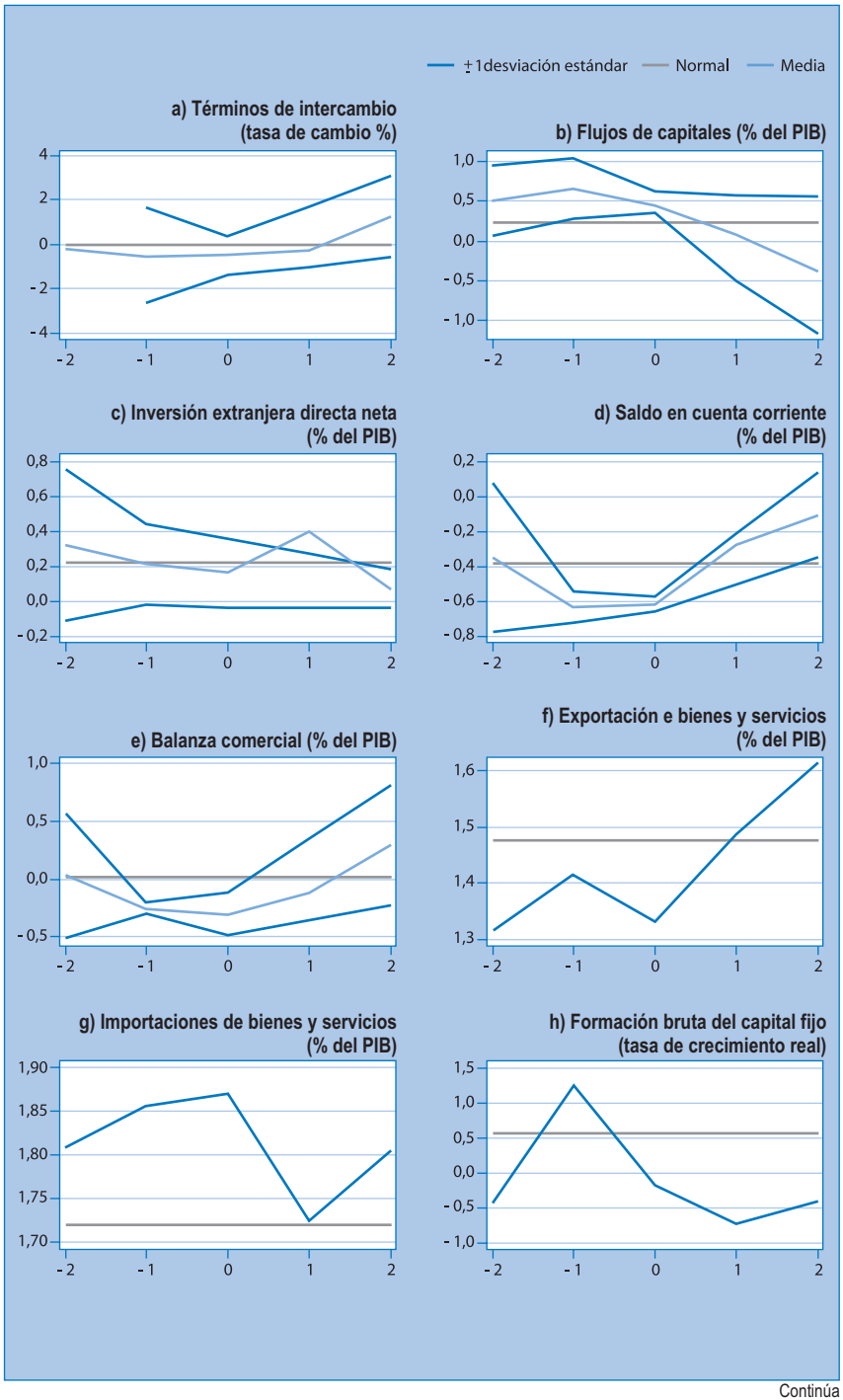
En Perú identificamos dos episodios de desaceleraciones severas ocurridos los años 1982 y 1998[13]. En promedio, la tasa de crecimiento del producto cae en seis puntos porcentuales y su nivel se contrae un 0,5% en el año del evento. La mayor desaceleración ocurrió en el episodio más reciente, cuando la tasa de crecimiento del producto se redujo en más de siete puntos porcentuales.

Entre las variables asociadas a *shocks* externos se observa tanto un deterioro en los términos de intercambio como una reversión en los capitales internacionales en el año del evento (ver Gráfico 9). Los términos de intercambio acumulan una caída de más de 10% entre el año del evento y el año precedente. Los flujos de capitales privados se contraen en dos puntos porcentuales del producto en el año del evento y en 3,5 puntos porcentuales del producto en el primer año *post*-evento. La inversión extranjera directa neta se reduce en 0,5 puntos porcentuales del producto en el año del evento.

13 Se descartan los años 1988, 1989 y 1990 por coincidir con un período hiperinflacionario.

*Gráfico 9*

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Perú**

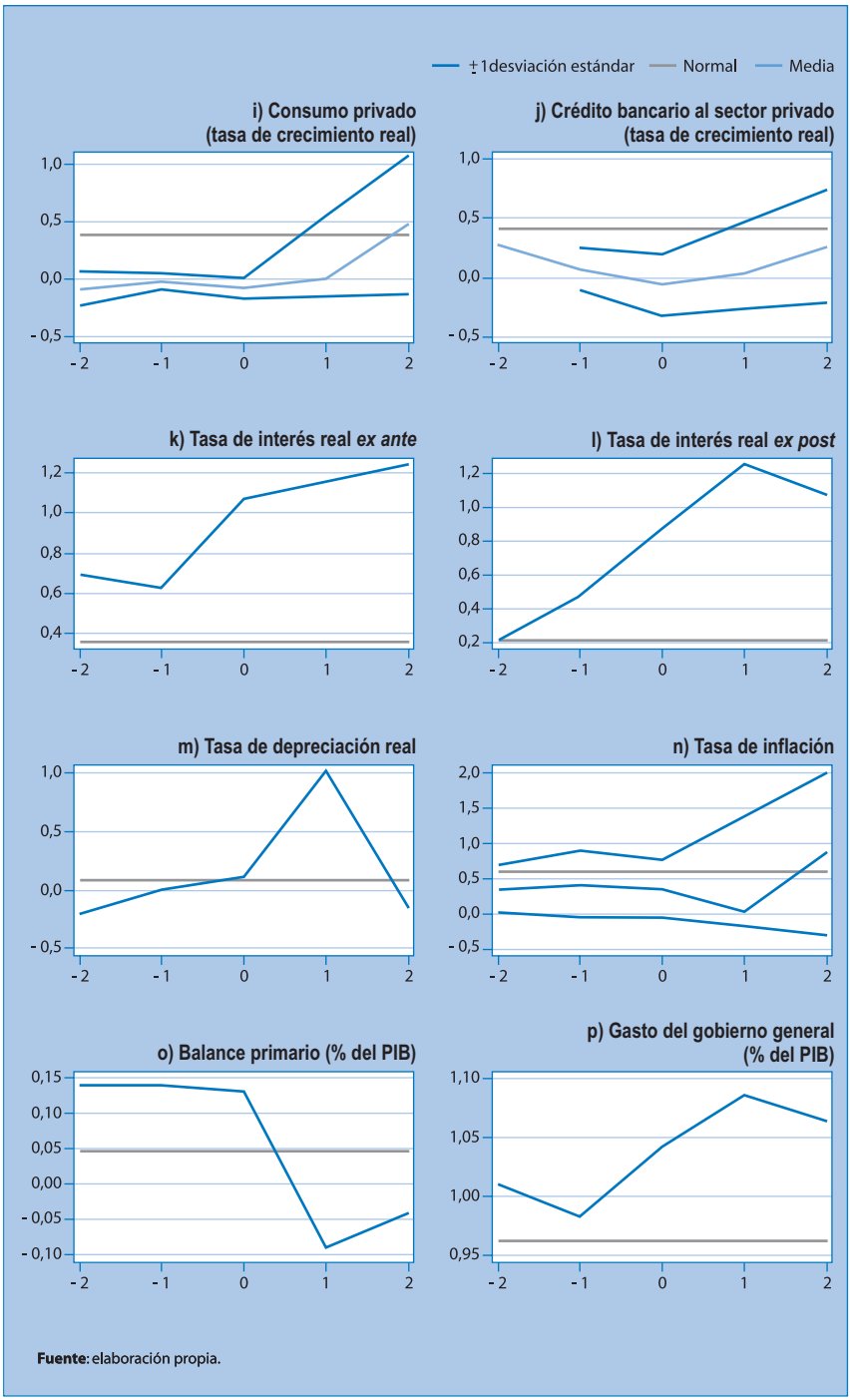



Continúa

Continuación

**Gráfico 9**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Perú**




**Fuente**: elaboración propia.

Las exportaciones de bienes y servicios caen ligeramente (alrededor de un punto porcentual del producto) por debajo de su promedio de períodos normales en el año del evento, y se recuperan hacia el primer año *post*-evento. Las importaciones de bienes y servicios se mantienen por sobre su nivel promedio de períodos normales. La formación bruta de capital fijo (real) crece al doble de su tasa de crecimiento de períodos normales en el año previo al episodio promedio, y se contrae en un 1,6% en el año del evento. El consumo privado también se contrae en términos reales en el año del evento.

El sistema financiero parece haber contribuido a exacerbar el efecto de los *shocks* adversos en Perú. El crédito bancario al sector privado se desacelera progresivamente a partir del segundo año pre-evento (t=-2), y llega a contraerse en más de un 6% real hacia el segundo año *post*-evento.

La política monetaria/cambiaria también aparece como un factor desestabilizador de la actividad real, al menos en el episodio más reciente de 1998. La tasa de interés real[14] *ex-ante* se incrementa en alrededor de cuatro puntos porcentuales en el año de la desaceleración severa, y el tipo de cambio efectivo real se deprecia sólo moderadamente (poco más de un 1%)[15].

La política fiscal, en cambio, parece haber actuado de manera contracíclica. El balance primario se reduce ligeramente en el año del evento y se torna deficitario en el año inmediatamente posterior al evento.

**Venezuela**

En este país identificamos cuatro episodios de desaceleraciones severas ocurridos los años 1983, 1989, 1999 y 2002. En promedio la tasa de crecimiento del producto se reduce en diez puntos porcentuales en el año del evento, mientras que su nivel se contrae en 7,3%. La mayor desaceleración ocurrió en el episodio de 1989, cuando la tasa de crecimiento del producto se redujo en 14 puntos porcentuales.

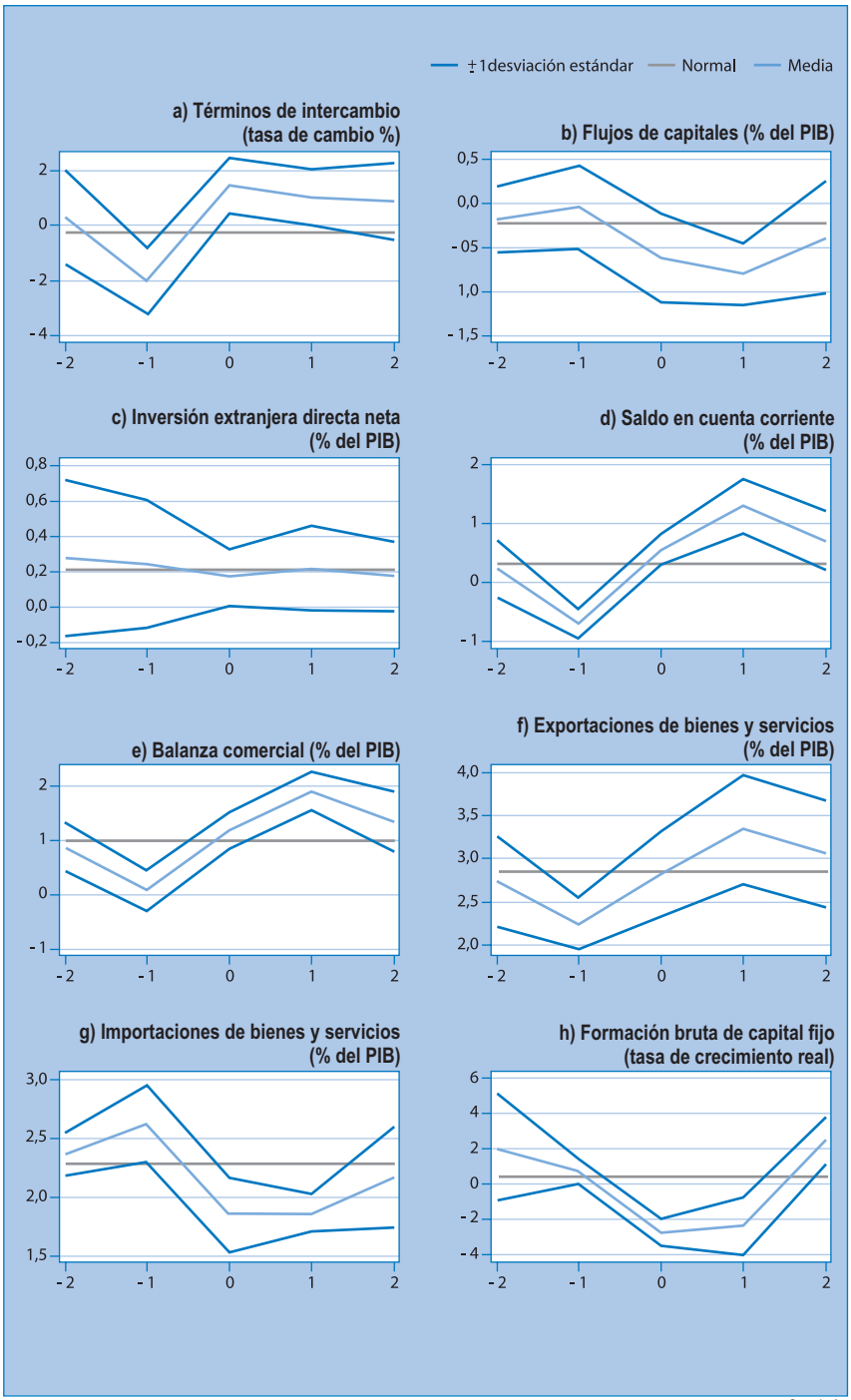
En Venezuela el episodio promedio es precedido por una severa caída en los términos de intercambio con un 21% (ver Gráfico 10), acompañado por una reversión de los flujos de capitales internacionales de alrededor de seis puntos porcentuales del producto. La inversión extranjera directa (neta) se contrae en menos de un punto porcentual del producto en el año del evento.

14 Corresponde a la tasa de los certificados de depósito.

15 CEl examen de los datos trimestrales muestra que durante el segundo trimestre de 1998, cuando el producto se contrae en un 2,5% (respecto a igual período del año anterior), la tasa de descuento se eleva desde un 17% a un 30% (nominal), mientras que el tipo de cambio efectivo real se deprecia en un 0,8%.

**Gráfico 10**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Venezuela**

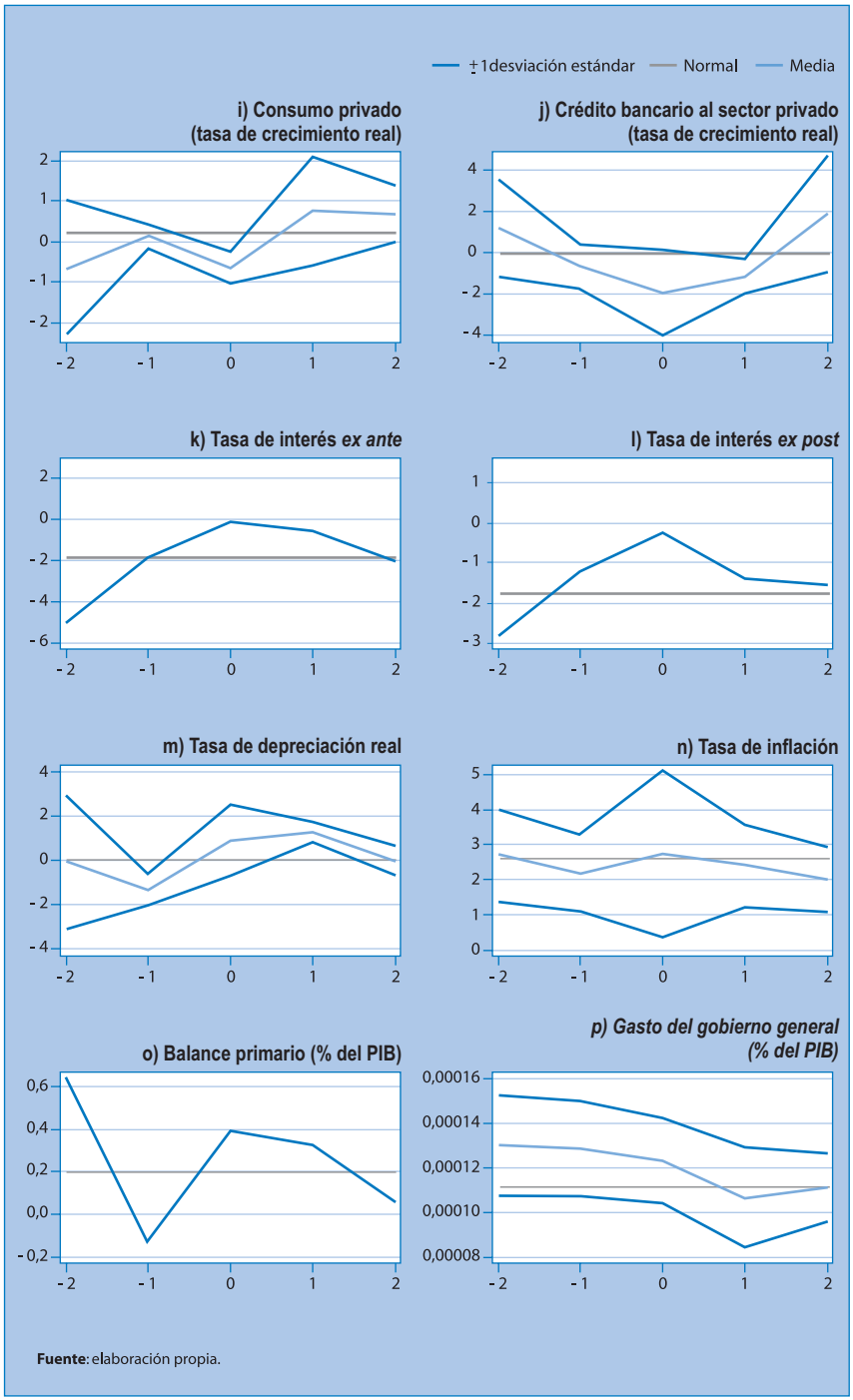



Continúa

Continuación

**Gráfico 10**

**Anatomía de las desaceleraciones severas en Venezuela**




**Fuente**: elaboración propia.

Las exportaciones de bienes y servicios aumentan desde un 22% del producto en el año pre-evento a un 28% del producto en el año del evento. Las importaciones totales se contraen desde un 26% del producto a un 19% del producto, en igual período. La formación bruta de capital fijo crece en términos reales por sobre su promedio de años normales en el año previo al evento, y se contrae fuertemente en el año del evento –en más de un 27% real. El consumo privado se contrae en un 6% real en el año del evento.

El sistema financiero parece haber contribuido a profundizar las contracciones del producto en Venezuela. El crédito bancario al sector privado se contrae un 20% real en el año del evento, y un 12% real en el primer año *post* evento. El comportamiento de las tasas de interés reales y el tipo de cambio real en los episodios más recientes es consistente con una política monetaria/cambiaria que ha sido procíclica. En el episodio de 1999, la tasa de interés real *ex-ante* se reduce levemente (dos puntos porcentuales), a la vez que el tipo de cambio efectivo real se aprecia un 13%. En el episodio más reciente (2002), en cambio, se observa una fuerte depreciación real (24%) acompañada por un alza cercana a los 18 puntos porcentuales en la tasa de interés real *ex-ante*.

La política fiscal también parece haber contribuido a amplificar el efecto de los *shocks*. El balance fiscal primario pasa de un déficit de más de un punto porcentual del producto en el año previo al evento a un superávit de más de un 4% del producto en el año del evento.

**Las desaceleraciones severas en perspectiva**

En general, los resultados expuestos anteriormente son consistentes con la visión de que *shocks* externos adversos originados en los mercados internacionales de bienes y capitales han tendido a gatillar los episodios de desaceleraciones severas en los países andinos. Los flujos de capitales se revierten, en promedio, en alrededor de tres puntos porcentuales del producto en el año del evento.

Bolivia es el único país andino en que los flujos de capitales no se contraen en el año del episodio promedio. En todos los países de la sub-región se observan caídas en los términos de intercambio en el año del evento o en el año inmediatamente precedente. El deterioro en los términos de intercambio es especialmente severo en los casos de Ecuador y Venezuela –donde caen un 12% y un 20% el año previo al evento, respectivamente.

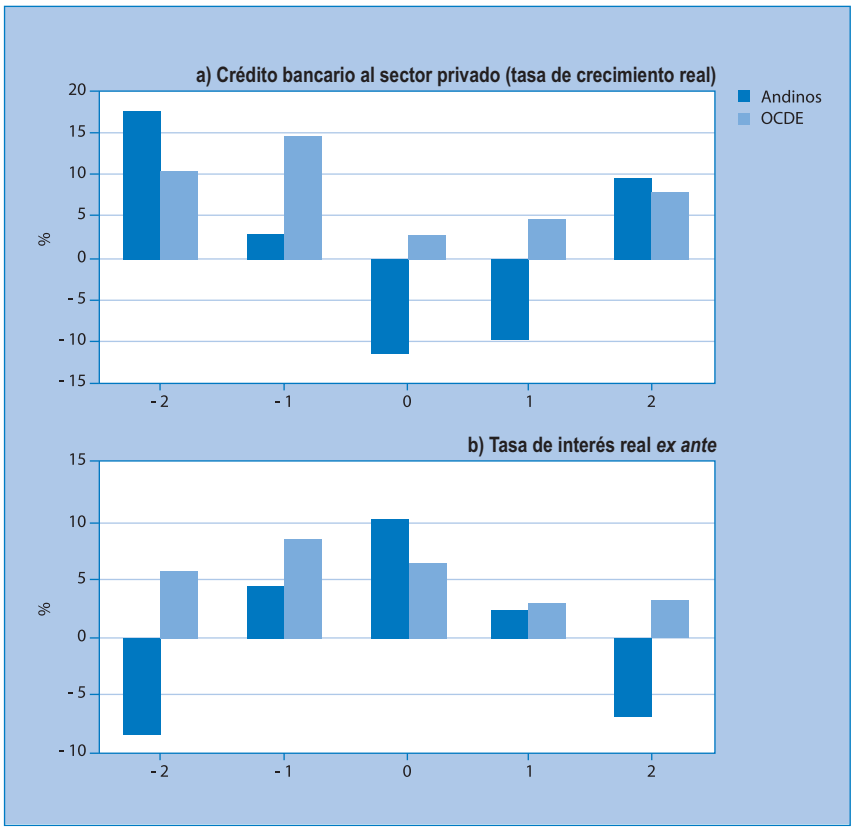
Los episodios de desaceleración severa en los países andinos se caracterizan por una fuerte caída en la tasa de crecimiento real de la formación bruta de capital fijo y el consumo privado. La contracción en la formación bruta de capital fijo real en el año del evento es más severa que la observada en el grupo de países de la OCDE (Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda). En contraste con lo que

se observa en los países avanzados, donde el consumo privado se expande en casi un 1% real, en las naciones andinas éste se contrae –en promedio– un 10% real en el año del evento. Esto presumiblemente está asociado a la incapacidad de los agentes domésticos para "suavizar" el consumo intertemporalmente como consecuencia de mercados financieros poco desarrollados.

Entre las fuentes domésticas de amplificación de los *shocks* externos, el sistema financiero aparece en todos los casos como un factor que ha contribuido a profundizar los episodios de desaceleraciones severas en los países andinos. En promedio, el crédito bancario al sector privado se contrae en un 11% real en el año del evento. En contraste, en el grupo de países de la OCDE el crédito bancario al sector privado crece cerca de un 3% real en el año del evento (ver Gráfico 11, panel a). Además, la recuperación del crédito al sector privado es más rápida en los países de la OCDE: en los años que siguen al evento el crédito bancario crece a tasas cercanas al 5% real. En lo países andinos, en cambio, el crédito bancario continúa contrayéndose –en cerca de 10% real– en el primer año que sigue al evento.

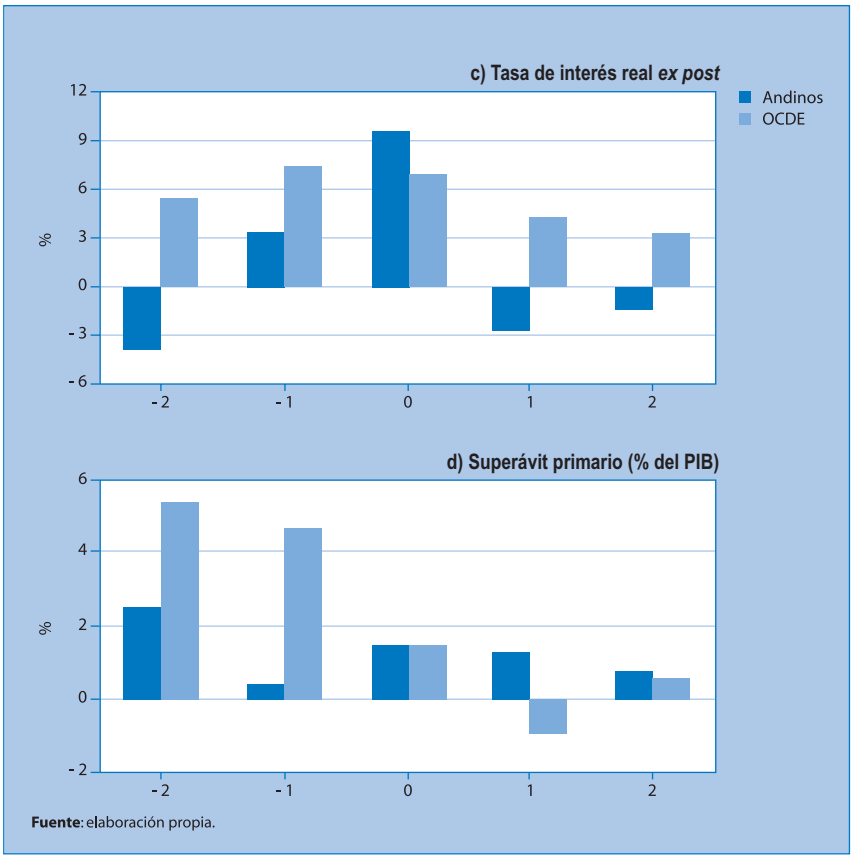
**Gráfico 11**

**Desaceleraciones severas: países andinos vs. países OCDE**




Continúa

Continuación




**Fuente**: elaboración propia.

***Gráfico 11***

**Desaceleraciones severas: países andinos vs. países OCDE**

La política monetaria también parece haber jugado un rol en la magnificación de los *shocks* externos en los países andinos. La evolución de las tasas de interés reales *ex-ante* sugiere que la política monetaria fue procíclica en la mayor parte de los casos. En contraste con lo observado en el grupo de países de la OCDE, donde la tasa de interés real cae en el año del evento y en el año que sigue al evento, en los países andinos se observa un aumento en la tasa de interés real en el año de la desaceleración (ver Gráfico 11, panel b).

La evidencia sugiere que las autoridades han priorizado la defensa del tipo de cambio en varios de los episodios estudiados. El tipo de cambio real se aprecia en algunos de los episodios andinos más recientes (3% Bolivia en 1999 y 13% Venezuela en 1999), y se deprecia moderadamente en otros (1,6 % Ecuador en 1995 y 1% Perú en 1998). A diferencia de lo observado en economías de la OCDE como Australia y Nueva Zelanda, donde las depreciaciones reales ocurridas en los años de desaceleraciones severas son acompañadas por caídas en las tasas de interés reales, en los países andinos –con la excepción de Colombia– las

depreciaciones reales son acompañadas de alzas importantes en las tasas de interés (Ecuador, 1999 y Venezuela, 2002).

La política fiscal también aparece como un factor doméstico que ha contribuido a amplificar el efecto de los *shocks* externos en algunos de los países andinos. El panel d del Gráfico 11 muestra el contraste entre la experiencia del grupo de países de la OCDE y los andinos. En los primeros, el balance primario –como porcentaje del producto– se reduce en el año del evento y se torna deficitario en el primer año *post* evento. En los países andinos, en cambio, el balance primario aumenta en el año del evento y cae sólo ligeramente en el primer año *post* evento. Ecuador y Venezuela son los países andinos en los que la política fiscal parece haber jugado un rol más procíclico en los episodios de desaceleraciones severas.

El Cuadro 3 presenta un resumen del tipo de los *shocks* externos y de los factores domésticos que han contribuido, respectivamente, a originar y profundizar las desaceleraciones en cada uno de los países andinos.

**Cuadro 3 *Shocks* externos y mecanismos de amplificación en los países andinos**

| | | Bolivia | Colombia | Ecuador | Perú | Venezuela |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Fuente de *shocks* | Términos de intercambio | SÍ | ? | SÍ | SÍ | SÍ |
| | Reversión de flujo de capitales | ?* | SÍ | SÍ | SÍ | SÍ |
| Factores amplificadores | Sistema financiero | SÍ | SÍ | SÍ | SÍ | SÍ |
| | Política monetaria | SÍ | NO | SÍ | SÍ | SÍ |
| | Política fiscal | NO | NO | SÍ | NO | SÍ |

**Nota:** *la experiencia de Bolivia es mixta. En el episodio de 1992 los flujos de capitales privados netos aumentaron en más de cinco puntos del producto en el año del evento. En 1999, en contraste, se contrajeron en más de tres puntos del producto.
**Fuente:** elaboración propia.

## *Shocks* externos, volatilidad agregada y política monetaria

Reducir la volatilidad agregada a los niveles de los países industriales es una tarea que requiere avanzar en varios frentes. Las respuestas de política orientadas a reducir la vulnerabilidad de las economías andinas a los *shocks* externos pueden ser clasificadas en dos grupos: aquellas que se concentran en atacar la fuente de los *shocks* y reducir su incidencia e impacto directo sobre la economía, y aquellas orientadas a atenuar el efecto amplificador de los factores domésticos endógenos.

Las primeras incluyen medidas tendentes a acotar la volatilidad de los términos de intercambio y de los flujos de capitales internacionales –por ejemplo, vía di-

versificación de las canastas de exportación o la imposición de restricciones a los movimientos de capitales foráneos– y la adopción de mecanismos de autoaseguramiento frente a estas perturbaciones –tales como fondos de estabilización de precios de materias primas y un manejo prudente del *stock* de reservas internacionales. Entre las segundas, se encuentran aquellas orientadas a disminuir el grado de prociclicidad de las políticas domésticas –fiscales y monetarias–, y a reducir la incidencia de *crunches* de crédito durante los períodos recesivos.

El resto de este trabajo se concentra en este segundo grupo de políticas. Es decir, se toma como dada la existencia de una alta volatilidad en términos de intercambio como en los flujos de capitales a los países andinos, y se concentra en la identificación de políticas capaces de reducir el efecto amplificador de esos *shocks*. En particular, nos abocamos al estudio de los aspectos monetario-financieros del proceso de magnificación de los *shocks* externos.

## Política cambiaria contracíclica y sistemas cambiarios alternativos: un marco conceptual

La conveniencia de utilizar el tipo de cambio con fines contracíclicos ha sido objeto de un intenso y extendido debate en economía internacional. El argumento clásico en favor de la flexibilidad cambiaria fue expuesto por Milton Friedman en 1953: si los precios se mueven lentamente, es más rápido y menos costoso mover el tipo de cambio nominal en respuesta a un *shock* que requiere de un ajuste en el tipo de cambio real. La alternativa es esperar hasta que el exceso de oferta en los mercados del trabajo y de bienes empuje los precios nominales de bienes hacia abajo. Sin embargo, es probable que el proceso termine siendo largo y doloroso, especialmente bajo condiciones de inflexibilidad de precios y salarios a la baja. La analogía utilizada por Friedman es sugerente: cada año es más fácil moverse al horario de verano que coordinar a un gran número de personas y mover todas las actividades en una hora.

Los beneficios de la flexibilidad cambiaria son especialmente importantes si el país en cuestión es frecuentemente golpeado por *shocks* externos reales. Si los *shocks* a los mercados de bienes prevalecen sobre los *shocks* monetarios, entonces un tipo de cambio flexible es preferible a un tipo de cambio fijo (Mundell, 1963). Y, por supuesto, la variabilidad externa real es particularmente alta para exportadores de productos primarios y/o países altamente endeudados en el exterior.

Estos argumentos en favor de la flexibilidad cambiaria han sido atacados desde distintos frentes en los últimos años. Una objeción importante presentada inicialmente por Hausmann *et al* (2001) cuestiona la validez de los argumentos clásicos para países en desarrollo. Un problema, de acuerdo a estos autores, radica en la presencia de indexación salarial. Bajo condiciones de alta indexación salarial, es poco probable que una depreciación nominal conduzca a una depreciación real,

lo que hace a los banqueros centrales reacios a usar la política cambiaria con fines contracíclicos.

Otra dificultad radica en el clásico problema del peso: en países en que la política monetaria es poco creíble, los movimientos en el tipo de cambio nominal tienden a ser anticipados por cambios en las tasas de interés nominales, de manera que las tasas reales no caen (y podrían de hecho subir) en respuesta a *shocks* adversos. Hausmann *et al* (2001), contrastan ambas hipótesis con datos latinoamericanos y encuentran cierto grado de respaldo a sus argumentos. Su influyente conclusión: la flexibilidad cambiaria no asegura mayor asilamiento de los *shocks* externos reales o mayor autonomía monetaria y, al mismo tiempo, carece de la credibilidad provista por un sistema de tipo de cambio fijo.

El punto ha sido expandido y enfatizado por Calvo y Reinhart (2000a, 2000b, 2002) y Hausmann *et al* (2001), quienes documentan la renuencia de países con regímenes aparentemente flexibles a permitir que el tipo de cambio flote (fenómeno denominado *fear of floating*). Como resultado, argumentan estos autores, la volatilidad de las tasas de interés no es más baja en países con tipos de cambio flexibles, como la teoría convencional predeciría.

Esta ola de escepticismo respecto a las propiedades aislantes de los tipos de cambio flexibles en países en desarrollo ha sido influyente, pero existen tanto argumentos teóricos como razones empíricas para tratar a los incrédulos también con algún grado de escepticismo. Comencemos por el tema de la indexación salarial y el *pass-through*. La indexación casi nunca es perfecta, instantánea o formal. Con ajustes nominales parciales o rezagados, las devaluaciones pueden tener efectos, aún cuando éstos sean temporales. La indexación informal puede igualmente ser abandonada si las circunstancias cambian, e incluso contratos formales pueden ser derogados o alterados. Todo depende, por supuesto, del estado de la demanda agregada y de la situación del mercado laboral. Si la devaluación es adoptada en un ambiente recesivo es probable que tenga efectos reales.

Las condiciones iniciales también importan. El argumento de Friedman en favor de la flexibilidad cambiaria ciertamente no sugiere usar el tipo de cambio nominal para mantener la actividad real lejos de su nivel de equilibrio. Por el contrario, sugiere dejar que el tipo de cambio nominal se mueva para ajustar los precios relativos al nuevo nivel de equilibrio, después de que un *shock* ha hecho obsoleta la antigua constelación de precios relativos. Por consiguiente, una depreciación nominal que tiene lugar en una situación de sobrevaluación inicial tendrá distintas consecuencias reales a las de una que ocurre partiendo de una posición de equilibrio.

Y la credibilidad de la autoridad monetaria puede ser importante para los efectos reales de una depreciación nominal. Como argumentan Calvo y Reinhart (2002), una depreciación causada por un aumento transitorio en la oferta monetaria, bajos

precios temporalmente rígidos, conducirá a una depreciación real y será típicamente expansiva. Pero una depreciación nominal causada por un aumento permanente de la oferta monetaria eleva las tasas de interés nominales y posiblemente también las reales, y puede se contractiva.

Todo depende, entonces, de la reputación e historial del banco central que implementa la devaluación. Depreciaciones que resultan de un comportamiento monetario imprudente u oportunista seguramente terminarán siendo esperadas por los agentes, y, por lo tanto, no tendrán efectos reales; aquellas ocasionales que responden exclusivamente a *shocks* estocásticos tendrán, casi por definición, efectos reales.

La nueva ola de críticos de los tipos de cambio flexibles también ha desenterrado un viejo argumento: de que bajo ciertas condiciones las devaluaciones en países en desarrollo pueden ser contractivas. Esta visión tiene distinguidos ancestros teóricos, incluyendo al menos a Díaz-Alejandro (1985) y Krugman y Taylor (1978). Y una mirada casual a las crisis recientes sugiere que una devaluación súbita puede ser contractiva. Las situaciones de países como Indonesia, que dejaron flotar sus tipos de cambio tempranamente y experimentaron sustanciales depreciaciones reales parecieron, al menos en un principio, más complicadas que las de aquellos que defendieron la paridad cambiaria. La depreciación real fue culpada por las dificultades para servir la deuda, las quiebras de bancos y empresas y la contracción del producto.

Calvo y Reinhart (2002) intentan confirmar esta evidencia informal y analiza el efecto de devaluaciones durante crisis cambiarias, tanto en mercados emergentes como en países desarrollados. Estos autores muestran que en el corto plazo la evidencia de efectos expansivos es débil incluso en países desarrollados, y que la caída en el crecimiento es mayor en países en desarrollo.

Pero, por supuesto, concentrarse en episodios de crisis dice poco acerca de las propiedades más generales de los tipos de cambio flotantes. Muchas cosas tienden a salir mal durante las crisis, incluyendo algunas (como el surgimiento de expectativas pesimistas) que pueden ser difíciles de controlar econométricamente. El hecho de que las crisis sean seguidas de caídas del producto no es tan sorprendente, independientemente del régimen cambiario. Dejar flotar el tipo de cambio después de un período de fijación es probable que tenga consecuencias muy distintas a las de una depreciación, que sea una característica bien entendida de un régimen de flotación.

Broda (2004) presenta resultados muy distintos de aquellos de Calvo y Reinhart (2002). Este autor usa una muestra *post*-Bretton Woods (1973-1996) de 74 países en desarrollo, y estudia si la respuesta del producto real, el tipo de cambio real y la inflación a *shocks* de términos de intercambio difiere sistemáticamente entre regímenes cambiarios. Broda encuentra que las respuestas del crecimiento y el

patrón temporal del tipo de cambio real son sistemáticamente distintos entre regímenes cambiarios.

Indica que regímenes de tipo de cambio fijo presentan grandes y significativas pérdidas en términos de crecimiento después de un *shock* adverso de términos de intercambio, y el tipo de cambio real sólo se comienza a depreciar después de dos años. Mientras que en contraste, regímenes de tipo de cambio flexible están asociados a pequeñas pérdidas de crecimiento y a grandes e inmediatas depreciaciones reales.

Los resultados de Broda parecen confirmar los argumentos clásicos de que tipos de cambio flexibles son más capaces de absorber *shocks* reales que tipos de cambio fijos. También sugieren que no hay evidencia del fenómeno de *fear of floating* en respuesta a cambios en los términos de intercambio.

Las ventajas de un tipo de cambio flotante como mecanismo de absorción de *shocks* reales deben ser contrastadas con los beneficios derivados de fijar la moneda doméstica a una moneda "dura". El principal argumento en favor de la adopción de tipos de cambio fijos está relacionado con la credibilidad de la política monetaria. En países en que períodos de prolongada inflación han erosionado la credibilidad de la política monetaria, la fijación del tipo de cambio respecto a una moneda "dura" permitiría al país importar credibilidad. Este motivo es el que subyace a la decisión de Argentina de adoptar un "*currency board*" en 1991, y a la decisión de los países europeos de crear una moneda común, en cuyo manejo tienen gran influencia los países del norte de Europa (Alemania, Holanda) con creíbles credenciales anti-inflacionarias.

Sin embargo, los argumentos acerca de los beneficios de un tipo de cambio fijo como solución a un problema de credibilidad descansan, de manera crucial, en la irreversibilidad del sistema cambiario y la experiencia internacional muestra que incluso esquemas cambiarios aparentemente irrevocables –como uniones monetarias– han sido revertidos. Los problemas de los países miembros del Sistema Monetario Europeo a principios de los años noventa y el reciente abandono de la caja de convertibilidad en Argentina, son algunos ejemplos de fijaciones cambiarias "duras" que han terminado por ceder a la presión de los especuladores.

Además, como argumentan Neut y Velasco (2003) en un trabajo reciente, en ambientes altamente inciertos mientras más inflexible y costoso sea abandonar el esquema cambiario, menor será su credibilidad. En un mundo caracterizado por flujos de capitales, términos de intercambio o gasto de gobierno altamente volátiles, a menudo los países devalúan no porque quieran, sino que porque no pueden evitarlo.

Al limitar la flexibilidad, un tipo de cambio fijo garantiza que en los buenos tiempos la devaluación pueda ser menor. Pero con un tipo de cambio fijo sólo se re-

quiere de un *shock* de menor magnitud para que la economía abandone la regla y devalúe. Y, debido a que el castigo es grande, la devaluación también tiende a ser alta en esas situaciones adversas. Se sigue, entonces, que la devaluación esperada podría ser creciente bajo inflexibilidad del sistema cambiario. La adopción de una regla muy exigente con un castigo grande puede reducir, en lugar de aumentar, la credibilidad de la política.

Un segundo argumento en favor de los tipos de cambio fijos, íntimamente relacionado con el anterior, es que este tipo de sistemas tiende a inducir una mayor disciplina fiscal. En un esquema de tipo de cambio fijo, las políticas fiscales laxas se traducen en la pérdida de reservas internacionales lo que puede conducir, eventualmente, a la imposibilidad de seguir sosteniendo la paridad cambiaria. En presencia de costos políticos importantes asociados a una devaluación, la adopción de políticas imprudentes se hace también más costosa, con lo cual la política fiscal tendería a hacerse más disciplinada.

Sin embargo, la capacidad de imponer disciplina por la vía de hacer costosa la imprudencia fiscal no es una propiedad exclusiva de los tipos de cambio fijos. Como ha sido argumentado por Tornell y Velasco (1998, 2000), las políticas fiscales laxas también imponen costos a la autoridad bajo tipos de cambio flexibles. La diferencia entre ambos sistemas radica en la distribución intertemporal de estos costos.

Mientras que bajo un tipo de cambio fijo la autoridad incurre en un costo político una vez que la pérdida de reservas ha hecho imposible seguir manteniendo la paridad, bajo un tipo de cambio flexible las políticas fiscales imprudentes se manifiestan inmediatamente por la vía de movimientos en el tipo de cambio y los precios. Por consiguiente, los tipos de cambio fijos sólo inducen una mayor disciplina fiscal si la inflación entra en la función de pérdidas de la autoridad con una ponderación baja, y si la tasa a la cual la autoridad descuenta el futuro es baja.

El diseño de un esquema cambiario también debe considerar sus implicaciones sobre el funcionamiento del sistema financiero. Un tipo de cambio fijo limita severamente la capacidad de la autoridad de incidir sobre el crédito doméstico. Esto puede ser positivo para evitar una inflación alta, pero puede tener consecuencias adversas para la estabilidad del sector bancario: bajo un esquema de tipo de cambio fijo el sistema bancario doméstico se queda sin un prestamista de última instancia, y en un mundo caracterizado por sistemas de reservas fraccionarias y esquemas de seguros de depósitos imperfectos, esto es una invitación a corridas bancarias autocumplidas. Como Chang y Velasco (2000a) muestran formalmente en un modelo del tipo Diamond y Dybvig (1983)[16], un *currency board*

16 Modelo desarrollado por Diamond, y Dybvig (1983).

sólo hace menos probable una crisis de balanza de pagos con el precio de hacer más probable una crisis financiera.

Por otra parte, las imperfecciones del sistema financiero pueden hacer indeseable la flexibilidad cambiaria. Como ha sido destacado por Krugman y otros, si los productores domésticos enfrentan mercados crediticios imperfectos, una caída en el tipo de cambio real podría exacerbar estas fallas y no estimular la actividad agregada. Calvo (1999) y Calvo y Reinhart (2000a) muestran que la existencia de deuda denominada en dólares puede hacer inconveniente la flexibilidad cambiaria. En casos en que las firmas domésticas o el gobierno se endeudan en esta moneda y además venden bienes no transables y obtienen utilidades en moneda doméstica, una devaluación nominal –si es exitosa en modificar los precios relativos– podría incrementar drásticamente los costos de la deuda en dólares y generar una ola de quiebras corporativas y crisis fiscal.

Sin embargo, el hecho de que la deuda corporativa esté denominada en dólares no es suficiente para concluir que una depreciación nominal y real empeorará el balance de las firmas domésticas. Como destacan Céspedes *et al* (2004), la riqueza neta también depende del nivel de producto y qué tipos de cambio flexibles pueden ayudar a estabilizar a través de los canales Mundell-Fleming tradicionales. El resultado neto es que tras un *shock* adverso la riqueza neta puede ser más alta bajo tipos de cambio flexibles que bajo tipos de cambio fijos.

Para tratar el diseño de un esquema cambiario de manera más formal, la siguiente sub-sección presenta un modelo macroeconómico simple que captura los principales *trade-offs* asociados a la decisión de utilizar activamente el tipo de cambio como herramienta contracíclica.

**El modelo**

El modelo, en la línea de la literatura de inconsistencia dinámica[17], está basado en tres ecuaciones básicas. La primera es una curva de Phillips estocástica aumentada por expectativas:

$$(1)\ \pi = \delta\,(y - \bar{y}) + \pi^e + v$$

donde $\pi$ es la tasa de inflación, $\pi^e$ la tasa de inflación esperada, $y$ es el nivel de producto (en logs), $\bar{y}$ el producto potencial (en logs) y $v$ es un *shock* aleatorio con media cero y varianza $\sigma_v^2$.

17 Los trabajos seminales en el área son Kydland y Prescott (1977).

La demanda agregada depende positivamente del tipo de cambio real y de un *shock* aleatorio:

$$(2)\ y = \gamma^{-1} e + z$$

donde $e$ es el tipo de cambio real (en logs) y $z$ es un *shock* aleatorio con media cero y varianza $\sigma_z^2$. En términos de desviaciones con respecto a la media, la demanda agregada puede ser expresada como sigue:

$$(3)\ y - \bar{y} = \gamma^{-1} (e - \bar{e}) + z$$

Finalmente, la desviación del (log del) tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo está dada por la diferencia entre la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal ($\varepsilon$) y la tasa de inflación ($\pi$):

$$(4)\ \bar{e} - e = \varepsilon - \pi$$

Las ecuaciones (1), (3) y (4) conforman un sistema que determina las tres variables endógenas del modelo: el nivel de producto, el tipo de cambio real y la tasa de inflación.

Las preferencias de la autoridad están resumidas por una función de pérdidas cuyos argumentos son tres: i) las desviaciones del producto respecto a una meta que asumimos mayor o igual al producto potencial de la economía; ii) las desviaciones de la tasa de inflación respecto a una meta que, por simplicidad, asumimos igual a cero; y iii) las desviaciones del tipo de cambio real respecto a su nivel esperado.

$$(5)\ L(y, \pi, e) = \frac{1}{2}(y - k\bar{y})^2 + \frac{\alpha}{2}\pi^2 + \frac{\beta}{2}(e - \bar{e})^2,\ k \geq 1$$

Mientras que los primeros dos argumentos de la función de pérdidas son estándar en los modelos del tipo Barro-Gordon, el tercero merece mayor explicación. La racionalidad para introducir la desviación del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo en la función de pérdidas es la existencia de algún tipo de fragilidad financiera en la economía. En presencia de un alto grado de dolarización de pasivos, la autoridad preferirá minimizar la variabilidad del tipo de cambio real de modo tal de evitar efectos adversos sobre los balances de las firmas.

El problema de la autoridad consiste en elegir la tasa de depreciación nominal que minimiza la pérdida sujeta a las restricciones impuestas por las ecuaciones (1), (3) y (4). Asumiendo que los agentes forman sus expectativas racionalmente, la regla de política óptima[18] está dada por:

18 En el resto de esta sección se define "política óptima" como aquella que minimiza la pérdida de la autoridad bajo discreción.

$$(6)\ \varepsilon^* = \frac{(k-1)\,\bar{y}}{\alpha\delta} + \left(\frac{\beta\delta\gamma^2 - \alpha\delta^2\gamma - \gamma}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right) {}^*z + \left(\frac{1+\beta\gamma^2-\alpha\delta\gamma}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right) {}^*v$$

Es decir, la política óptima corresponde a un régimen cambiario en que la autoridad tiene la discreción para ajustar la tasa de depreciación nominal en respuesta a los *shocks* que golpean a la economía. Un resultado bien conocido de los modelos de inconsistencia dinámica es que en equilibrio, la depreciación esperada es mayor que cero, toda vez que la autoridad desee mantener el producto por sobre su nivel de pleno empleo ($k > 1$).

La respuesta de la autoridad a los *shocks* de oferta y demanda depende de la importancia relativa que le asigna a los distintos objetivos en su función de pérdidas. En el límite, si la autoridad le asigna una alta ponderación a la estabilidad de precios ($\alpha \longrightarrow \infty$), la regla de política óptima estará dada por (7).

$$(7)\ \varepsilon^* = -\gamma\,{}^*z - \frac{\gamma}{\delta}\,{}^*v$$

Es decir, la autoridad responderá tanto a *shocks* de oferta adversos como a *shocks* favorables de demanda, y aprecia el tipo de cambio nominal de manera tal de mantener la inflación bajo control.

Si la autoridad le asigna una alta ponderación a la estabilidad del tipo de cambio real debido, presumiblemente, a un elevado *stock* de deuda corporativa denominado en dólares, ($\beta \longrightarrow \infty$), la regla de política óptima pasa a ser:

$$(8)\ \varepsilon^* = \frac{(k-1)\,{}^*\bar{y}}{\alpha\delta} + \delta\,{}^*z + v$$

En este caso, la respuesta óptima a los *shocks* de oferta y demanda (ambos inflacionarios) consiste en permitir que el tipo de cambio nominal se deprecie de manera tal de minimizar las fluctuaciones del tipo de cambio real.

La pérdida esperada asociada a la regla de política óptima está dada por (9).

$$(9)\ E\,[L\,(y,e,\pi)] = \frac{1}{2}\left\{\left(\frac{1+\alpha\delta^2}{\alpha\delta^2}\right)\right\}(k-1)^2\,\bar{y}^2 + \left[\frac{\beta\gamma^2(1+\alpha\delta^2)}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right]{}^*\sigma_z^2 + \left[\frac{\alpha\,(1+\beta\gamma^2)}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right]{}^*\sigma_v^2\Bigg\}$$

Además de la política óptima, otros dos regímenes cambiarios interesantes de analizar por su importancia de política son aquel en que el de tipo de cambio es creíblemente fijo y el esquema de tipo de cambio flotante con metas de inflación. En este último caso, y asumiendo que la meta de la autoridad es una tasa de inflación igual a cero, la regla de política va a estar dada por (7), es decir, equivale

a la regla de política óptima cuando la ponderación asignada al objetivo inflacionario tiende a infinito.

El Cuadro 4 descompone la pérdida esperada asociada a cada uno de los regímenes cambiarios en tres componentes: i) la pérdida asociada al problema de credibilidad (la pérdida esperada será mayor en la medida que exista un problema de inconsistencia dinámica), ii) la pérdida asociada a la volatilidad de los *shocks* de demanda y (iii) la pérdida asociada a la volatilidad de los *shocks* de oferta[19].

**Cuadro 4 Descomposición de la pérdida esperada bajo regímenes cambiarios alternativos**

| Fuente | Política óptima Bajo discreción | Metas de inflación ( $p = 0$ ) | Tipo de cambio Fijo ( e = 0) |
|---|---|---|---|
| Credibilidad | $\frac{1}{2}\left(\frac{1+\alpha\delta^2}{\alpha\delta^2}\right)(k-1)^2\bar{y}^2$ | $\frac{1}{2}(k-1)^2\bar{y}^2$ | $\frac{1}{2}(k-1)^2\bar{y}^2$ |
| Volatilidad de los *shocks* de demanda | $\frac{1}{2}\left[\frac{\beta\gamma^2(1+\alpha\delta^2)}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right]$ | $\frac{1}{2}\beta\gamma^2$ | $\frac{1}{2}\left[\frac{\gamma^2+(\alpha+\beta)\delta^2\gamma^2}{(\gamma+\delta)^2}\right]$ |
| Volatilidad de los *shocks* de oferta | $\frac{1}{2}\left[\frac{\alpha(1+\beta\gamma^2)}{1+\alpha\delta^2+\beta\gamma^2}\right]$ | $\frac{1}{2}\left[\frac{1+(\alpha+\beta)\gamma^2}{(\gamma+\delta)^2}\right]$ | $\frac{1}{2}\left(\frac{1+\beta\gamma^2}{\delta^2}\right)$ |

**Fuente:** elaboración propia.

Dado que estamos suponiendo que tanto el régimen de tipo de cambio fijo como el de tipo de cambio flotante con metas de inflación son creíbles, –es decir, los agentes esperan que la tasa de inflación sea efectivamente igual a cero– la pérdida esperada asociada al componente de credibilidad es la misma bajo ambos regímenes. Bajo la política óptima, en cambio, la pérdida esperada asociada a este componente es mayor: dado que la autoridad tiene la "tentación" de inflar, los agentes anticipan una tasa de inflación mayor que cero. La pérdida asociada al problema de credibilidad bajo la política óptima tenderá a converger a aquella observada en los regímenes que gozan de completa credibilidad en la medida que la ponderación de la estabilidad de precios en la función de pérdidas de la autoridad sea alta ($\alpha \longrightarrow \infty$) .

En cuanto a la pérdida esperada asociada a la volatilidad de los *shocks*, la política óptima tiende a predominar sobre los otros dos regímenes. Sin embargo, la ventaja de la política óptima es menor mientras menor es la importancia que la au-

19 La descomposición de la pérdida asociada a los shocks de oferta y demanda asume que la varianza de ambos tipos de perturbaciones es igual a uno.

toridad le asigna a la estabilidad de precios. Además, como puede observarse, los coeficientes asociados a la varianza de los *shocks* aleatorios son crecientes en $\alpha$ bajo tipo de cambio fijo pero invariantes con respecto a $\alpha$ bajo metas de inflación. Por consiguiente, el esquema de metas de inflación tenderá a dominar (sobre un régimen de tipo de cambio fijo) en la medida que la autoridad le asigne un mayor peso a la estabilidad de precios.

Por otra parte, a mayor $\beta$ (parámetro asociado al grado de fragilidad financiera), mayor será la pérdida esperada asociada a la varianza de los *shocks* aleatorios bajo los tres regímenes considerados. Sin embargo, el aumento en la pérdida esperada es mayor en el caso del esquema de metas de inflación. Por consiguiente, en economías caracterizadas por un alto grado de fragilidad financiera el esquema de tipo de cambio fijo va a tender a predominar por sobre uno de tipo de cambio flotante con metas de inflación.

Si la autoridad le asigna una ponderación muy alta a la estabilización del producto en detrimento de los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad del tipo de cambio real, la pérdida esperada asociada a la volatilidad de los *shocks* de demanda será mayor bajo tipo de cambio fijo, mientras que aquella asociada a la volatilidad de los *shocks* de oferta será mayor bajo metas de inflación. La intuición es simple.

La respuesta de la autoridad a los *shocks* de demanda permite mover tanto el producto como la inflación en la misma dirección. Por consiguiente, bajo metas de inflación, las políticas orientadas a contrarrestar movimientos en la tasa de inflación derivados de *shocks* de demanda contribuirán, al mismo tiempo, a reducir los movimientos en el producto. En contraste, cuando los movimientos en la tasa de inflación provengan de *shocks* de oferta, las respuestas de política tendentes a reducir las fluctuaciones en la tasa de inflación contribuirán a magnificar las fluctuaciones en el producto y con ello aumentarán la pérdida esperada.

Aunque en extremo simple, el modelo permite capturar algunos de los principales *trade-offs* asociados a la decisión de adoptar un determinado esquema cambiario. Los sistemas cambiarios que otorgan a la autoridad la discrecionalidad suficiente para hacer frente a *shocks* permiten contrarrestar el efecto de éstos sobre variables que afectan el bienestar social (como las fluctuaciones en el producto y la tasa de inflación). Sin embargo, estos esquemas adolecen de un problema de credibilidad que tiene un efecto adverso sobre el bienestar. Además, la presencia de dolarización de pasivos limita las ventajas del uso discrecional de la política cambiaria.

## Política cambiaria en los países andinos

Las secciones anteriores presentaron un marco analítico para el estudio del régimen cambiario óptimo en países en desarrollo. Como se desprende de la discu-

sión, el esquema monetario/cambiario óptimo depende de una serie de características estructurales de la economía en cuestión. Factores críticos en la capacidad de la política monetaria/cambiaria de contribuir en la absorción de *shocks* reales son la credibilidad de la autoridad monetaria y el grado de indexación salarial presente en la economía. Además, los descalces financieros de bancos, firmas y gobiernos pueden ser determinantes en el efecto de depreciaciones reales sobre la actividad agregada.

En esta sección se examina la evidencia empírica para los países andinos. En una primera sub-sección se revisan los esquemas monetarios usados por cada uno de los países andinos y las reformas introducidas a la institucionalidad monetaria en la última década. La estimación de coeficientes de *pass-through* en los períodos que siguen a "grandes devaluaciones" permite evaluar la capacidad de la política monetaria de afectar los precios relativos, y proporciona evidencia indirecta sobre la credibilidad de los bancos centrales que implementan la devaluación.

En la sección siguiente se usa evidencia informal para evaluar el impacto de las depreciaciones reales sobre los sectores exportadores, y la importancia de los descalces financieros en las economías andinas. En la sección final se intenta una aproximación más directa al tema del efecto del tipo de cambio real sobre la actividad agregada, estimando un modelo VAR simple para cada uno de los países andinos.

**Política monetaria y cambiaria en los países andinos**

Un área en que los países andinos han logrado importantes avances en los últimos diez a quince años es en materia de control de la inflación. Países como Bolivia y Colombia, que a comienzos de los años noventa presentaban inflaciones en niveles intermedios[20], terminaron el decenio con inflaciones de un dígito. El caso más notable es Perú, que logró reducir la inflación desde los niveles hiperinflacionarios observados a principios de los noventa[21], a tasas de un dígito hacia finales de la década. En Ecuador, tras la crisis cambiaria y financiera de fines de los años noventa, la tasa de inflación ha descendido a niveles del orden del 2%-3% anual. Venezuela aparece como el único país de la sub-región que no ha conseguido avances significativos en esta materia.

Las estrategias anti-inflacionarias utilizadas por los países andinos en la última década han sido variadas. Bolivia ancló su política monetaria en un tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) complementado con el anuncio de metas de inflación desde mediados de los años noventa. Colombia también usó un ancla

20 La tasa de inflación anual a diciembre de 1990 fue de alrededor de 18% en Bolivia y 32% en Colombia.
21 La tasa de inflación en doce meses llegó a 12.355% en agosto de 1990.

cambiaria durante buena parte de la década, moviéndose hacia un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante hacia fines de los años noventa. Ecuador utilizó el tipo de cambio como ancla nominal, a través de un régimen cambiario intermedio (una banda de flotación) durante la mayor parte de la década y la adopción de un esquema cambiario "duro" (la dolarización) a partir de comienzos de 2000.

Al igual que Colombia, Perú se ha movido recientemente hacia un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante, después de haber conducido su política monetaria con base a metas para los agregados monetarios durante la década de los noventa. Venezuela basó su política monetaria en un objetivo de agregados monetarios que permitió cierta flexibilidad al tipo de cambio por medio de una banda cambiaria, lo que dio paso a un esquema de flotación administrada a partir de febrero de 2002 –acompañada de algunas restricciones a la movilidad del capital. Éste fue sustituido, en febrero de 2003 por un régimen estricto de control administrado de cambio, en el que el tipo de cambio se ha mantenido virtualmente fijo, con algunas variaciones definidas discrecionalmente por las autoridades.

Un elemento común a los procesos de estabilización en la región andina son las reformas a la institucionalidad monetaria introducidas durante la primera mitad de los años noventa. Comenzando por Colombia en 1991, cada uno de los países andinos estableció por ley la independencia de sus bancos centrales, y definió la estabilidad de precios como su objetivo prioritario –Ecuador y Venezuela en 1992[22], Perú en 1993 y Bolivia en 1995[23]. En esta sección se hace una breve revisión de los esquemas monetarios y cambiarios utilizados por los países andinos desde principios de los años noventa y de sus resultados en términos de control de la inflación.

***Bolivia***

En Bolivia, el tipo de cambio ha actuado como principal ancla nominal desde el plan de estabilización de 1985. El sistema cambiario vigente corresponde a un tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), donde es devaluado de manera de equilibrar los objetivos de un tipo de cambio real competitivo con el objetivo prioritario de mantener una inflación baja (Requena *et al*, 2002). La traumática experiencia vivida durante el episodio de hiperinflación de mediados de los años ochenta permitió generar un importante grado de consenso acerca de la necesidad de mantener la inflación bajo control.

La ley que entró en vigencia en octubre de 1995 consagró la estabilidad de precios como el objetivo central de la política monetaria en Bolivia. A partir de 1994

22 En Venezuela, una nueva Ley del Banco Central que tiende a debilitar su independencia fue introducida en 2001.
23 Ver Jácome (2001).

el Banco Central adoptó la práctica de anunciar al principio de cada año una meta de inflación para el año siguiente[24]. El esquema, sin embargo, carece de los atributos centrales de un sistema de metas de inflación como son la publicación de informes de inflación y el anuncio de metas multianuales.

Los resultados de los esfuerzos anti-inflacionarios han sido muy positivos. La tasa de inflación cayó desde un 18% en 1990 a tasas inferiores al 5% anual a principios de la década siguiente. La inflación efectiva se ha ubicado consistentemente por debajo de las metas anunciadas por la autoridad.

***Colombia***

En Colombia pueden distinguirse tres períodos en la conducción de la política monetaria desde principios de los años noventa. En el período 1991-1993 se mantuvo el sistema de tipo de cambio deslizante vigente en los años ochenta, pero se introdujo una mayor flexibilidad cambiaria a través de un mecanismo que en la práctica funcionaba como una banda implícita.

El Banco Central emitía deuda denominada en dólares con madurez de un año a cambio de moneda extranjera. Al tenedor de estos bonos se le daba la opción de venderlos en el mercado o redimirlos a un descuento de 12,5% sobre el tipo de cambio oficial. El tipo de cambio era, de este modo, determinado en el mercado por estos bonos y se movía entre un límite superior dado por el tipo de cambio "oficial" y un límite inferior 12,5% más bajo (Carrasquilla, 1998). Durante este período, el tipo de cambio funcionó como principal ancla nominal.

La autoridad determinaba corredores objetivo para M1 y para las tasas *overnight* pero estas metas intermedias estaban subordinadas al objetivo de tipo de cambio. Además, la autoridad comenzó a anunciar metas de inflación anuales en 1991. En el período 1994-1999 se mantuvo una banda de flotación explícita para el tipo de cambio. La banda, establecida en enero de 1994, fue realineada en diciembre de ese año –se ajustó hacia abajo en un 5%–, en enero de 1996 y enero de 1997. El tipo de cambio continuó siendo percibido como principal ancla nominal de la política monetaria (Uribe *et al*, 1999). La política anti-inflacionaria, sin embargo, no tuvo éxito. Entre 1992 y 1998, sólo en un año (1997) la inflación observada fue inferior a la meta, mientras la tasa de inflación promedio anual en el período 1991-1998 fue prácticamente la misma (alrededor de 23%) que la inflación promedio en los años ochenta (Mishkin y Savastano, 2002).

Un nuevo giro en la conducción de la política monetaria ocurrió en septiembre de 1999 cuando el Banco Central se vio obligado a abandonar la banda de flota-

24 Esta práctica sólo fue interrumpida en 1995.

ción en medio de una fuerte presión especulativa. El tipo de cambio se dejó flotar y se anunció una meta de inflación de 10% para el año 2000 que fue sobrecumplida en alrededor de un punto porcentual. En octubre de 2000 las autoridades dieron importantes pasos hacia la consolidación de un esquema de metas de inflación al anunciar metas para 2001 (8%) y 2002 (6%)[25] y tomar medidas concretas para mejorar la transparencia del Banco Central (Mishkin y Savastano, 2002). La meta de inflación para 2004 (5%-6%) fue cumplida y la autoridad ha anunciado su intención de reducir gradualmente la tasa de inflación hasta niveles de 3%-4,5% hacia 2007[26].

***Ecuador***

En Ecuador, el tipo de cambio ha actuado como principal ancla nominal desde comienzos de la década de los noventa. El comprensivo plan de estabilización de 1992 incluyó una nueva ley para el Banco Central que le otorgó una mayor independencia y dispuso la unificación cambiaria y el uso del tipo de cambio como principal instrumento para guiar las expectativas inflacionarias (Banco Central de Ecuador, Memoria anual 1995).

Una banda de flotación para el tipo de cambio fue implementada en diciembre de 1994. La banda cambiaria, originalmente definida por un rango de 100 sucres y una pendiente de 12% fue modificada en febrero de 1995 –tras el conflicto limítrofe con Perú–, y posteriormente en otras cuatro oportunidades: en octubre de ese año, marzo de 1997, y marzo y septiembre de 1998. Los logros del programa anti-inflacionario fueron modestos. La inflación se redujo desde tasas del orden del 50% a comienzos de los años noventa a tasas en el rango de 20%-25% a mediados de la década, volviéndose a acelerar a partir de 1997 y llegar a un 96,1% en 2000. La banda cambiaria fue desmantelada en febrero de 1999 tras un masivo ataque especulativo contra la moneda local que obligó a las autoridades a dejar flotar libremente el Sucre.

El tipo de cambio se depreció desde 7.000 sucres por dólar a 18.000 sucres por dólar en las dos semanas terminadas el 5 de marzo de 1999 (De la Torre *et al*, 2001). A diferencia del caso de Colombia, las autoridades decidieron recuperar la credibilidad por la vía de limitar la flexibilidad cambiaria y optaron por dolarizar en enero de 2000. El desempeño inflacionario en el período *post* dolarización ha sido positivo: la tasa de inflación anual cayó a un 37,6% y 12,6% en los años 2001 y 2002, respectivamente, y a partir de 2003 alcanzó cifras de un dígito[27].

25 Le meta para 2001 fue cumplida, no así la meta para 2002 que fue ligeramente subcumplida (la inflación observada a diciembre de 2002 fue de 6,3%).

26 Las metas de inflación anunciadas por el Banco de la República son: 4,5%-5,5% en 2005; 4%-5% en 2006; y, 3%-4,5% en 2007.

27 La tasa de inflación en Ecuador fue de 7,9% en 2003 y 2,8% en 2004 (FMI, 2005).

***Perú***

En Perú, los agregados monetarios han jugado un rol preponderante en los planes anti-inflacionarios de la última década. El programa de estabilización lanzado en agosto de 1990 contempló un severo control al gasto público –el déficit fiscal se contrajo desde un 8,5% del PIB en 1989 a un 1,5% del PIB en 1991– y la libre flotación del tipo de cambio. Los agregados monetarios fueron utilizados como principal ancla nominal –estableciéndose un techo para la evolución del crédito doméstico– y el tipo de cambio actuó como un ancla secundaria.

A partir de 1994, la autoridad comenzó a anunciar metas de inflación anuales, presumiblemente motivada por la dificultad para usar metas monetarias en el contexto de una demanda por dinero inestable (Corbo *et al*, 1999). El anuncio de metas de inflación no significó, sin embargo, un cambio de política sustancial. Como destacan Mishkin y Savastano (2002), el marco monetario del Banco Central de Reserva (BCR) no incluía características centrales de un esquema de metas explícitas de inflación, tales como la publicación de informes de inflación, mecanismos para hacer al Banco Central responsable por el cumplimiento de las metas o el anuncio de metas multi-anuales.

La adopción de un esquema formal de metas de inflación explícitas no ocurrió sino hasta enero de 2002, cuando el BCR decidió poner en práctica un esquema que incluye como principales características[28]: i) una meta anual de inflación de 2,5% con un rango de variación de +/-1%, ii) un programa monetario anual y programas mensuales anunciados por el directorio del BCR al inicio del año y de cada mes y iii) un informe de inflación publicado cuatrimestralmente que describe la evolución de la inflación en el período y explica los pronósticos de inflación.

El desempeño de Perú en materia de control de la inflación ha sido impresionante. De tasas de inflación anual de más de un 12.000% a principios de la década, se pasó a tasas de un dígito a partir de 1997, que se han mantenido por debajo del 4% en los últimos seis años.

***Venezuela***

En Venezuela, a partir del programa de ajuste macroeconómico de 1989 la política monetaria se ha basado en un objetivo primario de agregados monetarios y el uso del tipo de cambio como una segunda ancla nominal. Entre febrero de 1989 y septiembre de 1992 la autoridad utilizó la base monetaria como meta intermedia en un contexto de flotación administrada del tipo de cambio. En octubre de 1992, se pasó a un esquema de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) con una meta intermedia de crédito interno neto (Arreaza *et al*, 2001) y en diciembre

28 BCR (2002).

de ese año entró en vigencia una nueva Ley del Banco Central que establecía su autonomía y definía la estabilidad de precios como su objetivo prioritario.

La crisis cambiaria y financiera de comienzos de 1994 obligó al abandono del esquema de tipo de cambio deslizante en junio de ese año[29], estableciéndose un sistema de control de cambio que se mantuvo hasta abril de 1996, cuando se volvió transitoriamente a un esquema de flotación administrada que dio paso a la adopción de una banda cambiaria en julio de ese año. La banda de flotación fue abandonada en febrero de 2002 en medio de una fuerte presión especulativa, siendo reemplazada por un esquema de flotación administrada que no logró superar el año de existencia. Tras una pérdida importante de reservas, la autoridad retornó a un régimen de control administrado de cambios, con un tipo de cambio fijado discrecionalmente.

Los agregados monetarios se han mantenido como principal ancla nominal –la autoridad define un corredor para el dinero base (Banco Central de Venezuela, Informe Económico 2002). El desempeño de los programas anti-inflacionarios en Venezuela ha sido pobre. La tasa de inflación promedio anual en el período 1996-2003 fue de alrededor de un 35% y la tasa de inflación en 2004 (21,7%) fue la segunda más alta de América Latina.

La ausencia de un compromiso creíble con el combate anti-inflacionario parece ser un elemento clave en la explicación del fracaso de los planes de estabilización[30]. Las recientes modificaciones a la institucionalidad vigente, tampoco han contribuido a avanzar en esta dirección.

El Cuadro 5 resume los esquemas monetarios y cambiarios usados por los países andinos desde principios de los años noventa.

### Absorción de *shocks* y *pass-through*

La capacidad de las devaluaciones nominales para absorber el efecto de *shocks* externos reales descansa, de manera crucial, en la existencia de un reducido *pass-through* del tipo de cambio a los precios domésticos. En la medida que el incremento en el nivel de precios que sigue a la devaluación sea limitado, ésta tendrá éxito en generar el cambio deseado en los precios relativos. Los trabajos de Goldfajn y Werlang (2000) y Borensztein y De Gregorio (2000) identifican tres factores clave en la determinación del tamaño del coeficiente de *pass-through*: i) la etapa del ciclo económico en que se encuentra la economía; ii) el grado de sobre-

29 El Banco Central de Venezuela perdió US$3.790 millones, equivalente a un 45% de sus activos externos, entre enero y junio de 1994 (Guerra y Rodríguez, 1998).

30 Dorta *et al* (1997) proveen evidencia econométrica al respecto.

## Cuadro 5 Políticas monetarias y cambiarias en los países andinos

### Bolivia

| | 1990-presente |
|---|---|
| Sistema cambiario | Tipo de cambio deslizante |
| Ancla nominal primaria | Tipo de cambio |

### Colombia

| | 1991-1993 | 1994-1999 | 2000-presente |
|---|---|---|---|
| Sistema cambiario | Tipo de cambio deslizante | Banda de flotación | Tipo de cambio flotante |
| Ancla nominal primaria | Tipo de cambio | Tipo de cambio | Metas de inflación |

### Ecuador

| | 1992-1994 | 1995-1999 | 2000-presente |
|---|---|---|---|
| Sistema cambiario | Tipo de cambio ajustable | Banda de flotación | Dolarización |
| Ancla nominal primaria | Tipo de cambio | Tipo de cambio | Tipo de cambio |

### Perú

| | 1991-2001 | 2002-presente |
|---|---|---|
| Sistema cambiario | Tipo de cambio flotante | Tipo de cambio flotante |
| Ancla nominal primaria | Agregados monetarios | Metas de inflación |

### Venezuela

| | 1990-1992 | 1993-1994 | 1996-2002 | 2002-2003 | 2003-presente |
|---|---|---|---|---|---|
| Sistema cambiario | Flotación administrada | Tipo de cambio deslizante | Banda de flotación | Flotación administrada | Control administrado de cambio |
| Ancla nominal primaria | Agregados monetarios | Agregados monetarios | Agregados monetarios | Agregados monetarios | Agregados monetarios |

**Fuente:** elaboración propia.

valuación inicial del tipo de cambio real; y, iii) la tasa de inflación pasada (usada como *proxy* del grado de credibilidad de la autoridad monetaria)[31].

La conclusión que se deriva de estos estudios es que una devaluación implementada en un contexto de recesión, con un tipo de cambio sobrevaluado, y en una economía en que el Banco Central es creíble, tiene más probabilidades de traducirse en una depreciación real que bajo otras circunstancias. En cuanto a la magnitud del coeficiente de *pass-through,* la evidencia derivada de las crisis cambiarias de mediados y fines de los años noventa indica que las grandes devaluaciones son seguidas por incrementos en el nivel de precios menos que proporcionales –en horizontes de 12 y 24 meses– lo que indica que, en general, tuvieron éxito en generar los cambios en precios relativos deseados[32].

Para evaluar el grado de *pass-through* presente en las economías andinas, identificamos –para cada país– un episodio de un cambio drástico en el tipo de cambio nominal desde mediados de los años noventa y comparamos el coeficiente de *pass-through* en el período *post*-devaluación con el observado en economías emergentes que experimentaron crisis cambiarias en la segunda mitad de los años noventa –México en 1994-1995, economías del este de Asia en 1997 y Brasil en 1999. Siguiendo a Goldfajn y Werlang (2000), definimos un índice de *pass-through* en el período $t$ a un horizonte $k$, como el cociente entre la inflación acumulada en los $k$ períodos a partir de $t+1$ ($\pi_{t+1,k}$) y la depreciación acumulada en los $k$ períodos a partir de en $t$ ($d_{t,k}$):

$$(10)\quad IPT_{t,k} = \frac{\pi_{t+1,k}}{d_{t,k}}$$

Si el índice toma un valor de 1 significa que la depreciación se tradujo en una mayor inflación sin impacto alguno sobre el tipo de cambio real. Por el contrario, si el índice toma un valor de cero, entonces la devaluación se reflejó íntegramente en una depreciación del tipo de cambio real.

Se utilizan datos mensuales de *Internacional Financial Statistics* (IFS) para el período comprendido entre enero de 1994 y abril de 2003. La tasa de inflación corresponde a la tasa de cambio del índice de precios al consumidor desestacionalizado, mientras que la tasa de depreciación nominal es la tasa de cambio del tipo de cambio nominal efectivo –definido como el promedio ponderado de los tipos de cambio nominales bilaterales con respecto a los principales socios comerciales del país.

31 Goldfajn y Werlang (2000) además encuentran que el grado de apertura de la economía está positivamente correlacionada con el coeficiente de *pass-through.*

32 FMI (2001).

En aquellos casos en que la serie de tipo de cambio efectivo no se encontraba disponible se utilizó el tipo de cambio bilateral con respecto al dólar. Se define un episodio de crisis como aquel mes en que se observa la máxima devaluación nominal con respecto al mes anterior, y que a la vez sea dos desviaciones estándar mayor que la depreciación promedio del período 1994-2003. Para el caso de Ecuador limitamos el análisis al período de pre-dolarización (el episodio corresponde a la máxima tasa de devaluación observada entre enero de 1994 y enero de 1999). El Cuadro 6 resume los episodios identificados para los países andinos. Bolivia es el único país andino que no registra devaluaciones extremas en el período bajo estudio.

**Cuadro 6 Grandes devaluaciones en los países andinos (1994-2003)**

| País | Episodio | Devaluación (%) |
|---|---|---|
| **Colombia** | Septiembre, 1998 | 11,1 |
| **Ecuador** | Octubre, 1998 | 14,7 |
| **Perú** | Enero, 1999 | 06,1* |
| **Venezuela** | Diciembre, 1995 | 38,4 |

**Nota:** *en el caso de Perú, la tasa de devaluación corresponde al cambio porcentual en el tipo de cambio bilateral con respecto al dólar estadounidense.

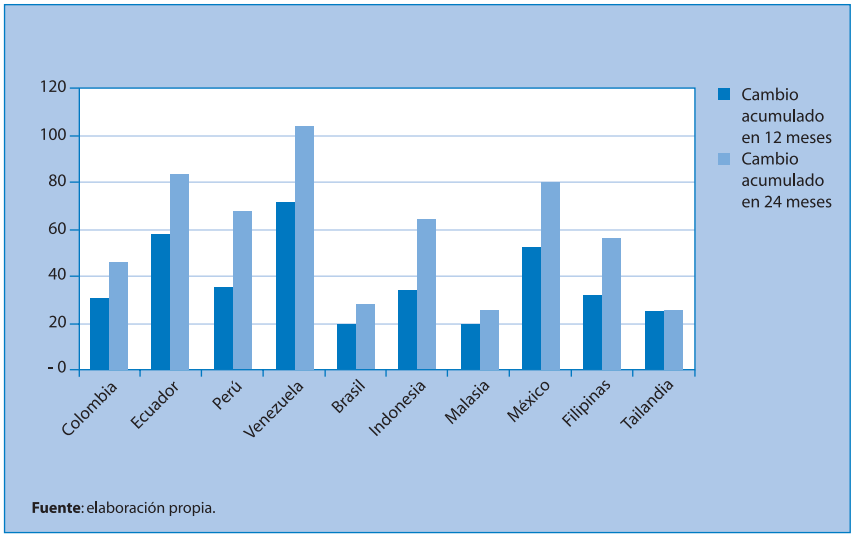
**Fuente:** elaboración propia.

El Gráfico 12 (ver pág. siguiente) muestra los índices de *pass-through* a 12 y 24 meses en el período *post*-devaluación para los países andinos y otros seis países que presentaron crisis cambiarias en la segunda mitad de los noventa (Brasil, Filipinas, Indonesia, Malasia, México y Tailandia). Entre los países andinos, aquellos que presentan un mayor grado de *pass-through* son Ecuador y Venezuela. En el caso del primero, el aumento en los precios domésticos que siguió a la depreciación del Sucre en octubre de 1998, compensó en un 58% el incremento en el tipo de cambio efectivo en los 12 meses siguientes al episodio y un 83% en un horizonte de dos años. En el caso de Venezuela, alrededor de un 71% de la devaluación del Bolívar (diciembre 1995) en los 12 meses siguientes al episodio se traspasó a los precios domésticos, y a dos años de la devaluación el *pass-through* era completo. Los índices de *pass-through* en Ecuador y Venezuela son similares en magnitud a los observados en México, tras la Crisis del Tequila de diciembre de 1994.

Un factor común a los tres episodios es la ausencia de un ancla nominal creíble en el período *post*-crisis. Al igual que México, donde las autoridades tardaron varios meses antes de anunciar el ancla monetaria que sería adoptada, tanto Ecuador a fines de 1998, como Venezuela a comienzos de 1996 carecían de un esquema monetario capaz de anclar las expectativas. En Ecuador, el episodio

**Gráfico 12**

***Pass-through* en períodos *post*-devaluación**




**Fuente**: elaboración propia.

ocurrió tras una secuencia de modificaciones a la banda cambiaria, la última de las cuales tuvo lugar sólo un mes antes del episodio (septiembre de 1998), cuando el Banco Central decidió realinear en un 25,4% el punto medio de la banda y ampliar su ancho desde +/-5% a +/-7,5%.

Durante el cuarto trimestre de 1998 el ataque especulativo se intensificó llevando la tasa *overnight* a un máximo de 170% a mediados de enero de 1999, que condujo finalmente al abandono de la banda en febrero de ese año (De la Torre *et al*, 2001). En Venezuela, la autoridad mantuvo los controles de cambio vigentes desde 1994 hasta abril de 1996, cuando dejó flotar el Bolívar y luego estableció una banda cambiaria que comenzó a operar en julio de ese año. La banda fue realineada en enero y julio de 1997.

Los índices de *pass-through* observados en Colombia y Perú en los períodos post-devaluación son más moderados. En Colombia, alrededor de un 31 % de la depreciación en los 12 meses siguientes al episodio se traducen en aumentos en el nivel de precios, mientras que la inflación acumulada en los 24 meses posteriores a la devaluación es alrededor de un 46% de la depreciación acumulada del tipo de cambio efectivo en igual período. En Perú, alrededor de un 35% de la depreciación acumulada en los 12 meses que siguen al episodio se traslada a los precios domésticos, y esta cifra aumenta a 68% en un horizonte de 24 meses.

Bolivia no registra episodios de cambios dramáticos en la paridad cambiaria en el período bajo estudio y, consecuentemente, carecemos de estimaciones del *pass-through* en los períodos posteriores a estos episodios en tiempos recientes. Sin embargo, estimaciones del Banco Central de Bolivia indican que el coeficiente de

*pass-through* ha venido cayendo desde alrededor de uno, a mediados de los años ochenta, hasta un 35% en un horizonte de 12 meses en el período 1999-2002[33].

## Tipo de cambio real y actividad económica

### *Tipo de cambio real y actividad económica: canales tradicionales*

El canal a través del cual los movimientos del tipo de cambio real afectan la actividad agregada en un modelo Mundell-Fleming tradicional es bien conocido. Una depreciación real hace más competitivo al sector exportador y encarece las importaciones, por lo que conduce a un desplazamiento de la demanda hacia bienes domésticos. Como consecuencia, y en presencia de rigidez nominales, las depreciaciones reales tienen un efecto expansivo sobre la actividad real.

Como una primera aproximación al tema, revisamos la evidencia informal de la relación entre los movimientos del tipo de cambio real y el comportamiento de los sectores exportadores de las economías andinas. Los paneles a) a e) del Gráfico 13 presentan la evolución del tipo de cambio real multilateral y las exportaciones de bienes desestacionalizadas en los períodos que siguen a las "grandes devaluaciones" identificadas en la anteriormente[34].

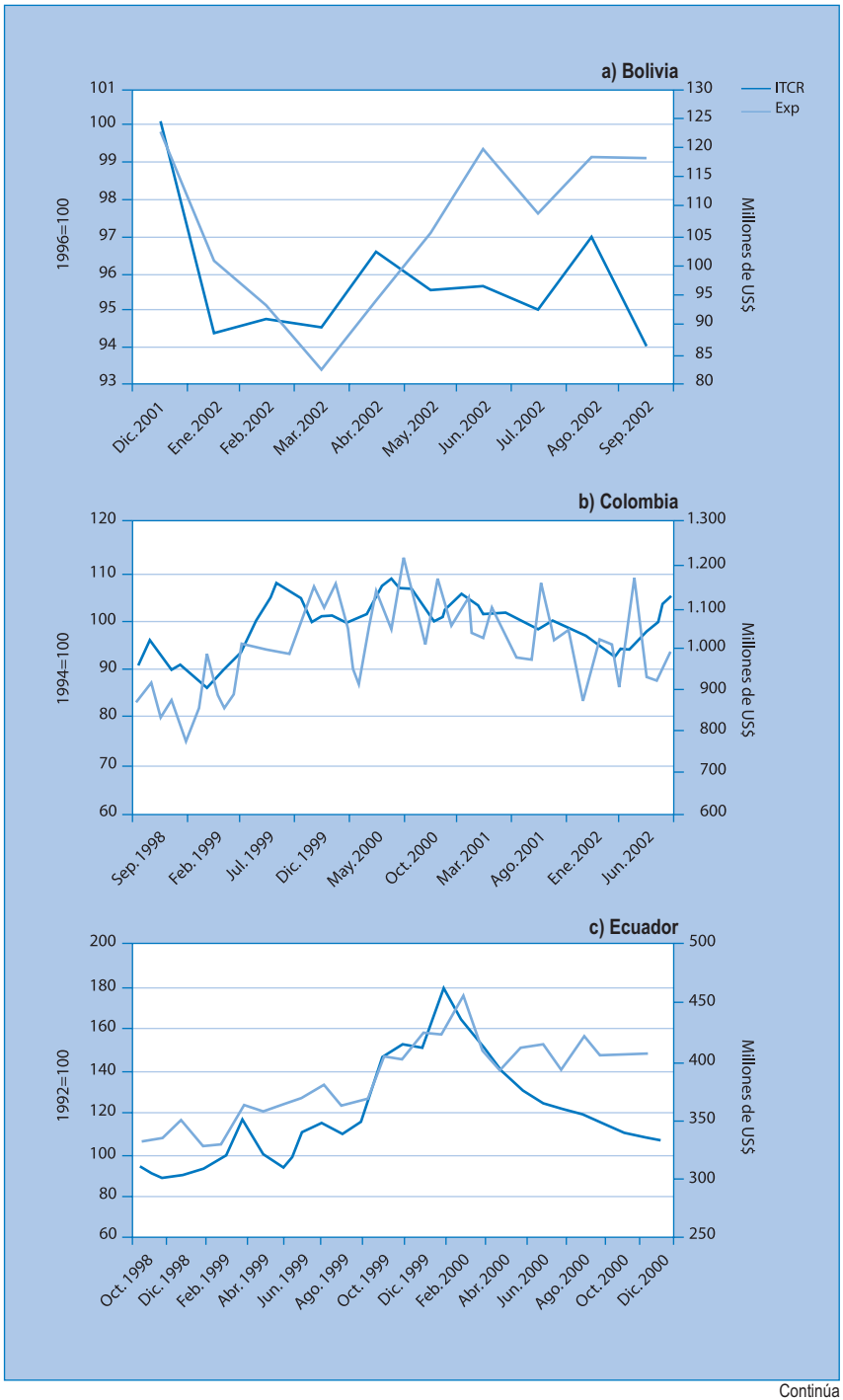
En general, se observa un importante grado de co-movimiento de las exportaciones de bienes y el tipo de cambio real en los períodos inmediatamente posteriores al episodio de devaluación. Con la excepción de Venezuela, en todos los otros casos la correlación simple entre el tipo de cambio real y las exportaciones en los 12 meses siguientes al episodio de devaluación es superior a 0,63; y es especialmente alta en el caso de Ecuador (0,92). De este modo, una primera aproximación (exploratoria) al tema del efecto de las devaluaciones sobre la actividad en los países andinos sugiere que, en general, las exportaciones responden positivamente a las depreciaciones reales y que, por consiguiente, los efectos expansivos que predice el modelo Mundell-Fleming tradicional están presentes en las economías andinas.

33 Banco Central de Bolivia (2003).

34 En el caso de Bolivia, que no presenta episodios de "grandes depreciaciones" en el período bajo estudio, examinamos el comportamiento del tipo de cambio real y las exportaciones en el período más reciente para el cual existen datos disponibles.

*Gráfico 13*

**Tipo de cambio real y exportaciones en los países andinos**

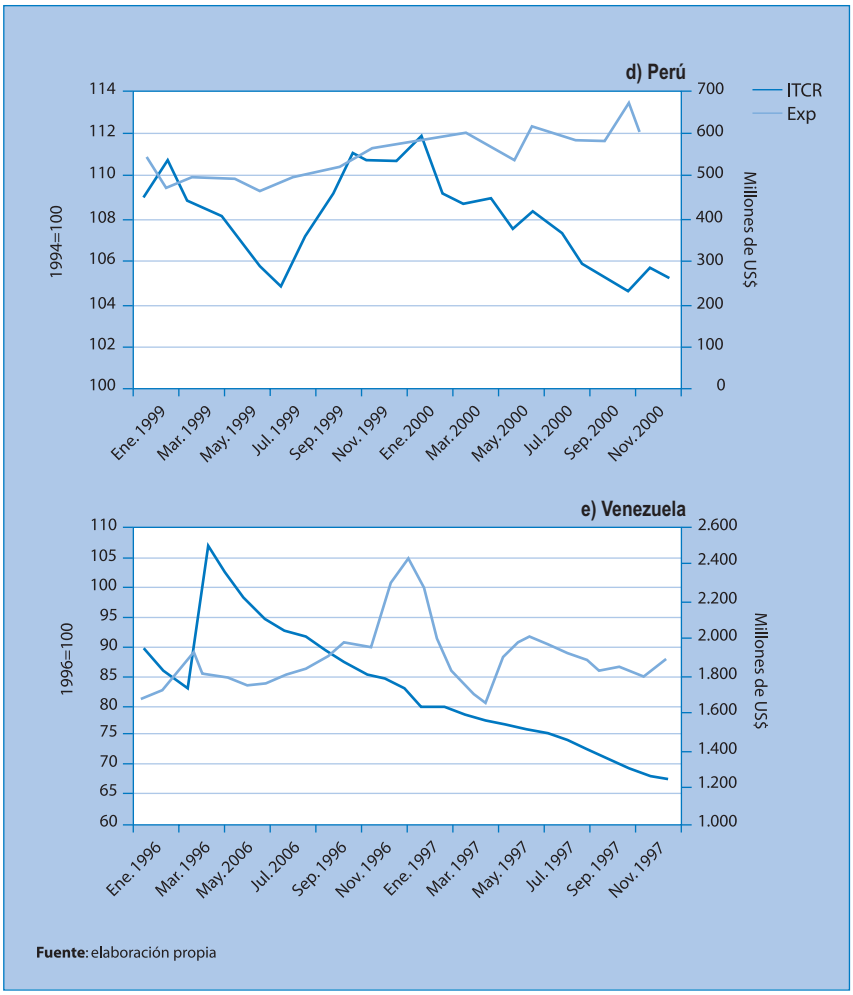



Continúa

Continuación

**Gráfico 13**

**Tipo de cambio real y exportaciones en los países andinos**




**Fuente**: elaboración propia

***Tipo de cambio real y actividad económica: efectos "balance"***

Como sugiere la discusión anterior, los efectos expansivos de una caída en el tipo de cambio real que predice el modelo Mundell-Fleming tradicional pueden ser atenuados, e incluso revertidos, en presencia de descalces financieros de los agentes domésticos. A continuación se estudia la vulnerabilidad financiera de los países andinos examinando la exposición de sus bancos, empresas y gobiernos a movimientos inesperados en el tipo de cambio real.

## Sector bancario

Un sistema financiero en que los depósitos y/o préstamos de los bancos se encuentran altamente dolarizados está expuesto a ser golpeado adversamente por una depreciación real súbita. Un posible escenario es aquel en que el sector ban-

cario posee una alta proporción de depósitos denominados en dólares y sus préstamos se encuentran mayoritariamente denominados en moneda local –esto es, los bancos presentan un importante grado de descalce de monedas.

Bajo estas condiciones, una caída en el tipo de cambio real afectará adversamente el balance de los bancos aumentando el valor de los pasivos bancarios en moneda local. Una depreciación real severa puede precipitar la quiebra de instituciones bancarias con hojas de balance más débiles, y derivar en una crisis sistémica si la quiebra de algunos bancos gatilla una corrida sobre los depósitos de instituciones financieramente saludables. La probabilidad de ocurrencia de una corrida bancaria es especialmente elevada cuando la proporción de los depósitos denominados en dólares es alta, puesto que bajo estas circunstancias la acción del Banco Central como prestamista de última instancia es limitada.

Como bien destaca Arteta (2003), la indexación de los préstamos bancarios al dólar no soluciona –y bien podría exacerbar– el problema de la exposición del sector bancario a los movimientos súbitos del tipo de cambio real. Si los bancos aumentan el volumen de sus préstamos denominados en dólares –como una forma de hacer calzar la denominación de sus activos y pasivos– una depreciación real inesperada puede no sólo aumentar el valor de sus pasivos en moneda local sino que además deteriorar su cartera de préstamos, al afectar negativamente los balances de aquellas empresas endeudadas en dólares en el sistema bancario doméstico, pero cuyos ingresos se encuentran denominados en moneda local.

El aumento de la cartera vencida de los bancos puede conducir a un aumento en la aversión al riesgo de estas instituciones e inducirlas a contraer el crédito hacia el sector privado, desviando fondos prestables hacia la inversión en activos de bajo riesgo tales como bonos del gobierno o activos externos. Si el *shock* es especialmente severo, el deterioro en los balances de los bancos puede terminar en quiebras masivas y en un colapso en el volumen de intermediación financiera con los consiguientes efectos contractivos sobre la inversión y el producto.

El Cuadro 7 presenta evidencia del grado de dolarización de los depósitos bancarios en países latinoamericanos seleccionados. La proporción de los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera es especialmente alta en Bolivia y Perú.

En Bolivia, país que presenta los índices más altos de dolarización de depósitos en la región andina, cerca de un 98% de los depósitos bancarios totales se encontraba denominado en dólares hacia fines de los noventa. En Perú, la dolarización de los depósitos bancarios en el período 1996-1999 alcanzó a un 83,7%. En Colombia y Venezuela la proporción de depósitos bancarios denominados en moneda extranjera es muy pequeña.

El alto grado de dolarización de pasivos bancarios presente en Bolivia y Perú puede explicarse por la elevada inestabilidad inflacionaria observada en estos países a mediados de los años ochenta y fines de los noventa. Bajo estas condiciones la dolarización de depósitos puede ayudar a evitar un colapso en el volumen de intermediación financiera. Aún cuando tanto Bolivia como Perú han logrado importantes avances en la reducción de la inestabilidad nominal en años recientes, la histéresis ha significado que una elevadísima proporción de los depósitos bancarios siga estando denominada en dólares.

**Cuadro 7 Dolarización de pasivos en países latinoamericanos seleccionados (depósitos en moneda extranjera como % de los depósitos totales)**

| Países | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | Promedio |
|---|---|---|---|---|---|
| Argentina | 62,7 | 61,2 | 62,3 | 65,8 | 63,0 |
| Bolivia | 97,5 | 97,7 | 97,6 | 97,6 | 97,6 |
| Chile | 05,0 | 04,6 | 07,6 | 12,1 | 07,3 |
| Colombia | 00,1 | 00,1 | 00,1 | 00,1 | 00,1 |
| Costa Rica | - | 54,4 | 57,1 | 58,9 | 56,8 |
| México | - | 05,2 | 05,8 | 07,1 | 06,0 |
| Nicaragua | 76,7 | 75,5 | 79,3 | 76,9 | 77,1 |
| Paraguay | 50,5 | 57,8 | 67,0 | 69,5 | 61,2 |
| Perú | 83,2 | 81,4 | 84,7 | 85,3 | 83,7 |
| Uruguay | - | - | 85,1 | 86,2 | 85,7 |
| Venezuela | 00,0 | 00,0 | 00,0 | 00,0 | 00,0 |

**Fuente:** elaboración propia con base en Arteta (2002, 2003).

Bolivia y Perú son también aquellos países de la región andina que presentan los índices más altos de dolarización del crédito bancario (ver Cuadro 8). En el período 1996-1999 la proporción del volumen total de préstamos bancarios al sector privado denominado en dólares alcanzó un 96,5% en Bolivia y un 78,6% en Perú. Colombia presenta un grado moderado de dolarización de los préstamo bancarios (11,1% del volumen de préstamos totales) y en Venezuela la proporción del volumen de crédito denominado en dólares es muy baja.

Como se mencionó anteriormente, la calidad de la cartera de crédito de un sector bancario altamente dolarizado es vulnerable a una caída súbita en el tipo de cambio real cuando las empresas con deuda bancaria en dólares no hacen calzar la denominación de sus activos y/o flujos de ingresos con la denominación de su deuda (por ejemplo, operan en sectores no transables). De manera que la fragilidad financiera de la banca está íntimamente ligada a los descalces financieros presentes en el sector corporativo. A continuación se aborda este tema en mayor detalle.

Cuadro 8 **Dolarización del crédito bancario en países latinoamericanos seleccionados (crédito en moneda extranjera como % del crédito total)**

| Países | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | Promedio |
|---|---|---|---|---|---|
| Argentina | 59,8 | 61,3 | 61,9 | 62,1 | 61,3 |
| Bolivia | 97,1 | 96,6 | 96,0 | 96,2 | 96,5 |
| Chile | 10,8 | 09,5 | 08,8 | 08,4 | 09,4 |
| Colombia | 15,5 | 12,5 | 09,6 | 06,6 | 11,1 |
| Costa Rica | - | 26,4 | 31,1 | 37,6 | 31,7 |
| México | - | 23,8 | 23,6 | 20,9 | 22,8 |
| Nicaragua | 51,1 | 72,5 | 81,2 | 82,3 | 71,8 |
| Paraguay | 35,1 | 45,0 | 50,9 | 53,2 | 46,1 |
| Perú | 74,4 | 77,8 | 80,2 | 82,1 | 78,6 |
| Uruguay | - | - | 61,4 | 61,0 | 61,2 |
| Venezuela | 00,3 | 00,1 | 00,3 | 01,4 | 00,5 |

**Fuente:** elaboración propia con base en Arteta (2002, 2003).

### Sector corporativo

Las crisis financieras que afectaron a las economías emergentes a fines de los años noventa inspiraron una serie de estudios que destacaron los descalces financieros de las empresas y su interacción con las depreciaciones reales como un elemento central en la explicación de las crisis[35]. De acuerdo a esta vertiente de la literatura, las depreciaciones reales afectan negativamente la riqueza neta de aquellas empresas fuertemente endeudadas en dólares que obtienen ingresos en moneda local. La caída en la riqueza neta de estas empresas aumenta su riesgo crediticio y ello conduce a que potenciales acreedores exijan un mayor retorno esperado y/o limiten la cantidad de deuda que están dispuestos a adquirir. Como consecuencia, la inversión de las empresas que presentan descalces financieros se contrae (Bleakley y Cowan, 2002).

Bleakley y Cowan (2002) examinan la relación entre las depreciaciones reales y la inversión corporativa usando datos microeconómicos de más de 450 empresas en cinco países latinoamericanos –Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, en el período 1990-1999. El principal resultado reportado por estos autores es que las firmas que mantienen deuda en dólares invierten más que aquellas que mantienen deuda denominada en moneda local en el período *post*-depreciación.

Los autores racionalizan este hallazgo al argumentar que aquellas firmas que mantienen una mayor proporción de deuda en dólares son, a su vez, aquellas

35 Krugman (1999a), Krugman (1999b), Aghion *et al* (2001).

cuyos ingresos se encuentran positivamente correlacionados con el tipo de cambio real. El efecto neto de la depreciación real sobre la inversión de estas firmas es positivo debido a que el efecto sobre sus ingresos (efecto competitividad) tiende a dominar sobre el efecto sobre su deuda (efecto balance). Los resultados de Bleakley y Cowan (2002), sin embargo, deben ser tomados con algún grado de cautela. La muestra de firmas incluye sólo a aquellas transadas en bolsa, que son presumiblemente más sofisticadas financieramente que las empresas cerradas, lo que puede estar sesgando los resultados.

La evidencia para los países andinos es aún limitada. Trabajos preliminares presentados en una conferencia organizada por el Banco Interamericano de Desarrollo[36] arrojan algunas luces acerca de los efectos balance en firmas de Colombia y Perú. En el caso de Colombia, la evidencia apunta a la existencia de un efecto negativo de las depreciaciones reales sobre la inversión corporativa. Aún cuando las firmas que operan en el sector exportador tienden a mantener más deuda en dólares –y, de este modo hacen calzar su flujo de ingresos con la composición de su deuda, las importaciones también presentan una correlación positiva con la dolarización de pasivos, lo cual tiende a exacerbar el efecto balance.

Para Perú, Carranza *et al* (2003) usan datos para 163 firmas en el período 1995-2001 y concluyen que –al igual que en el caso de Colombia– el efecto balance domina al efecto competitividad, de manera que la inversión corporativa tiende a contraerse en respuesta a una depreciación del tipo de cambio real. Los autores atribuyen este resultado a tres factores: i) el alto grado de dolarización de pasivos presente en las firmas peruanas, ii) el canal de crédito bancario que tiende a reforzar al efecto balance y, iii) un sector exportador pequeño y pobremente diversificado.

### Sector público

Las depreciaciones reales pueden tener efectos adversos sobre la sostenibilidad fiscal bajo condiciones de descalce de monedas entre ingresos fiscales y deuda pública. Países cuyos ingresos fiscales se encuentran mayoritariamente denominados en términos de no transables y cuyos pasivos externos están denominados en términos de transables quedan expuestos a experimentar problemas de sostenibilidad fiscal ante caídas súbitas en el precio relativo de los bienes no transables (es decir, una depreciación del tipo de cambio real).

Aquí se examina el grado de descalce de monedas en el sector fiscal de los países andinos siguiendo el análisis de Calvo *et al* (2002). El punto de partida es la ecuación que describe el comportamiento de la deuda pública en el tiempo:

36 *Balance Sheet Effects of Exchange Rate Fluctuations in Latin America,* mayo 23-24, 2003.

$$(11)\quad b_{t+1} = \left(\frac{b+r}{1+g}\right) b_t - s_t$$

donde $b_t$ es la razón de deuda pública total a producto, $s_t$ es el superávit primario del sector público (como porcentaje del PIB), $r$ la tasa de interés real y $g$ la tasa de crecimiento del producto. En orden a mantener una razón de deuda a PIB constante, el sector público requiere generar un superávit primario que está dado por (12).

$$(12)\quad s = \bar{b}\left[\frac{(1+r)}{1+g} - 1\right]$$

El superávit primario requerido para mantener constante la razón de deuda pública a PIB es mayor mientras mayor es el *stock* inicial de deuda pública (como proporción del producto). La forma en que un cambio en el precio relativo de los bienes transables afecta la sostenibilidad fiscal es clara al descomponer el *stock* de deuda inicial a PIB en sus componentes transables y no transables.

$$(13)\quad \bar{b} = \frac{B + eB^*}{Y + eY^*}$$

donde $B$ es el *stock* de deuda pública denominado en términos de no transables, $B^*$ el *stock* de deuda pública denominado en términos de transables, $Y$ es el producto de no transables, $Y^*$ el producto de transables y $e$ es el tipo de cambio real (el precio relativo de los transables en términos de los no transables). Es claro que el efecto de una depreciación real sobre la razón de deuda pública a PIB inicial depende de la composición de la deuda pública en relación a la composición del producto. En economías en que la denominación de la deuda pública está sesgada hacia transables –el caso de la mayor parte de los países en desarrollo que presentan lo que Eichengreen y Hausmann (1999) denominan "pecado original"– y la proporción de transables en el PIB es baja, una depreciación real tiende a aumentar la razón de deuda a PIB inicial y, con ello, contribuye a deteriorar la solvencia del sector público. Siguiendo a Calvo *et al* (2002) definimos un índice de descalce del sector público como:

$$(14)\quad IDP = \frac{\dfrac{B}{eB^*}}{\dfrac{Y}{eY^*}}$$

El índice toma un valor de uno si el calce es perfecto. En este caso, los movimientos en el tipo de cambio no tienen efecto alguno sobre la razón de deuda a PIB inicial y, como consecuencia, la sostenibilidad de la deuda pública no se ve afectada por las fluctuaciones del tipo de cambio real. Por otra parte, en la medida que el índice se acerca al cero, el grado de descalce es máximo. En este caso, el *stock* de deuda denominado en transables es muy grande en relación al *stock* de deuda denominado en no transables y/o la proporción de transables en el PIB es muy pequeña.

El Cuadro 9 presenta el valor del índice de descalce del sector público en los países andinos. Al igual que en Calvo *et al* (2002) se utilizan las exportaciones totales como *proxy* de la producción de transables. Los cálculos corresponden al año más reciente en que existen datos disponibles, salvo en el caso de Ecuador en que se usan datos pre-dolarización (1999).

**Cuadro 9 Descalce del sector público en los países andinos**

| País | Indice de descalce (IDP) |
|---|---|
| Bolivia | 0,03 |
| Colombia | 0,14 |
| Ecuador | 0,09 |
| Perú | 0,04 |
| Venezuela | 0,10 |

**Fuente:** elaboración propia.

Bolivia y Perú presentan índices de descalce del sector público cercanos a cero -0,03 y 0,04; respectivamente, lo que indica que una depreciación real puede tener efectos especialmente adversos sobre la sostenibilidad fiscal. Ambos países poseen sectores transables pequeños –las exportaciones totales representan entre 15% y 17% del PIB– y una importante proporción de deuda pública denominada en dólares. A modo de comparación, Argentina en 1998 –previo a la crisis rusa– presentaba un índice de descalce del sector público de 0,01, mientras que en Chile el índice de descalce era de 0,45[37]. En Colombia y Venezuela, el descalce del sector público parece ser algo menor 0,14 y 0,1, respectivamente.

Como conclusión, desde la perspectiva de la sostenibilidad fiscal, las depreciaciones reales parecen ser particularmente perjudiciales en los casos de Bolivia y Perú. En Ecuador, el tema perdió relevancia una vez adoptada la dolarización, mientras que en Colombia y Venezuela una depreciación real tiende a deteriorar la sostenibilidad fiscal pero en menor medida que en el resto de los países de la región.

### Tipo de cambio real y actividad económica: evidencia de un modelo VAR

En esta sección se usa un VAR no estructural para investigar más directamente la relación entre depreciaciones reales y actividad económica en los países andinos. Diversos autores han usado modelos VAR para estudiar esta relación en países latinoamericanos. Rogers y Wang (1995) estiman un VAR de cinco variables (producto, gasto de gobierno, inflación, tipo de cambio real y crecimiento

37 Ver Calvo *et al* (2002).

monetario) para México en el período 1977-1990 y encuentran que *shocks* positivos en el nivel del tipo de cambio real conducen a caídas en el producto.

También usando datos mexicanos, Copelman y Werner (1995) y Kamin y Rogers (1997) encuentran un efecto negativo de los *shocks* a la tasa de depreciación real sobre el producto. Rodríguez y Díaz (1995) estiman un VAR de seis variables –producto, crecimiento de los salarios reales, crecimiento monetario, inflación, tasa de depreciación real y residuo de Solow– para Perú y obtienen resultados similares: los incrementos en la tasa de depreciación real afectan negativamente la tasa de crecimiento del producto. De este modo, el grueso de la evidencia proveniente de la estimación de modelos VAR apunta a que *shocks* positivos a la tasa de depreciación real tienden a deprimir la tasa de crecimiento del producto en países latinoamericanos.

En vista de las limitaciones en la disponibilidad de datos privilegiamos la parsimonia en la especificación del modelo. El modelo estimado incluye una variable exógena –un índice de flujo de capitales a América Latina, calculado como el promedio de los capitales privados a cuatro países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile y México)– y tres variables endógenas –el tipo de cambio real, el crédito bancario al sector privado y el PIB real.

El ordenamiento de las variables es el siguiente: i) índice de flujo de capitales privados a América Latina; ii) índice del tipo de cambio real multilateral; iii) crédito bancario al sector privado real y, iv) PIB real desestacionalizado. El ordenamiento seleccionado obedece al grado de endogeneidad esperado *a priori* de cada una de las variables. Mientras el flujo de capitales a América Latina aparece como la variable más exógena del sistema, el PIB real es la más endógena.

El ordenamiento de las variables intermedias (el tipo de cambio real y el crédito bancario) es menos claro *a priori*. Sin embargo, estimaciones que usan los dos modelos posibles revelaron que los resultados son similares y por tanto aquí se reportan los resultados de uno de ellos –aquél en que el tipo de cambio real precede al crédito bancario real. El modelo fue estimado en primeras diferencias y con un rezago. Usamos datos trimestrales de IFS y de fuentes oficiales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1993 y el cuarto trimestre de 2002.

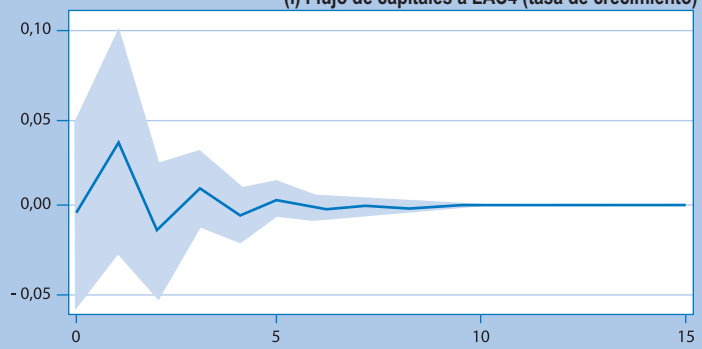
En el Gráfico 14 se muestran las respuestas de la tasa de crecimiento del PIB a innovaciones en las otras tres variables del sistema en cada uno de los países andinos. Dado que las variables están expresadas en términos de tasas de crecimiento, los gráficos deben ser interpretados como el cambio en la tasa de crecimiento del PIB ante un *shock* de un punto porcentual en la variable correspondiente.

**Gráfico 14**

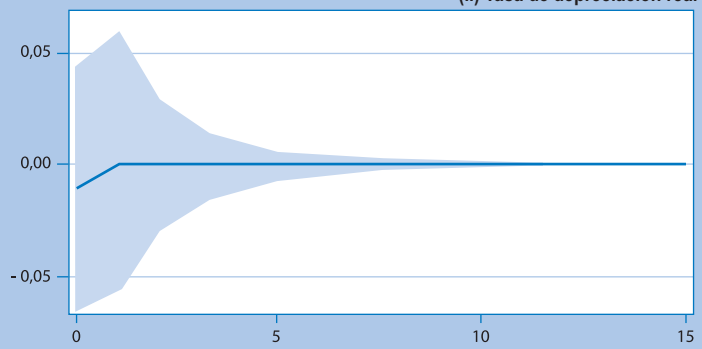
**Funciones de impulso respuesta**

**a) Bolivia. Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a un *shock* en:**

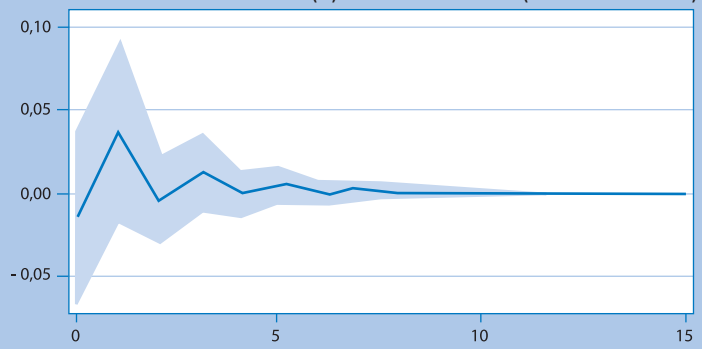
**(i) Flujo de capitales a LAC4 (tasa de crecimiento)**




**(ii) Tasa de depreciación real**




**(iii) Crédito bancario real (tasa de crecimiento)**




Continúa

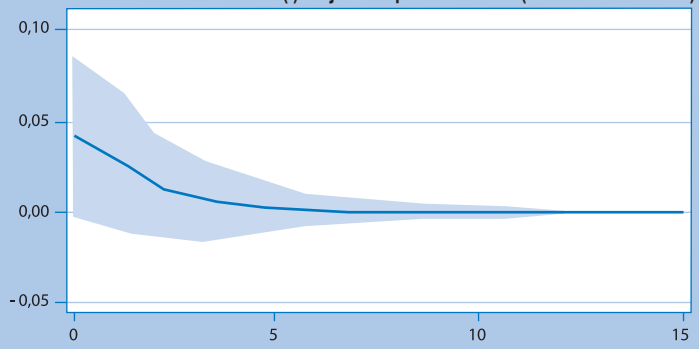
Continuación

**Gráfico 14**

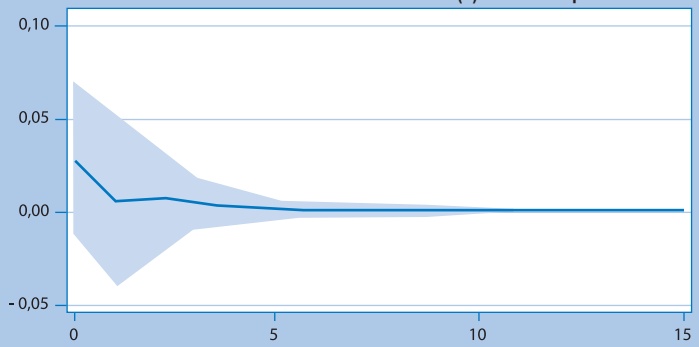
**Funciones de impulso respuesta**

**b) Colombia. Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a un *shock* en:**

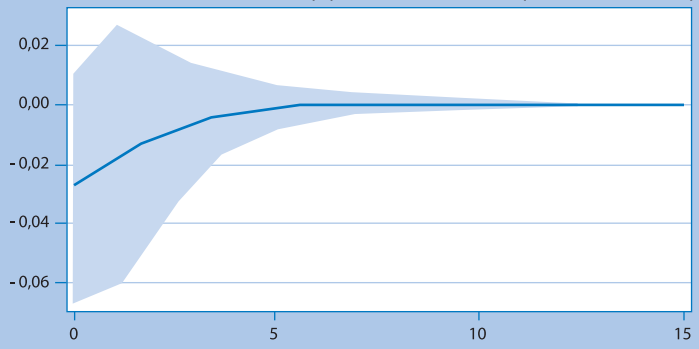
**(i) Flujo de capitales a LAC4 (tasa de crecimiento)**




**(ii) Tasa de depreciación real**




**(iii) Crédito bancario real (tasa de crecimiento)**




Continúa

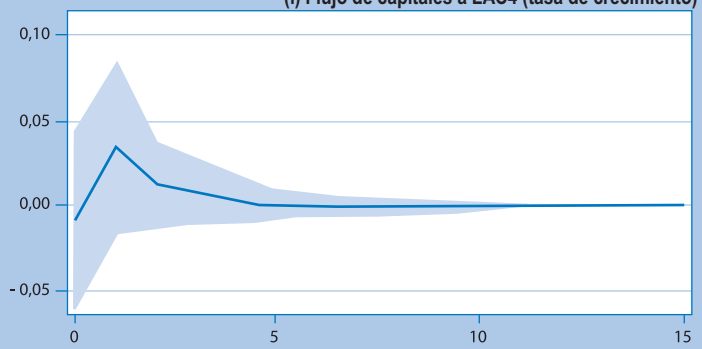
Continuación

**Gráfico 14**

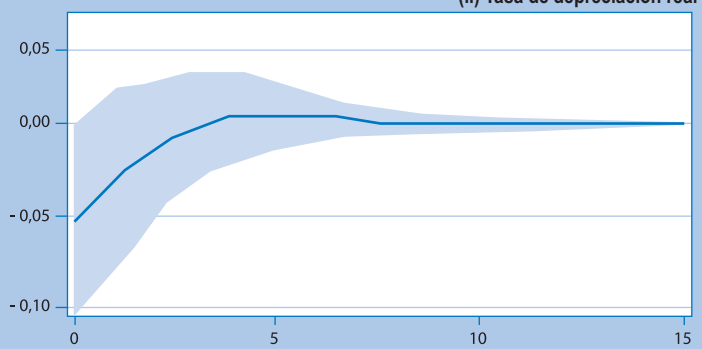
**Funciones de impulso respuesta**

**c) Ecuador. Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a un *shock* en:**

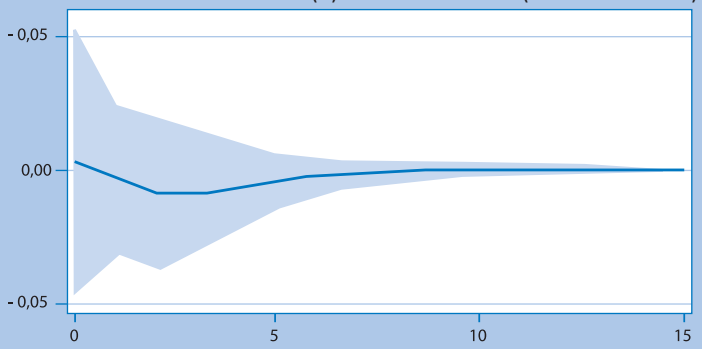
**(i) Flujo de capitales a LAC4 (tasa de crecimiento)**




**(ii) Tasa de depreciación real**




**(iii) Crédito bancario real (tasa de crecimiento)**




Continúa

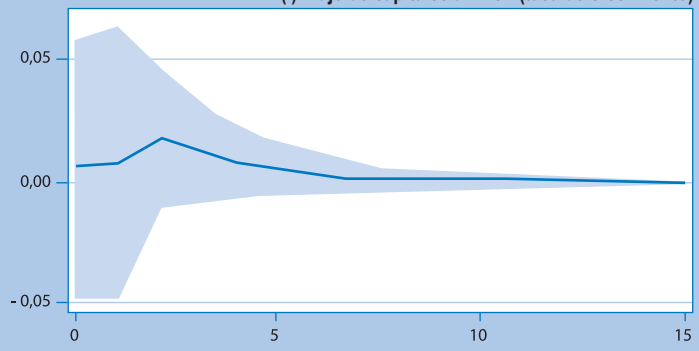
Continuación

**Gráfico 14**

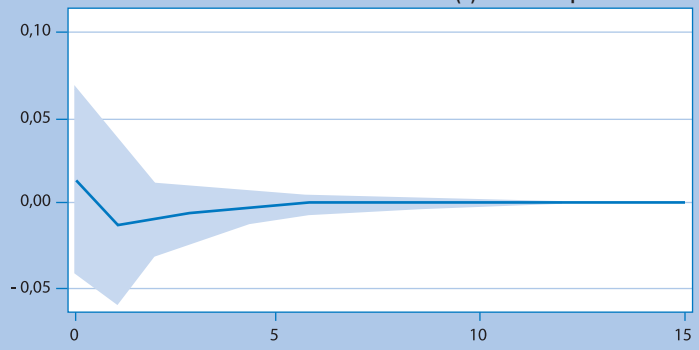
**Funciones de impulso respuesta**

**d) Perú. Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a un *shock* en:**

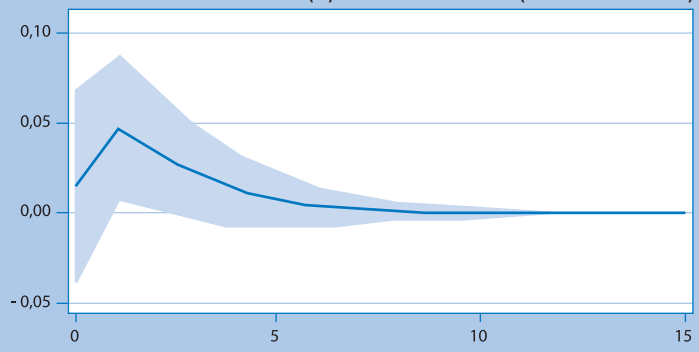
**(i) Flujo de capitales a LAC4 (tasa de crecimiento)**




**(ii) Tasa de depreciación real**




**(iii) Crédito bancario real (tasa de crecimiento)**




Continúa

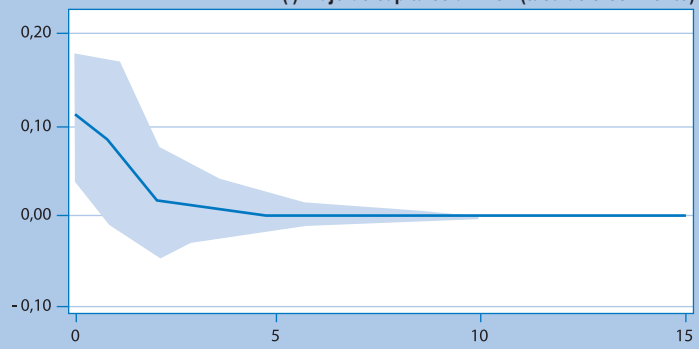
Continuación

**Gráfico 14**

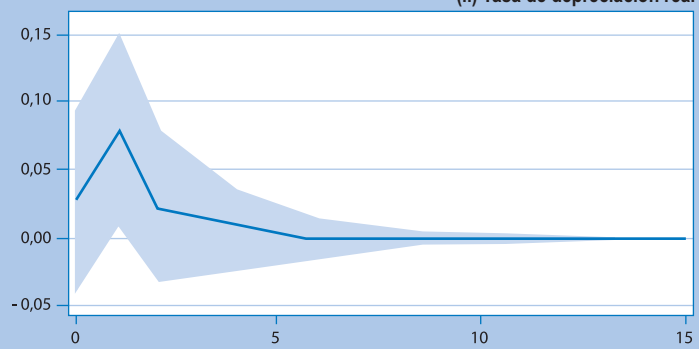
**Funciones de impulso respuesta**

**e) Venezuela. Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a un *shock* en:**

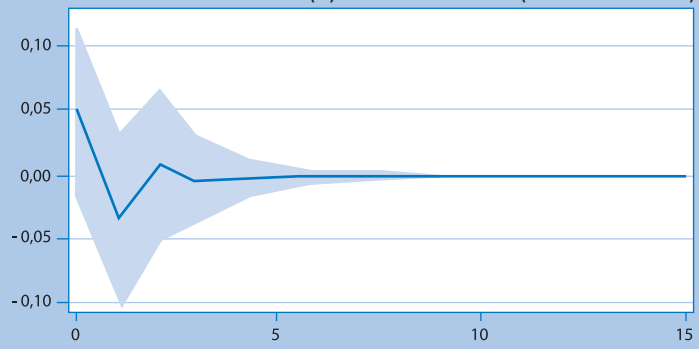
**(i) Flujo de capitales a LAC4 (tasa de crecimiento)**




**(ii) Tasa de depreciación real**




**(iii) Crédito bancario real (tasa de crecimiento)**




**Fuente**: elaboración propia.

Las funciones de impulso-respuesta muestran que, en general, los *shocks* positivos en los flujos de capitales están asociados a aumentos en la tasa de crecimiento del PIB, y que el crecimiento del PIB también responde positivamente a *shocks* en el crédito bancario real[38].

La respuesta de la tasa de crecimiento del PIB a *shocks* en la tasa de depreciación real varía entre países. En Colombia, Perú y Venezuela se observa que el impacto de un *shock* en la tasa de depreciación real sobre la tasa de crecimiento del PIB es positivo. En Colombia y Venezuela la tasa de crecimiento del PIB se mantiene sobre cero en los períodos que siguen al *shock*. En Perú, en cambio, se observa una caída en la tasa de crecimiento del PIB a partir del segundo trimestre *post shock*. En Bolivia, el efecto es negativo aunque muy pequeño, mientras que en Ecuador el impacto del aumento en la tasa de depreciación sobre el crecimiento del PIB es fuertemente negativo y desaparece en alrededor de cinco trimestres.

Las descomposiciones de varianza muestran que en todos los casos la mayor parte de la variación en la tasa de crecimiento del PIB es atribuible a "*shocks* propios". El porcentaje de la varianza de los errores de pronóstico del crecimiento del PIB explicado por "*shocks* propios" después de cuatro trimestres varía entre 56% en Venezuela y 92% en Bolivia.

Los *shocks* a la tasa de depreciación real explican una proporción negligible de la variación en la tasa de crecimiento del PIB en Bolivia y Perú (0,2% y 1,1% al cabo de cuatro trimestres, respectivamente). En Colombia, Ecuador y Venezuela, esta proporción es de 6,2%; 14,5% y 11,8%, respectivamente. *Shocks* a la tasa de crecimiento del crédito bancario real contribuyen a explicar la variación del crecimiento del PIB en Bolivia (4%), Colombia (12%), Perú (8,7%) y Venezuela (5,8%). En Ecuador la proporción de la varianza del crecimiento del PIB explicada por *shocks* a la tasa de crecimiento del crédito real es cercana a cero.

El análisis sugiere que los *shocks* a la tasa de depreciación real son expansivos en Colombia y Venezuela y contractivos en Bolivia (aunque muy ligeramente), Ecuador y Perú (no en impacto, pero sí a partir del segundo período posterior al *shock*). Los resultados, sin embargo, deben ser tomados con cautela. Los modelos VAR son sensibles a variables omitidas y, por consiguiente, en un modelo tan simple como el estimado aquí el efecto sobre el producto atribuible a una depreciación real podría estar reflejando el efecto de alguna variable no incluida en el modelo (como un *shock* adverso distinto de una reversión en los capitales internacionales, por ejemplo).

38 Colombia es una excepción, lo que puede estar revelando problemas en la especificación del modelo en este caso.

## Políticas cambiarias contracíclicas en la región andina: consideraciones finales y alternativas de política

La evidencia revisada en esta sección sugiere que, en general, los países andinos poseen una capacidad limitada para usar el tipo de cambio como herramienta contracíclica. En Bolivia y Perú, la mayor dificultad para absorber *shocks* externos reales por la vía de ajustes discretos en el tipo de cambio proviene del elevado grado de dolarización *de facto* presente en ambas economías. Alrededor de un 80% de los depósitos y préstamos del sector bancario peruano se encuentra dolarizado, y esta cifra asciende a alrededor de un 97% en el caso de Bolivia. Este hecho, sumado a que ambos países poseen sectores exportadores pequeños, sugiere que una depreciación real súbita podría tener consecuencias especialmente adversas sobre los balances de las empresas e instituciones financieras.

Además, dado que ambos países presentan los mayores índices de descalce de monedas en el sector público entre los países andinos, una caída abrupta en el tipo de cambio real también afectaría negativamente la sostenibilidad fiscal. La dolarización del sistema financiero no es, sin embargo, un proceso irreversible. La política monetaria puede contribuir a incentivar el uso de la moneda local por la vía de inducir un diferencial de tasas de interés en favor de los instrumentos denominados en moneda nacional. Una alternativa consiste en establecer mayores requerimientos de reservas no remuneradas para los depósitos denominados en dólares que para aquellos denominados en moneda nacional y/o la reducción de la proporción de reservas remuneradas para los depósitos en moneda extranjera.

En Venezuela, el mayor obstáculo para usar el tipo de cambio como herramienta contracíclica parece provenir de la falta de credibilidad de la autoridad monetaria. Un indicador de esta ausencia de credibilidad son las dificultades que ha tenido el Banco Central para mantener la tasa de inflación en niveles bajos en años recientes. El elevado coeficiente de *pass-through* en el período siguiente a la mayor devaluación de la segunda mitad de los noventa (71% en los doce meses siguientes al episodio) también es sugerente de la existencia de problemas de credibilidad en Venezuela. Las reformas introducidas a la institucionalidad monetaria en años recientes tienden a debilitar la autonomía del Banco Central y, consiguientemente, apuntan en la dirección contraria a la que se requiere para dotar a la política monetaria de mayor credibilidad.

Colombia aparece como el país andino mejor preparado para absorber *shocks* externos reales por la vía de ajustes discretos en el tipo de cambio nominal. El *pass-through* del tipo de cambio a los precios domésticos es moderado, y la consolidación del esquema de metas de inflación en años recientes ha dotado de mayor transparencia a la conducción de la política monetaria. Además, los descalces de monedas en el sector bancario y el sector público son también moderados, lo cual hace menos probable que una depreciación real tenga efectos

contractivos sobre la actividad real. La evidencia examinada muestra que las políticas monetarias y cambiarias han jugado un rol contracíclico en los episodios de desaceleraciones severas de los noventa. Colombia es el único de los países andinos que parece haber usado la política monetaria/cambiaria de un modo contracíclico durante los episodios de desaceleración.

## *Shocks* externos, volatilidad agregada y crédito

### *Crunches* de crédito en la región andina

Una regularidad empírica observada en los cinco países andinos en los períodos de desaceleraciones severas es el colapso del crédito bancario que acompaña a la desaceleración de la actividad económica agregada. La evidencia presentada anteriormente sugiere que la contracción en el crédito no sólo es de una magnitud considerablemente mayor que la observada en países avanzados como Australia, Noruega y Nueva Zelanda, sino que además su recuperación en el período *post* recesión es más lenta. Los efectos de un colapso en el crédito bancario sobre la actividad económica son bien conocidos. Braun y Hausmann (2002) encuentran que los *crunches* de crédito tienen un efecto significativamente negativo sobre el crecimiento del producto que es independiente del efecto de *shocks* de términos de intercambio y flujos de capitales. La importancia de los *crunches* de crédito como mecanismo amplificador de los *shocks* externos es presumiblemente mayor en economías que, como las andinas, poseen mercados de capitales poco profundos y cuyas empresas tienen un acceso muy limitado al crédito internacional.

Las respuestas de política a los problemas asociados al colapso del crédito bancario durante las recesiones dependen de manera crucial del tipo de factores que predominan en la gestación y desarrollo del *crunch* de crédito. ¿Son las contracciones del crédito gatilladas por caídas en la demanda de fondos –consecuencia de expectativas de crecimiento pobres y/o de una alta incertidumbre macroeconómica– o por contracciones en la oferta de fondos? De ser este último el caso, ¿es la menor oferta de fondos atribuible a una caída en el *stock* de fondos prestables o a la menor disposición de las instituciones financieras a prestar –consecuencia, presumiblemente de motivos precautorios que inducen a la banca a desviar los fondos prestables hacia la inversión en activos de bajo riesgo?

Si el colapso en el crédito bancario obedece a factores de demanda por fondos, el *crunch* de crédito puede estar reflejando la flexibilidad del sector bancario y su capacidad de "suavizar" los *shocks* que afectan a individuos y empresas. Si, en cambio, el *crunch* de crédito está asociado a una contracción abrupta en la oferta de fondos, los deudores pueden verse obligados a realizar reestructuraciones y ajustes que contribuyan a magnificar el ciclo económico (De la Torre *et al*, 2003).

En esta sección se estudian los episodios de *credit crunch* en los países andinos en los últimos veinte años desde una perspectiva macro, intentando dilucidar el tipo de factores que han tendido a gatillar los *crunches* de crédito en cada país.

### *Crunches* de crédito en los países andinos: los hechos estilizados

Siguiendo a Braun y Hausmann (2002), definimos un *crunch* de crédito en base al comportamiento del flujo neto de fondos hacia el sector privado, calculado como la diferencia entre la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado y la tasa de interés sobre los préstamos. Usamos datos mensuales provenientes de IFS para el período comprendido entre enero de 1980 y marzo de 2003. Además de los cinco países andinos, incluimos en la muestra a otros tres países latinoamericanos (Argentina, Chile y México) y a tres países avanzados (Australia, Nueva Zelanda y Noruega). Excluimos aquellos episodios ocurridos durante períodos hiperinflacionarios. La muestra final incluye 1.922 observaciones.

El Cuadro 10 presenta estadísticas descriptivas del flujo neto de fondos[39] para dos grupos de países: los latinoamericanos y los avanzados. En los primeros, la distribución del flujo neto de fondos se encuentra centrada en -11,4% y su dispersión (medida por la desviación estándar) es de 22%. En los países avanzados, la distribución del flujo neto de fondos se encuentra desplazada hacia la derecha y su dispersión es menor: la mediana es de 0,9% y su desviación estándar igual a 8,1%.

En vista de las diferencias observadas en el comportamiento del flujo neto de fondos en América Latina y los países avanzados, definimos un *crunch* de crédito usando diferentes valores críticos para cada grupo de países. Específicamente, definimos un *crunch* de crédito como un período en que el flujo neto de fondos cae por debajo del percentil 15 de la distribución respectiva.

Identificamos una fase inicial del *crunch* de crédito como aquella en que el flujo neto de fondos cae bajo el percentil 25 de la distribución, pero aún se encuentra por sobre el percentil 15. La fase final del *crunch* de crédito es aquella comprendida entre el mes en que el flujo neto de fondos cae bajo el percentil 15 y el mes en que vuelve a superar el percentil 25 de la distribución. Para los países latinoamericanos, el 15% de los datos se encuentra bajo -33% y el 25% de los datos bajo -25%. En los países avanzados estos valores son -6% y -3%, respectivamente.

39 Se calcula el flujo neto de fondos como la diferencia entre la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado en 12 meses y la tasa activa promedio de los últimos 12 meses.

**Cuadro 10 Flujo neto de fondos: estadísticas descriptivas**

| | Países de América Latina | Países avanzados |
|---|---|---|
| Media | -12,10 | 01,3 |
| Mediana | -11,40 | 00,9 |
| Desviación estándar | 22,00 | 08,1 |
| Máximo | 01,04 | 45,4 |
| Mínimo | -69,20 | -14,7 |

**Fuente:** elaboración propia con base en datos de *International Finacial Statistics.*

El Cuadro 11 presenta los episodios de *crunches* de crédito identificados para los países andinos siguiendo los criterios anteriores. Un primer hecho estilizado que es posible identificar a partir de la distribución temporal de los episodios es la relativa sincronización en los *crunches* de crédito en la región andina a partir de los años noventa[40]. Con la excepción de Colombia, todos los países andinos tuvieron un episodio de *crunch* de crédito a mediados de los años noventa, y todos ellos presentan cuando menos un *crunch* de crédito en el período 1998-2002. Entre enero de 1998 y enero de 2003, los países andinos estuvieron, en promedio, un 43% del tiempo en un *crunch* de crédito.

**Cuadro 11 *Crunches* de crédito en los países andinos**

| País | Episodio | Inicio | Fin |
|---|---|---|---|
| Bolivia | 1 | 1994:10 | 1997:06 |
| | 2 | 1999:07 | 2001:01 |
| Colombia | 1 | 1998:11 | 2001:01 |
| Ecuador | 1 | 1985:12 | 1993:08 |
| | 2 | 1995:11 | 1997:11 |
| | 3 | 1998:09 | 2000:11 |
| Perú | 1 | 1993:01 | 1993:07 |
| | 2 | 2000:01 | 2001:12 |
| Venezuela | 1 | 1993:05 | 1995:10 |
| | 2 | 1998:12 | 1999:10 |
| | 3 | 2002:03 | 2003:02* |

**Fuente:** elaboración propia con base en datos de *International Finacial Statistics.*

40 La sincronización de los ciclos de crédito en Latinoamérica en los años noventa ha sido destacada por Barajas y Steiner (2002), y De la Torre, *et al* (2003).

Un candidato natural a explicar la sincronización en los ciclos de crédito en la región andina en los años noventa son los movimientos en los flujos de capitales privados. El Gráfico 15 presenta la evolución de los flujos de capitales privados (como porcentaje del PIB) y el crecimiento del crédito bancario real en los países andinos en el período 1991-2001. Ambas variables presentan un importante grado de asociación, especialmente hacia el final de la década. En todos los países andinos, con la excepción de Venezuela, la correlación simple entre los flujos de capitales privados netos (como porcentaje del PIB) y la tasa de crecimiento del crédito bancario al sector privado real aumenta en el período 1997-2001 con respecto al período 1991-1995 (ver Apéndice 3).

En el período más reciente, el crédito al sector privado y los flujos de capitales presentan una estrecha asociación. Exceptuando a Venezuela, el coeficiente de correlación simple entre ambas variables en el período 1997-2001 fluctúa entre 0,71 en Ecuador y 0,99 en Bolivia. La exogeneidad observada en los flujos de capitales hacia economías emergentes en años recientes, y el hecho de que en los países andinos parte importante de los capitales externos es intermediado a través del sistema bancario, sugiere que las contracciones en la oferta de fondos provenientes del exterior (*sudden stops*) han jugado un rol en la generación de los *crunches* de crédito andinos.

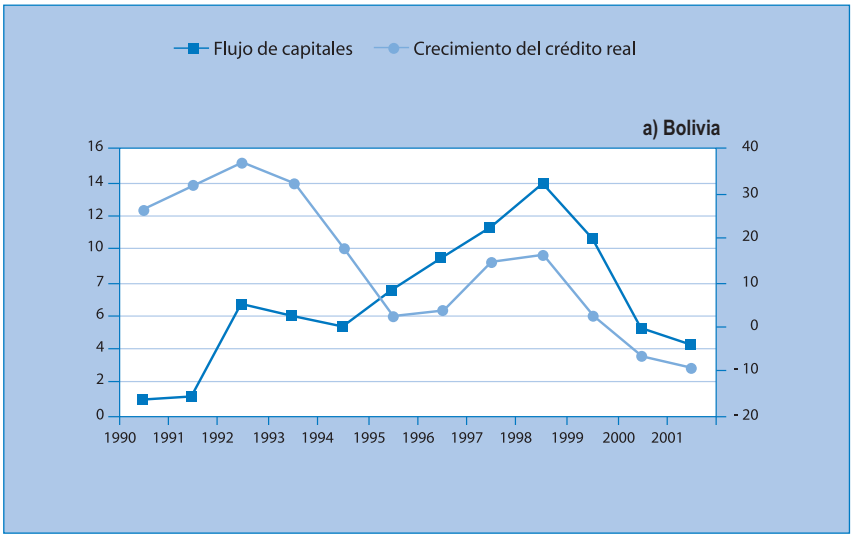



**Gráfico 15**

**Flujo de capitales y crédito bancario en los países andinos**

Continúa

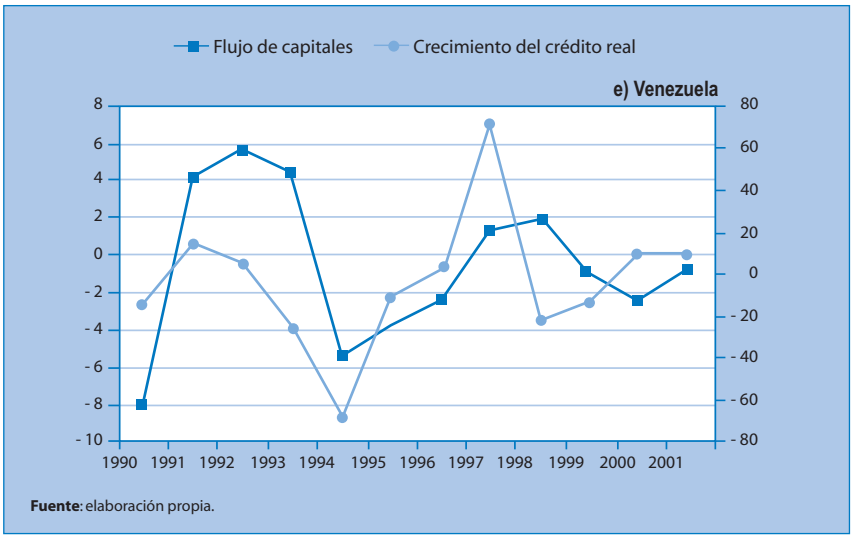
Continuación

**Gráfico 15**

**Flujo de capitales y crédito bancario en los países andinos**

Continúa

Continuación




**Fuente**: elaboración propia.

***Gráfico 15***

**Flujo de capitales y crédito bancario en los países andinos**

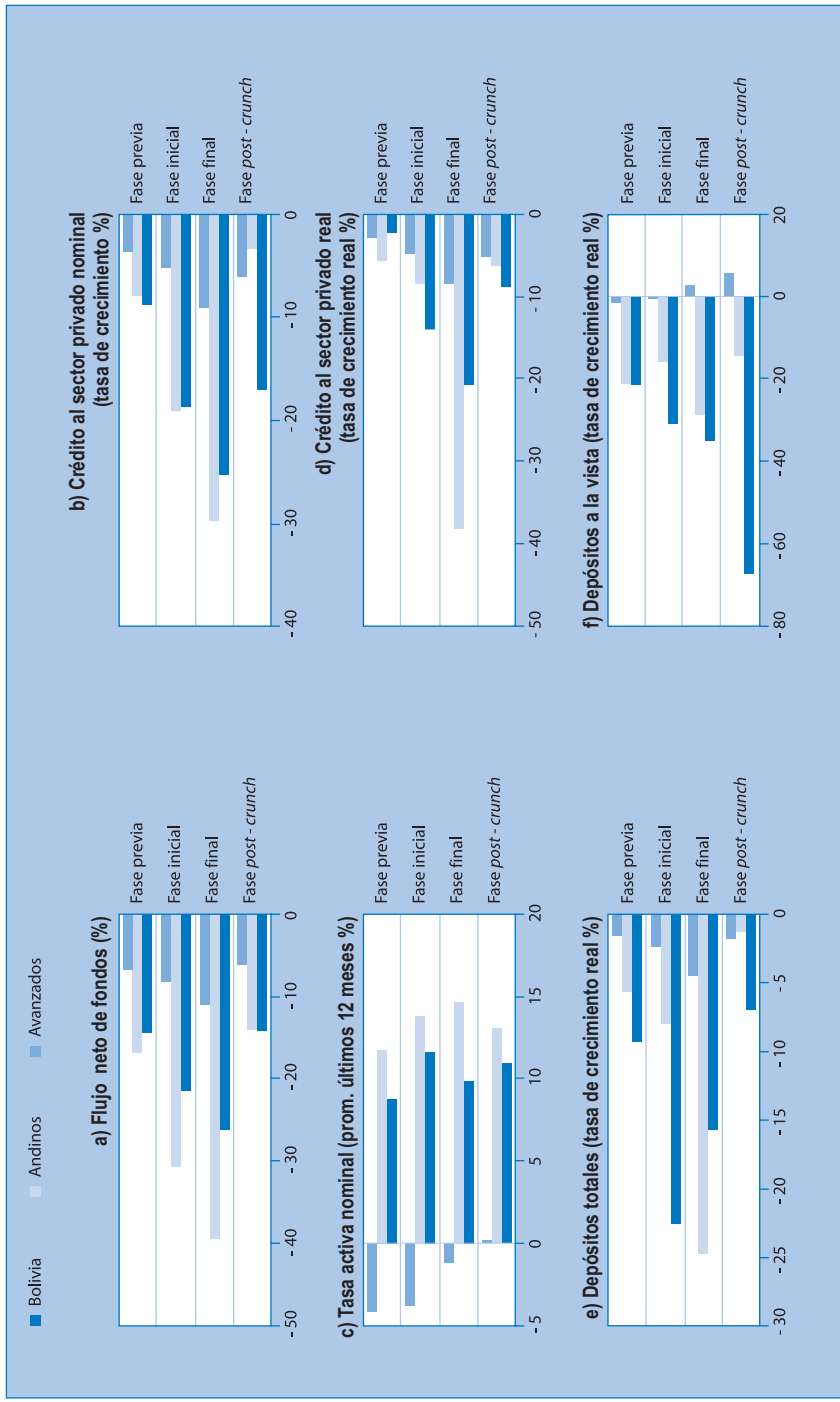
Para estudiar los factores que han contribuido en la gestación y desarrollo de los *crunches* de crédito en cada país, examinamos el comportamiento del sector bancario antes, durante y después de los episodios de *crunch* de crédito en la región andina. Siguiendo a Braun y Hausmann (2002), examinamos gráficamente el comportamiento de las principales partidas del balance agregado del sector bancario y otras variables financieras de interés en cinco tipos de períodos: i) períodos normales, sin *crunch*; ii) la fase previa del *crunch* de crédito: los tres meses previos al episodio; iii) la fase inicial del *crunch* de crédito antes definida; iv) la fase final del *crunch* de crédito; y, v) la fase *post-crunch*: los tres meses que siguen al episodio.

## *Crunches* de crédito en Bolivia

En Bolivia, identificamos dos episodios de *crunch* de crédito. El primero se inició en noviembre de 1994 y se extendió hasta junio de 1997. El colapso en el crédito al sector privado durante este episodio ocurrió en el contexto de una crisis que afectó al sector bancario en 1995. El segundo episodio de *crunch* de crédito, fue entre julio de 1999 y enero de 2002. El Gráfico 16 presenta el comportamiento del sector bancario durante las cuatro fases del *crunch* de crédito antes descritas.

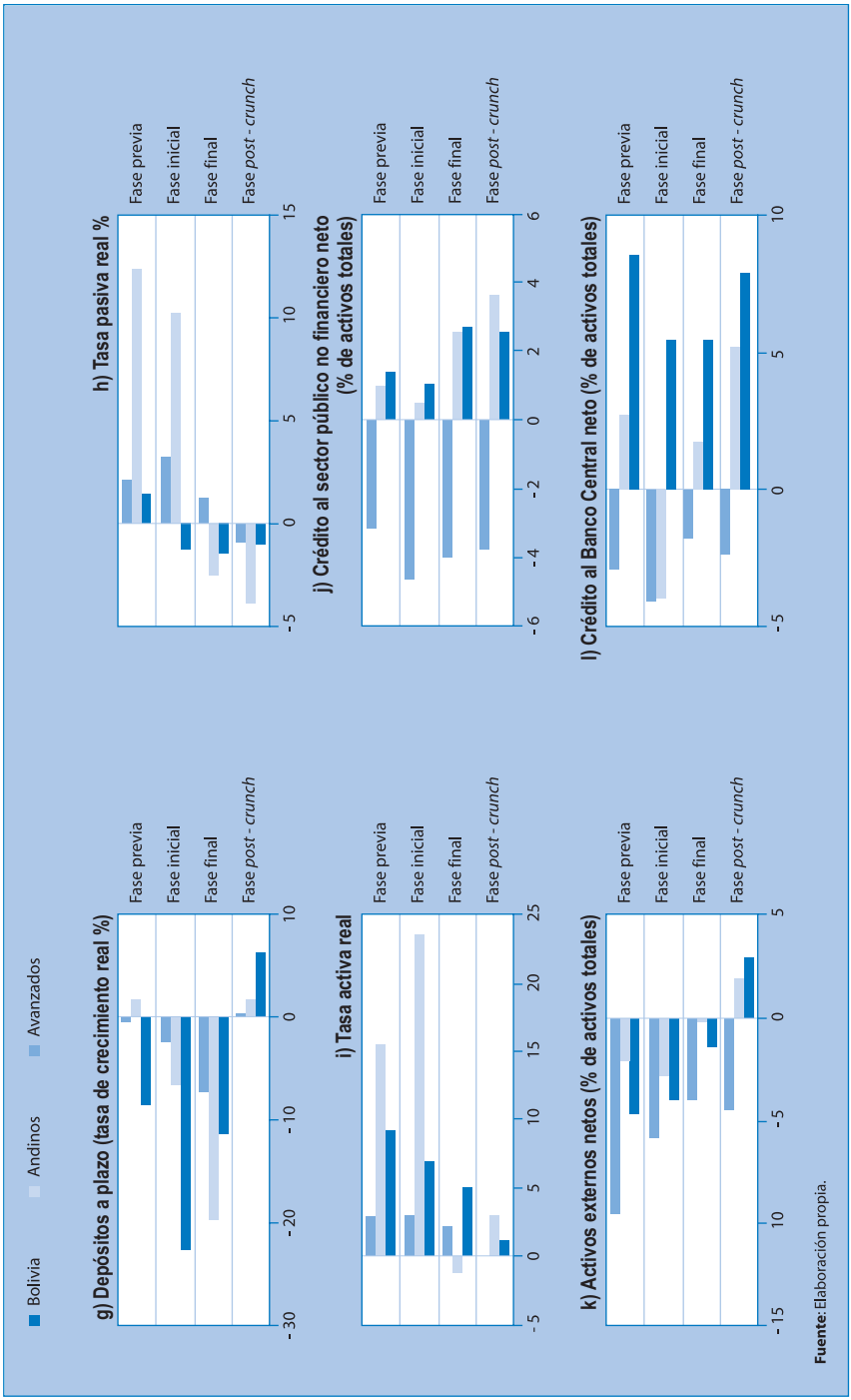
**Gráfico 16**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Bolivia**




Continúa

Continuación




**Fuente:** Elaboración propia.

Una primera observación acerca del *crunch* de crédito típico en Bolivia es que la caída en el flujo neto de fondos observada durante el episodio es menos pronunciada que en el país andino promedio –aunque más pronunciada que en países avanzados. Descomponiendo el flujo neto de fondos en la tasa de crecimiento del crédito y la tasa sobre los préstamos, puede observarse que, a diferencia de lo que ocurre en el caso de los países avanzados, donde la desaceleración del crédito bancario es acompañada de una caída en la tasa activa, en el caso de Bolivia la caída del flujo neto de fondos obedece tanto a una contracción en la tasa de crecimiento del crédito bancario como a un aumento en la tasa activa. La tasa sobre los préstamos se mantiene por encima de la observada en períodos normales desde la fase previa al *crunch* de crédito, y aumenta durante la fase inicial, manteniéndose en alrededor de diez puntos por sobre la observada en períodos normales.

El crédito bancario real se desacelera fuertemente entre la fase previa y la fase inicial del *crunch* de crédito típico. Durante la fase previa, el crédito bancario al sector privado crece a una tasa de 20% real (sólo dos puntos porcentuales por debajo de lo observado en períodos normales), cayendo a un 8% en la fase inicial y a un 2% en la fase final del *crunch* de crédito. Durante los tres meses que siguen al episodio, el crédito bancario se recupera, creciendo a una tasa de 14% real.

Los paneles e), f) y g) del Gráfico 16 anterior muestran el comportamiento de los depósitos bancarios durante un *crunch* de crédito típico en Bolivia. En los tres meses que preceden al episodio, los depósitos bancarios totales reales ya se encuentran 9% por debajo de lo observado durante períodos normales. Durante la fase inicial, el crecimiento real de los depósitos totales cae abruptamente a un 3% anual –desde un 16% anual en la fase previa. En la fase final y los tres meses que siguen al episodio los depósitos bancarios se recuperan, creciendo a un 10% y un 18%, respectivamente.

El hecho de que durante la fase previa al *crunch* de crédito los depósitos se encuentren por debajo de su promedio de tiempos normales mientras que el crédito al sector privado se mantiene cercano a su nivel de períodos normales, sugiere que factores de oferta tienden a predominar en las etapas iniciales del episodio de *crunch* de crédito típico en Bolivia. El hecho de que las tasas de interés (activas y pasivas) reales se encuentren por sobre su nivel de tiempos normales durante esta fase también aporta evidencia en la misma dirección.

En la fase inicial, la contracción en el crédito y los depósitos es acompañada por una (leve) caída en las tasas activas y pasivas (en términos reales) lo que sugiere que durante esta etapa tiende a predominar la contracción en la demanda por fondos –los fondos prestables se hacen más abundantes. Durante la fase final del *crunch* de crédito, las tasas activas y pasivas reales continúan cayendo en el contexto de una pronunciada recuperación de los depósitos, lo que sugiere que la

demanda sigue contrayéndose durante esta etapa. La desaceleración del crédito real observada en esta fase podría deberse también a que los bancos se vuelven más líquidos, pero no transfieren esos recursos al sector privado. El aumento en la inversión de los bancos en activos del sector público y en activos externos aporta evidencia en esta dirección. Sin embargo, la caída en las tasas de interés reales sugiere que la contracción en la demanda por fondos tiende a predominar en la fase final del *crunch* de crédito.

En resumen, los *crunches* de crédito en Bolivia parecen haber sido gatillados por contracciones en la oferta de fondos. En la desaceleración del crédito al sector privado en etapas más avanzadas parecen intervenir predominantemente factores de demanda, a la vez que se observa una menor disposición a prestar por parte de los bancos.

### *Crunches* de crédito en Colombia

En Colombia identificamos un episodio de *crunch* de crédito que se extendió desde noviembre de 1998 hasta enero de 2001. El episodio ocurrió en el contexto de una crisis bancaria y cambiaria sin precedentes en la historia de Colombia en los últimos 20 años (Barajas *et al*, 2001). El Gráfico 17 presenta el comportamiento del sector bancario de Colombia antes, durante y después del *crunch* de crédito.

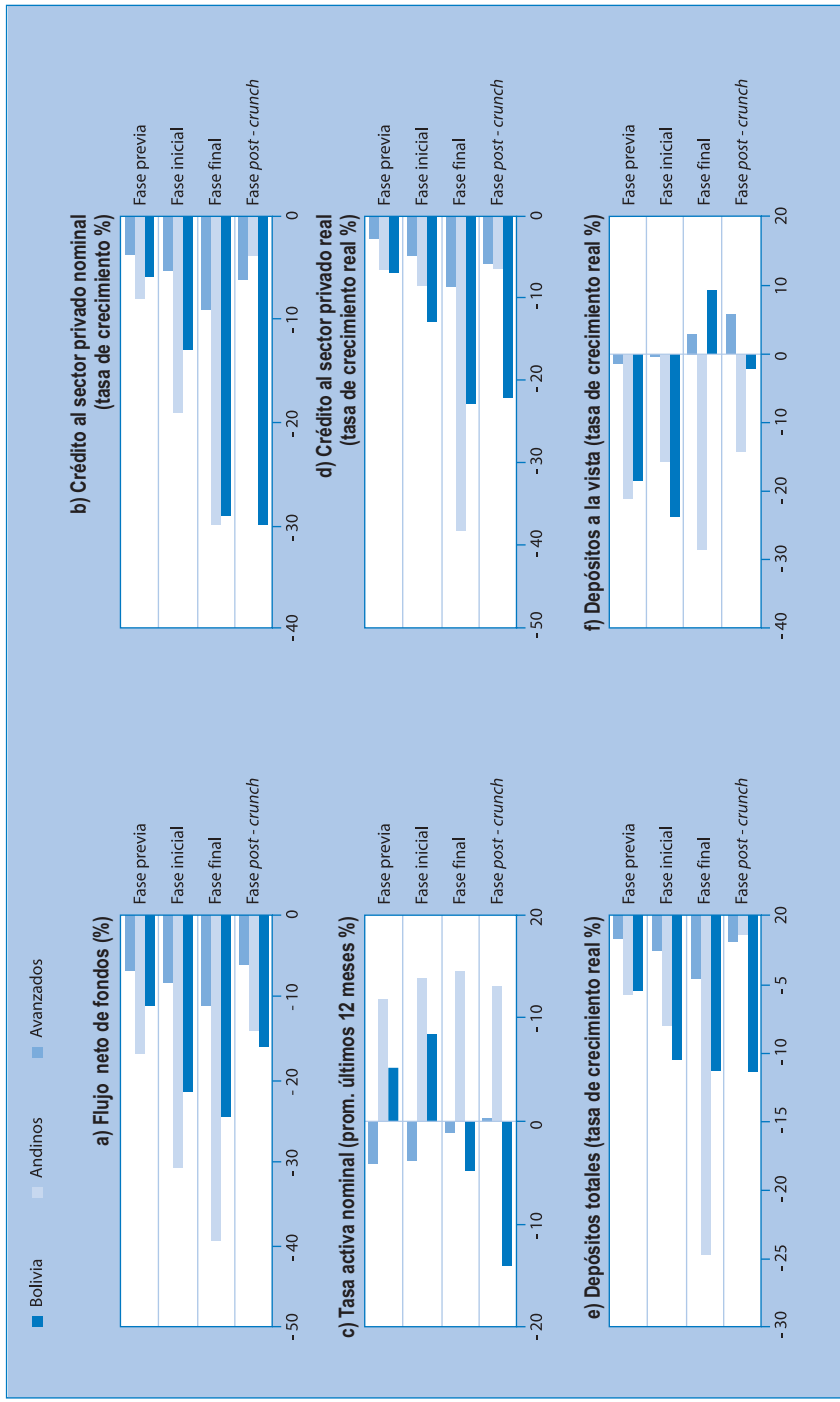
Al igual que en el caso de Bolivia, la contracción del flujo neto de fondos durante los *crunches* de crédito en Colombia es menos pronunciada que la observada en el país andino promedio. La caída en el flujo neto de fondos (respecto a períodos normales) en las primeras etapas del episodio obedece tanto a una desaceleración del crédito al sector privado como a un alza en la tasa activa. Durante las fases final y *post-crunch* la tasa sobre los préstamos cae ubicándose por debajo de su nivel de tiempos normales.

Durante la fase previa al *crunch* de crédito se observa una desaceleración tanto en el crédito real como en los depósitos totales. Ambos crecen alrededor de cinco puntos porcentuales menos que en períodos normales durante los tres meses que preceden al episodio. Durante las fases inicial y final del episodio se observa una contracción más pronunciada del crédito real que de los depósitos reales, especialmente durante la fase final (el crédito real cae un 12% mientras que los depósitos caen alrededor de un 2% en esta fase).

El comportamiento de la tasa pasiva real durante la fase inicial del *crunch* de crédito sugiere que la contracción en la oferta de fondos tiende a predominar en el origen del *crunch* de crédito en Colombia (se ubica más de diez puntos porcentuales por encima de lo observado en tiempos normales). En la medida que el *crunch* de crédito se produndiza, la contracción de la demanda por fondos parece predominar en la explicación del colapso en el crédito al sector privado. La

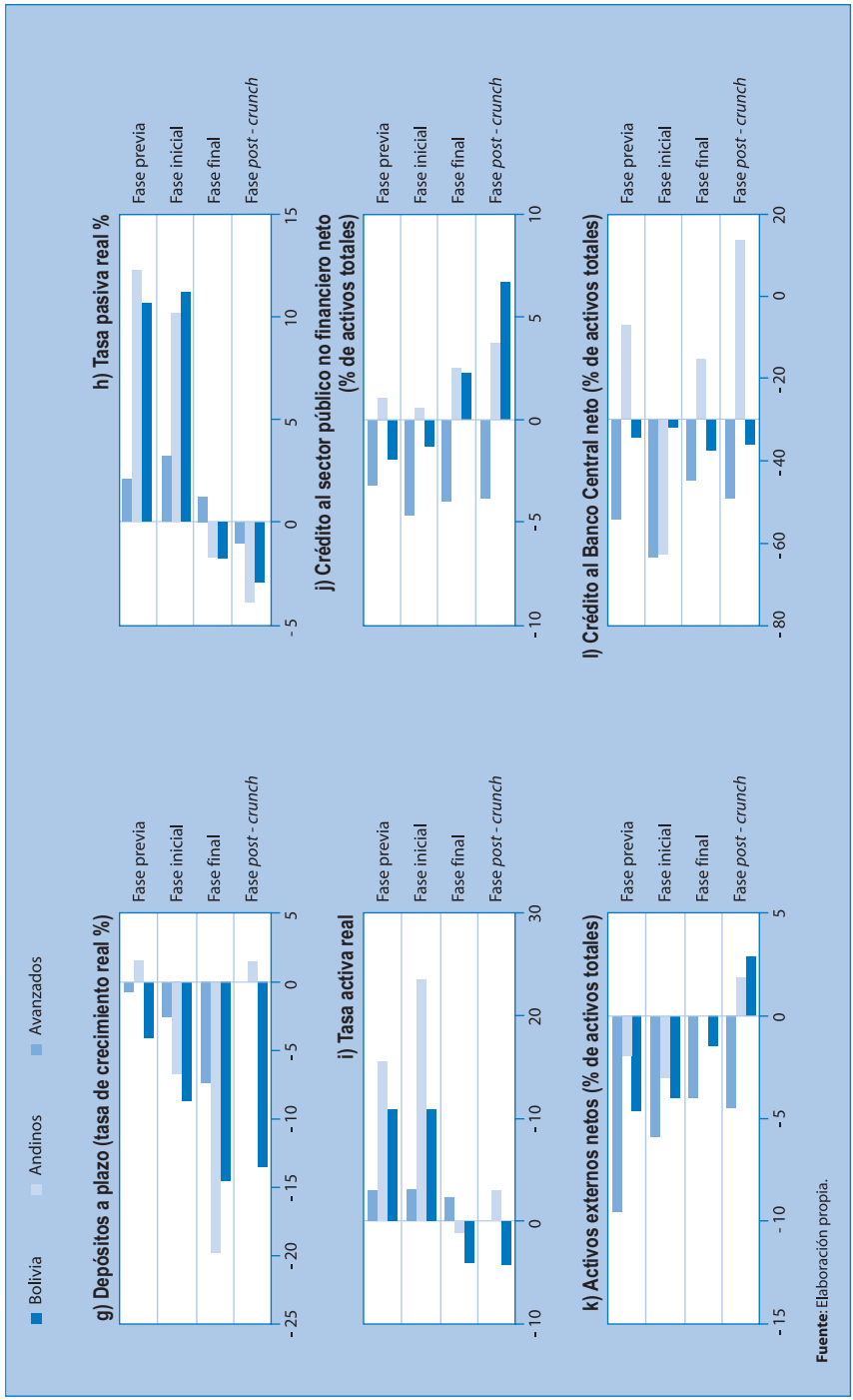
**Gráfico 17**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Colombia**




Continúa

Continuación




**Fuente:** Elaboración propia.

abrupta caída observada en las tasas activas y pasivas reales en la fase final del *crunch* de crédito sugiere que la demanda por fondos se contrae severamente durante esta etapa. El hecho que durante esta etapa la contracción en el crédito al sector privado sea más pronunciada que la contracción en los depósitos sugiere que los bancos se vuelven más líquidos durante la fase final del *crunch* de crédito. El exceso de fondos prestables se destina a una mayor inversión en activos del sector público y, en menor medida, a una mayor inversión en activos externos.

En resumen, la evidencia para Colombia sugiere que factores de oferta tienden a predominar durante las etapas iniciales de los *crunches* de crédito. En etapas posteriores la demanda por fondos se contrae severamente, conduciendo a un exceso de fondos prestables. Los bancos tienden a destinar estos fondos a la inversión en activos del sector público y activos externos. Los resultados de estimaciones de un modelo de desequilibrio por parte de Barajas y Steiner (2001) sugieren que en Colombia las contracciones en la demanda y oferta de fondos prestables son similares en magnitud.

### *Crunches* de crédito en Ecuador

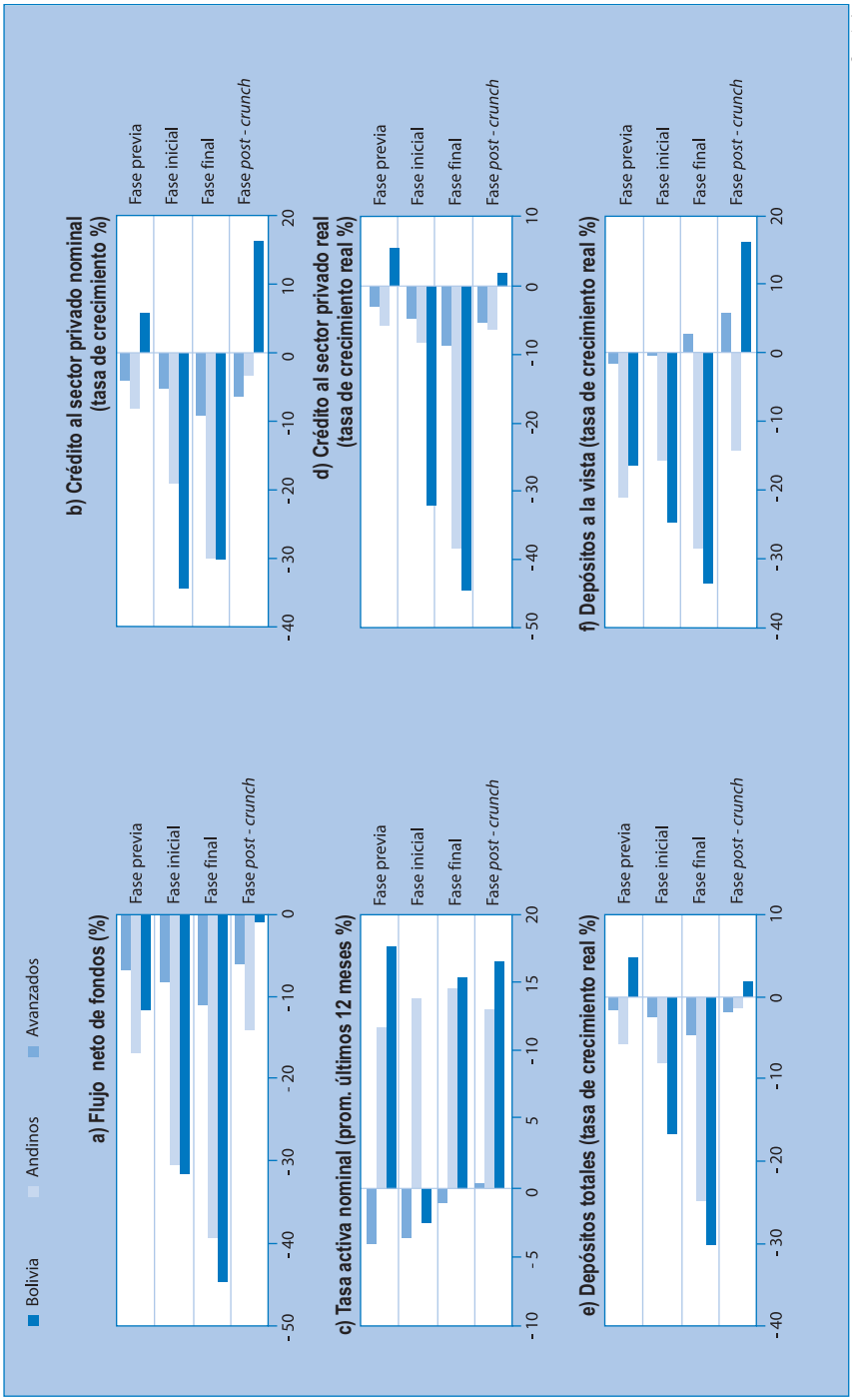
Identificamos tres episodios de *crunch* de crédito en Ecuador. El primero ocurrió entre diciembre de 1985 y agosto de 1993, el segundo entre noviembre de 1995 y noviembre de 1997 y el tercero se extendió desde octubre de 1998 hasta noviembre de 2000. Los últimos dos episodios identificados en Ecuador ocurrieron en el contexto de crisis bancarias y de balanza de pagos (1996 y 1999). El Gráfico 18 presenta el comportamiento del sector bancario en Ecuador durante un *crunch* de crédito típico.

Los *crunches* de crédito en Ecuador se caracterizan por una severa contracción en el flujo neto de fondos hacia el sector privado –entre los países andinos sólo comparable a la observada en Venezuela. En las fases inicial y final del *crunch* de crédito típico, el flujo neto de fondos se ubica 30 y 45 puntos porcentuales por debajo del observado en períodos normales, respectivamente. La caída en el flujo neto de fondos refleja tanto una desaceleración del crédito al sector privado como un aumento en las tasas activas.

A diferencia de lo observado en el país andino promedio, el crédito y los depósitos crecen por sobre su nivel de períodos normales en los tres meses que preceden al *crunch* de crédito. La contracción del crédito y los depósitos bancarios en la fase inicial del *crunch* es abrupta: el crédito real se contrae más de un 30% y los depósitos reales más de un 20% durante esta etapa. Durante la fase final se observan caídas aún más severas en el crédito al sector privado (44% real) y los depósitos totales (36% real). En la fase *post crunch* (los tres meses que siguen al episodio) tanto el crédito como los depósitos vuelven a sus niveles de períodos normales.

**Gráfico 18**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Ecuador**

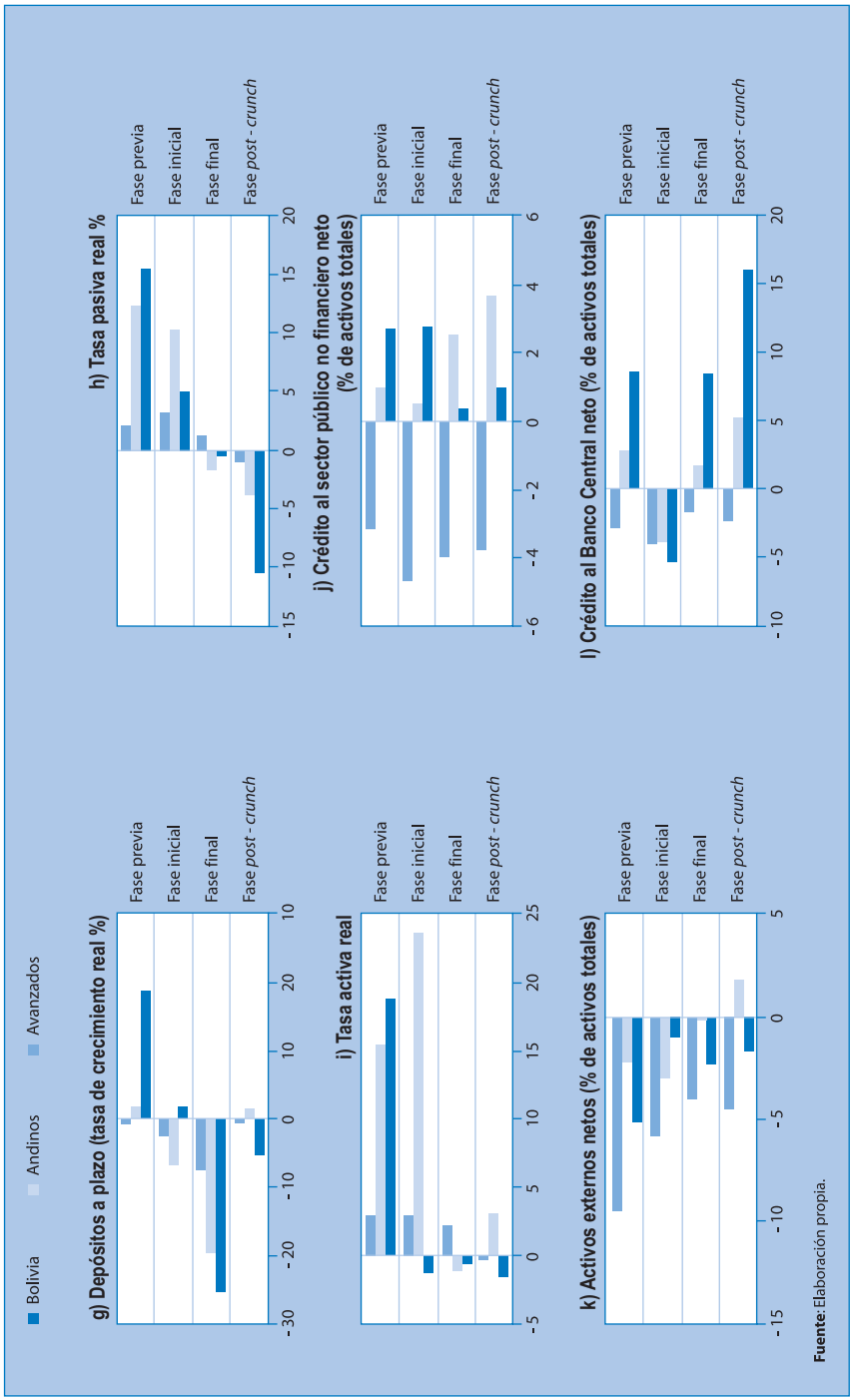



Continúa

**Gráfico 18**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Ecuador**

Continuación




**Fuente:** Elaboración propia.

Durante la fase inicial del *crunch* de crédito, tanto las tasas pasivas como las activas caen fuertemente –alrededor de diez puntos porcentuales las primeras, y cerca de veinte puntos porcentuales las segundas–, lo que sugiere que la contracción en la demanda por fondos tiende a predominar en la gestación del *crunch* de crédito típico en Ecuador. En la fase final las tasas pasivas continúan cayendo y se ubican por debajo de su nivel de períodos normales lo que, nuevamente, sugiere el predominio de factores de demanda en el colapso observado en el crédito al sector privado en esta etapa. El aumento en el crédito (neto) al Banco Central como proporción de los activos totales –en más de 13 puntos porcentuales–, es consistente con una situación de exceso de oferta de fondos prestables. En resumen, la evidencia sugiere que los factores de demanda tienden a predominar en la gestación y desarrollo de los episodios de *crunch* de crédito en Ecuador.

### *Crunches* de crédito en Perú

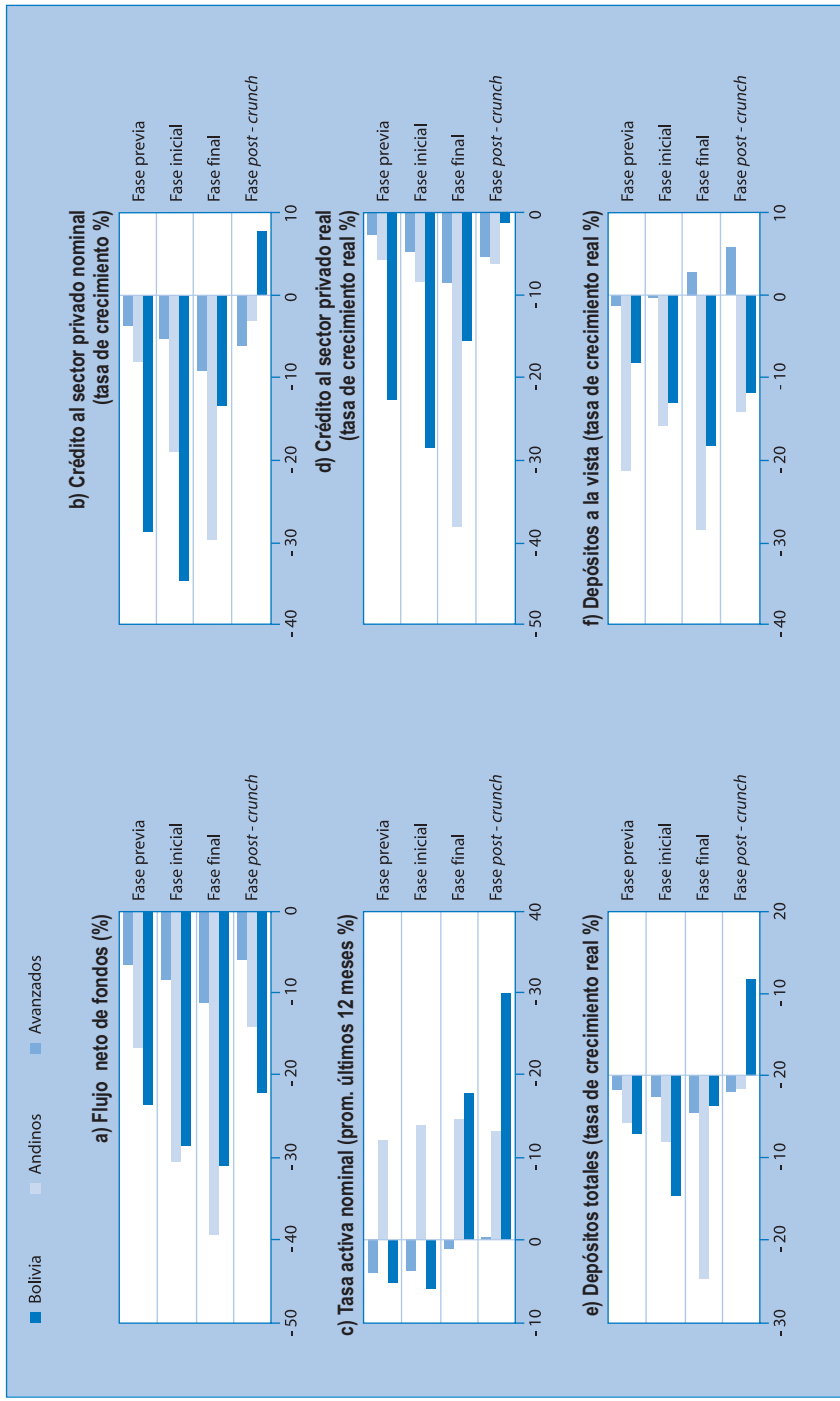
En el caso de Perú identificamos dos episodios de *crunch* de crédito. El primero, entre enero y julio de 1993 y el más reciente, entre enero de 2000 y diciembre de 2001. El Gráfico 19 muestra el comportamiento del sector bancario antes, durante y después de estos episodios.

En Perú, el flujo neto de fondos comienza a contraerse en la fase previa al *crunch* de crédito. En los tres meses anteriores al episodio típico, el flujo neto de fondos ya se encuentra más de 20 puntos porcentuales por debajo de su nivel de períodos normales. La contracción en el flujo neto de fondos es dominada por la fuerte desaceleración del crédito nominal. Las tasas activas se mantienen por debajo de su nivel de tiempos normales en las primeras etapas del *crunch* de crédito.

A partir de la fase previa al *crunch* de crédito típico se observa una severa desaceleración en el crédito al sector privado más pronunciada que la observada en los depósitos bancarios totales. Durante los tres meses que preceden al *crunch*, el crédito real crece en alrededor de un 4% anual (más de 22 puntos porcentuales por debajo de su crecimiento de períodos normales), mientras que los depósitos crecen a un 12% real (siete puntos porcentuales menos que durante períodos normales). En la etapa inicial del *crunch* se observa la desaceleración más severa en el crédito y los depósitos totales: el crédito al sector privado se contrae en un 2% real, mientras que los depósitos totales continúan desacelerándose (crecen en alrededor de un 5% real). Durante la fase final del *crunch* se inicia la recuperación, tanto del crédito como de los depósitos, más marcada en el caso de estos últimos.

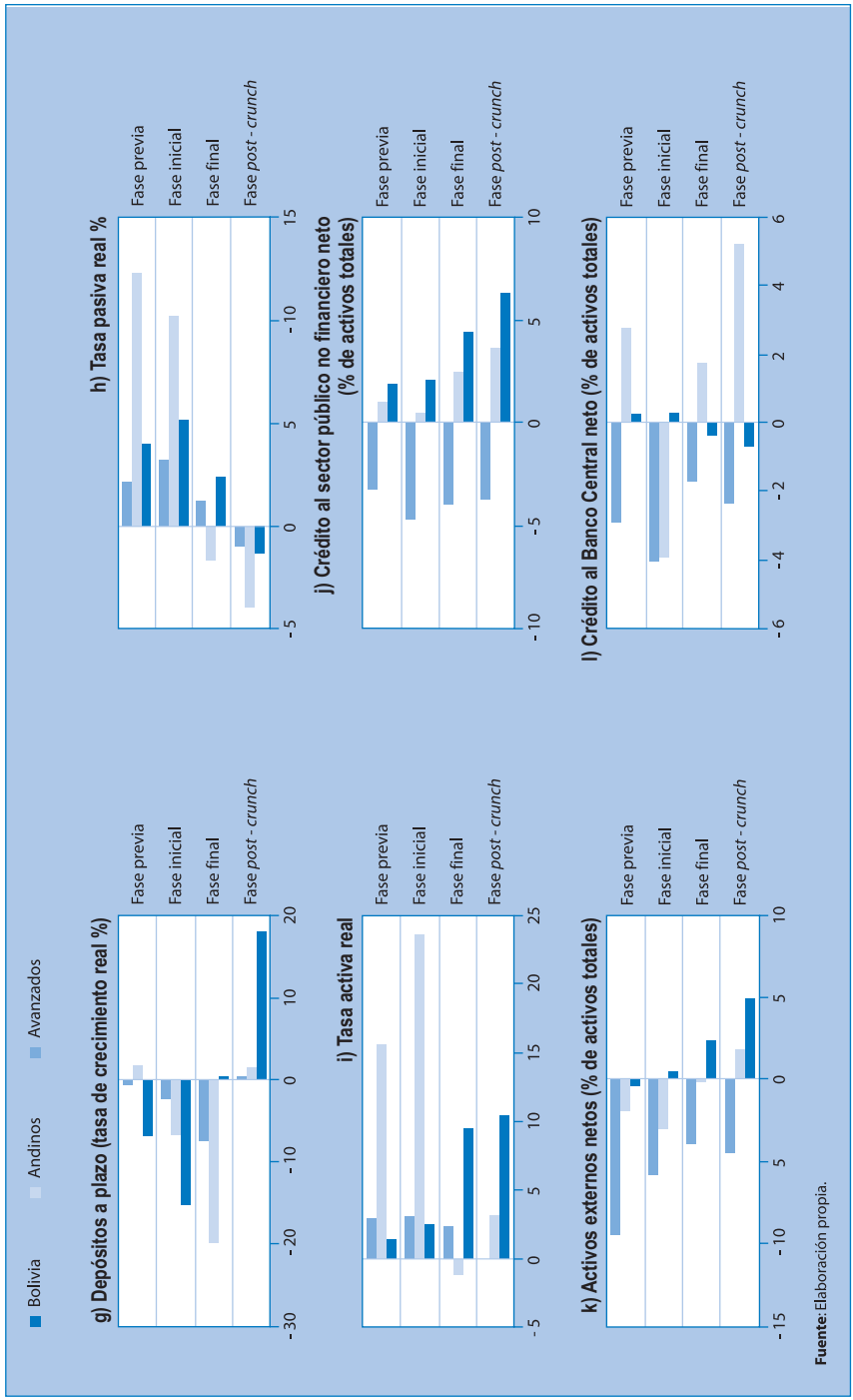
**Gráfico 19**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Perú**




Continúa

Continuación




**Fuente:** Elaboración propia.

El comportamiento de las tasas de interés pasivas durante la fase inicial del *crunch* de crédito típico sugiere que los factores de oferta han tendido a predominar en el origen de estos episodios en Perú. Las tasas pasivas reales se ubican por sobre su nivel de períodos normales en la fase previa al episodio y suben durante la fase inicial del *crunch*, lo que indica que la caída en el flujo neto de fondos obedece principalmente a una contracción en la oferta de fondos.

En la fase final, la caída de las tasas pasivas reales sugiere que el aumento en la oferta de fondos tiende a predominar en la recuperación observada en el crédito al sector privado, lo cual es consistente con la recuperación observada en los depósitos totales durante esta fase. El aumento en el crédito neto al sector público no financiero y en los activos externos netos como proporción de los activos totales sugiere que los bancos se vuelven más reacios a prestar y prefieren desviar fondos a la inversión en activos de bajo riesgo. El aumento observado en las tasas activas reales durante la fase final del *crunch* de crédito es consistente con bancos más adversos al riesgo que exigen un mayor premio por riesgo en sus préstamos al sector privado.

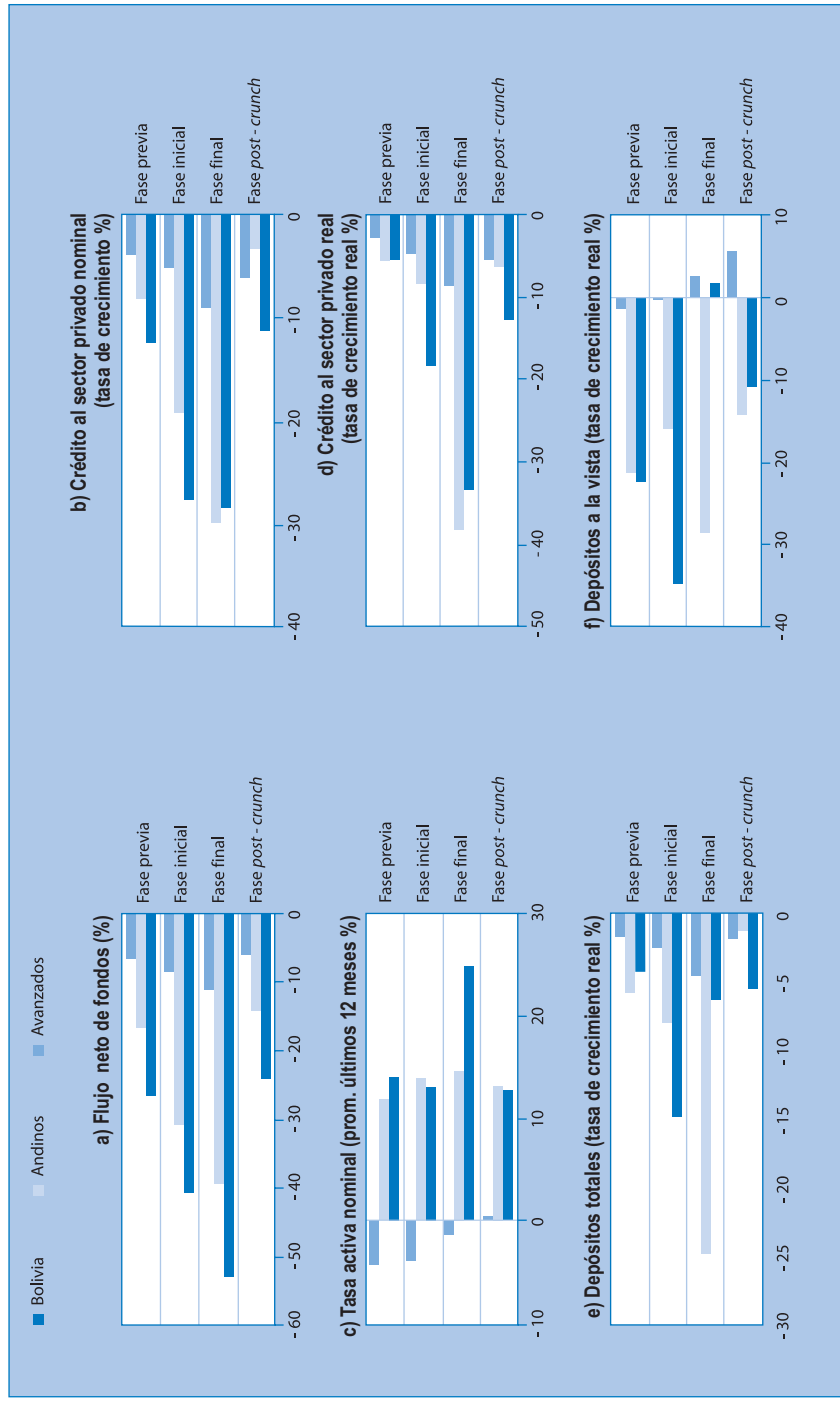
En resumen, factores de oferta parecen haber predominado en la gestación y desarrollo de los *crunches* de crédito en Perú. Contracciones en la oferta de fondos parecen estar detrás del colapso en el crédito observado en las primeras etapas del *crunch,* y aumentos en la oferta de fondos parecen haber liderado la recuperación observada en la fase final del episodio típico. Además, la menor disposición a prestar de los bancos en la etapa final del *crunch* aparece como un candidato a explicar el hecho de que el crédito real permanezca creciendo a tasas sub-normales en esta etapa. Las conclusiones que derivan Barajas y Steiner (2001) de la estimación de un modelo de desequilibrio para Perú coinciden con esta interpretación de la evidencia. Estos autores concluyen que sus resultados "apuntan a un posible exceso de demanda por crédito en años recientes".

### *Crunches* de crédito en Venezuela

En Venezuela identificamos tres episodios de *crunch* de crédito. El primero se extendió desde mayo de 1993 hasta octubre de 1995, y ocurrió en el contexto de una profunda crisis bancaria que significó el cierre o nacionalización de 19 bancos que a fines de 1993 representaban el 55 % de los depósitos totales del sistema bancario. El segundo ocurrió entre diciembre de 1998 y octubre de 1999, y el más reciente comenzó en marzo de 2002, y aún estaba en desarrollo hacia febrero de 2003. El Gráfico 20 presenta el comportamiento del sector bancario de Venezuela durante las cuatro fases del *crunch* de crédito.

**Gráfico 20**

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Venezuela**

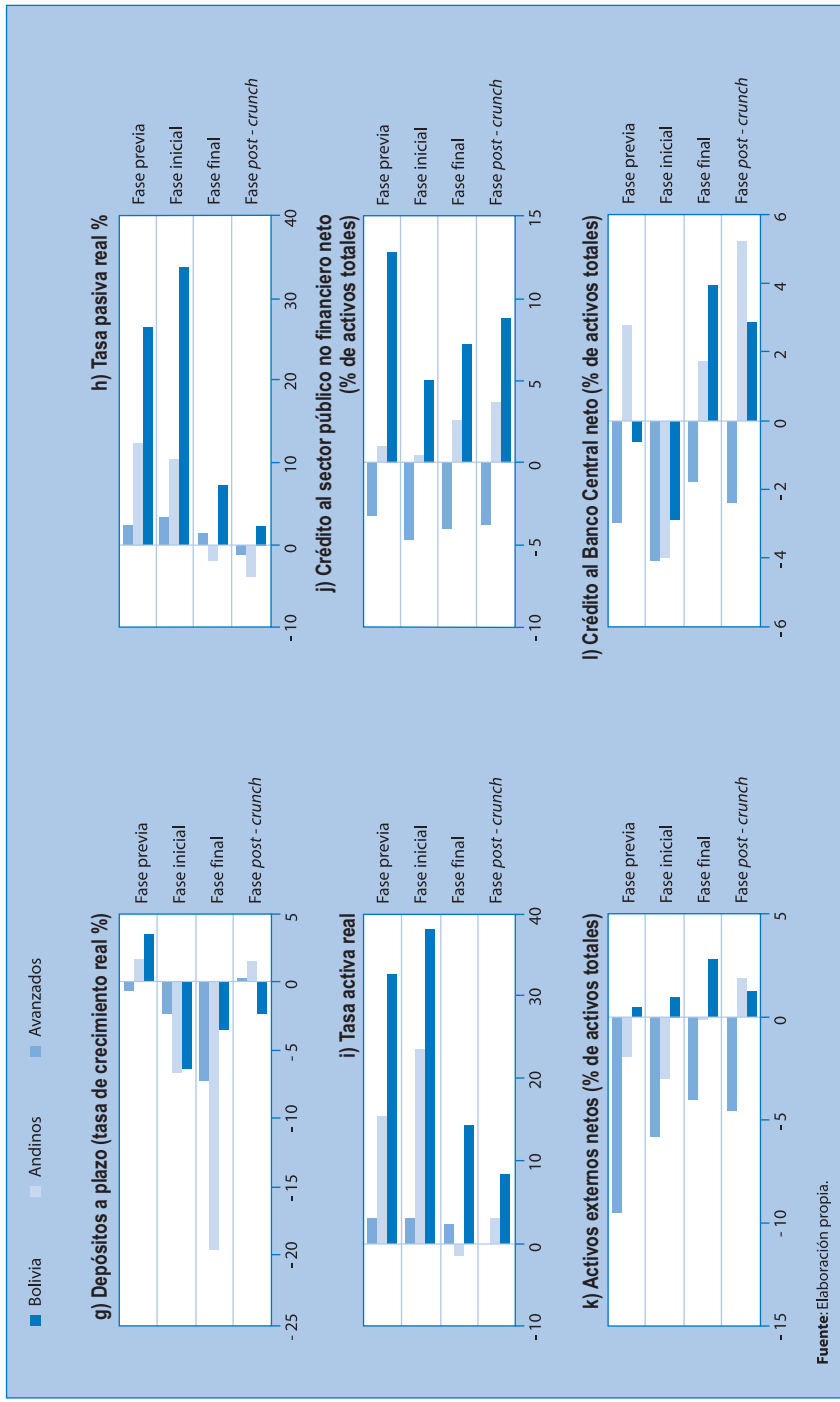



Continúa

*Gráfico 20*

**Anatomía de los *crunches* de crédito en Venezuela**

Continuación




**Fuente:** Elaboración propia.

La contracción en el flujo neto de fondos a lo largo del *crunch* de crédito típico en Venezuela es más pronunciada que la observada en el país andino promedio. En las fases inicial y final el flujo neto de fondos se ubica 40 y 55 puntos porcentuales por debajo de lo observado en tiempos normales, respectivamente. Al igual que en el promedio de los países andinos, la caída en el flujo neto de fondos obedece tanto a una contracción en el crecimiento del crédito nominal como a un aumento en la tasa sobre los préstamos.

Tanto el crédito real como los depósitos reales se contraen durante los tres meses previos al episodio típico. Los depósitos totales se contraen severamente durante la fase inicial (un 16,5% real) y se aceleran durante la fase final del *crunch*. El crédito real se contrae durante la fase inicial (un 14,3%) y cae aún más fuertemente en la fase final del *crunch* (cerca de un 30%). En la fase *post crunch*, tanto los depósitos como el crédito al sector privado vuelven a acelerarse en términos reales.

El comportamiento de las tasas de interés durante el *crunch* de crédito típico sugiere el predominio de factores de oferta en las etapas iniciales del episodio. Las tasas pasivas reales se ubican muy por encima de su nivel de períodos normales en las fases previa e inicial del *crunch* de crédito (en 26 y 33 puntos porcentuales, respectivamente), lo que sugiere que los bancos enfrentan una escasez de fondos prestables en esta etapa.

En la fase final, tanto las tasas activas como las pasivas caen en términos reales –aunque se mantienen sobre sus niveles de tiempos normales– lo que, unido al hecho de que en esta etapa se observa una profundización de la caída en el crédito real y una recuperación en los depósitos, sugiere que los bancos se vuelven más líquidos pero no transfieren esos recursos al sector privado. Esto podría deberse a una menor disposición a prestar de los bancos y/o a una caída en la demanda por fondos por parte del sector privado. El aumento en el crédito al sector público no financiero, el crédito al banco central y la inversión en activos externos como proporción de los activos totales observada durante la fase final del *crunch* de crédito sugiere que la menor disposición a prestar es parte de la explicación de la severa contracción del flujo neto de fondos observada en esta etapa. Los bancos prefieren invertir en activos de bajo riesgo en lugar de prestar los fondos al sector privado. La caída observada en las tasas activas reales sugiere que factores de demanda también son parte de la explicación.

En resumen, la evidencia para Venezuela indica que en el origen de los episodios de *crunch* de crédito tienden a predominar factores de oferta. En etapas posteriores, la contracción en la demanda por crédito –presumiblemente asociada a expectativas de crecimiento más pesimistas– y la menor disposición de los bancos a prestar son factores determinantes del colapso observado en el flujo neto de fondos hacia el sector privado.

### *Crunches* de crédito en la región andina: consideraciones finales y alternativas de política

La evidencia examinada en esta sección permite identificar algunos elementos comunes a los episodios de *crunch* de crédito en los países andinos. En general, en las etapas iniciales del episodio típico, el colapso en el crédito bancario al sector privado tiende a ser gatillado por una contracción en la oferta de fondos prestables. En la mayoría de los casos se observa una fuerte desaceleración en los depósitos bancarios acompañada por un alza en las tasas de interés reales –en particular, las tasas pasivas tienden a subir en esta fase. La fuerte asociación observada entre los flujos de capitales privados a la región y el crédito al sector privado indica la importancia de las reversiones de los flujos de capitales en la contracción de la oferta de fondos prestables –especialmente en los episodios de fines de los noventa.

En etapas posteriores del *crunch* de crédito típico, los depósitos bancarios tienden a recuperarse, pero el crédito al sector privado se mantiene deprimido como consecuencia de la combinación de dos factores: una contracción en la demanda por fondos y una menor disposición a prestar por parte de las instituciones financieras.

Las medidas orientadas a estabilizar el flujo de crédito desde los bancos hacia el sector privado deben, entonces, procurar disminuir la vulnerabilidad del sistema bancario a pérdidas de confianza por parte de los depositantes, y desincentivar el desvío de fondos prestables hacia la acumulación de activos de bajo riesgo cuando en el mercado del crédito prevalece un exceso de demanda. Un esquema de regulación bancaria que establezca adecuados requerimientos de capital y liquidez es un elemento central de un paquete de medidas orientado a fortalecer la credibilidad del sistema bancario. A menor desarrollo del sistema financiero, las razones de capital y liquidez exigidos por la regulación deberían ser mayores. El establecimiento de requisitos de liquidez procíclicos también puede contribuir a atenuar los ciclos de crédito.

Otro instrumento que apunta a evitar la ocurrencia de pánicos bancarios son los seguros de depósitos. Barth, *et al* (2002) encuentran, sin embargo, que sistemas de seguros de depósitos demasiado generosos tienen un efecto adverso sobre la estabilidad del sistema financiero, aún controlando por otras características del esquema regulador tales como agencias supervisoras fuertes, exigentes requerimientos de capital y regulaciones que incentiven el monitoreo de los bancos por parte del sector privado[41].

41 Demirgüç-Kunt y Detragiache (2002) destacan tres condiciones bajo las cuales el efecto desestabilizador de los sistemas de seguros de depósitos es mayor: i) a mayor cobertura ofrecida a los depositantes; ii) cuando existe un fondo constituido para estos fines; y, iii) cuando el sistema es administrado por el gobierno.

Los seguros de depósitos tampoco parecen ser una solución efectiva en el caso de economías altamente dolarizadas. En sistemas financieros en que una proporción importante de los depósitos bancarios se encuentra denominada en moneda extranjera, la introducción de un sistema de seguro de depósitos contribuirá a fortalecer la credibilidad del sistema bancario sólo en la medida que la autoridad mantenga un *stock* de reservas internacionales suficiente para cubrir esos depósitos. La experiencia internacional muestra que en la mayoría de los países que sufrieron crisis bancarias en los últimos años la combinación de reservas internacionales limitadas y restricciones fiscales hicieron que las garantías a los depósitos denominadas en dólares resultaran ser no creíbles (Gulde *et al,* 2003).

Otro aspecto de la regulación bancaria que puede tener un impacto sobre la estabilidad del sistema financiero son las barreras a la entrada de nuevos bancos, en particular de bancos extranjeros. Barth *et al* (2002) no encuentran una asociación importante entre las restricciones a la entrada de nuevos bancos y la eficiencia bancaria, pero sí reportan una relación positiva entre las barreras a la entrada de bancos extranjeros y la estabilidad del sistema bancario. Martínez *et al* (2002) estudian el comportamiento de los bancos extranjeros en América Latina en el período 1985-2000, y encuentran que éstos tienen un efecto estabilizador sobre el crédito al sector privado. Los resultados reportados por estos autores muestran que el crédito de los bancos extranjeros responde más a *shocks* domésticos positivos que a *shocks* adversos y que no se contrae significativamente durante las crisis. Además, encuentran que la prociclicidad en el crédito de los bancos extranjeros es menor mientras mayor es su exposición al país en que operan.

Finalmente, es importante que las agencias encargadas de la supervisión bancaria pongan énfasis en evitar los descalces de monedas, tanto en los balances de los bancos como en las de sus clientes. El elevado grado de dolarización de los sistemas bancarios y sectores corporativos en algunos de los países andinos crea condiciones bajo las cuales una depreciación del tipo de cambio real puede conducir a crisis sistémicas, con los consecuentes costos en términos de contracciones de la inversión, aumento del desempleo y caídas en la actividad.

## Reflexiones finales

Los países andinos se ven afectados por una gran volatilidad exógena, especialmente de los términos de intercambio y de los flujos internacionales de capital. Es posible imaginarse cambios –como la diversificación exportadora o la mayor integración financiera internacional—que pudiesen morigerar esta volatilidad. Pero el cómo alcanzar tales cambios no es nada obvio. Por ejemplo, las economías de América Latina llevan dos siglos tratando de diversificar sus exportaciones y las políticas, cuando rinden fruto, ello sólo ocurre en el largo plazo.

En el corto plazo si se puede hacer algo respecto a los factores que magnifican internamente la volatilidad externa. Una conclusión central de este trabajo es que en la región andina las políticas monetarias, cambiarias y financieras han tendido a amplificar en vez de morigerar los ciclos externos. Alterar esa situación requiere actuar en varios frentes a la vez.

Con la excepción de Ecuador, país que ha optado por la dolarización, parece aconsejable que las otras naciones andinas se muevan hacia un esquema de mayor flexibilidad cambiaria, aparejado a un sistema de metas de inflación. Hemos visto de modo exhaustivo en este trabajo que la efectividad del tipo de cambio como instrumento de ajuste es limitada en los países andinos.

En varios casos, el alto *pass-through* y la dolarización de los pasivos, entre otros factores, dificultan la tarea de usar el tipo de cambio y la política monetaria como lo indican los textos. Pero hemos visto también que hay diferencias sustantivas entre países. Tanto la dolarización como el *pass-through*, para seguir con los mismos ejemplos, alcanzan niveles muy distintos en Colombia, Perú o Venezuela. Una razón para ello es que la credibilidad de las políticas y de las instituciones es muy distinta en los países de la región. En general, los países andinos –que por más tiempo han perseverado en una política de creciente flexibilidad cambiaria, aparejada de un fortalecimiento gradual de la credibilidad de la política monetaria– muestran resultados más auspiciosos. Colombia es el ejemplo más claro de esta tendencia.
Algo parecido puede afirmarse respecto al comportamiento del crédito. Todos los países de la región han experimentado *crunches* de crédito, pero no de igual magnitud o frecuencia. Ello es debido en parte a que la volatilidad externa de los flujos de capital, y con ello la disponibilidad de fondos prestables, ha sido muy distinta en las naciones andinas. Pero las políticas locales –evitar el descalce de monedas al interior de los bancos, fortalecer la supervisión, usar los encajes de modo contracíclico, facilitar la constitución de garantías (facilitando así el acceso sostenido al crédito), asegurar el acceso a liquidez en períodos turbulentos– también tienen un papel que jugar.

## Referencias bibliográficas


• Aghion, P., P. Bacchetta y A. Banerjee (2001), *Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints*. European Economic Review 45(7), pp. 1121-50.

• Aizenman, J. y B. Pinto (2005), *Overview*, En: *Managing Economic Volatility and Crises*, Aizenman y Pinto Eds., Cambridge University Press.

• Arreaza, A., N. Ayala y M. A. Fernández (2001), "Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Venezuela". Serie de Documentos de trabajo 34, Banco Central de Venezuela (diciembre).

• Arteta, C. (2002), *Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Curency Mismatches?* International Finance Discussion Papers 738, Board of Governors of the Federal Reserve System (septiembre).

• Arteta, C. (2003), *Are Financially Dollarized Countries More Prone to Costly Crises?* International Finance Discussion Papers 763, Board of Governors of the Federal Reserve System (marzo).

• Banco Central de Bolivia (2003), "Hacia una Política de Metas de Inflación". Boletín Informativo 118, marzo.

• Banco Central de Reserva del Perú (2002), "Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas", septiembre.

• Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (1995), *Overcoming Volatility*, Economic and Social Progress in Latin America. 1995 report, Washington DC. Part Two. (Overcoming Volatility in Latin America), pp. 218-246.

• Barajas, A., E. López y H. Oliveros (2001), "¿Por qué en Colombia el crédito al sector privado es tan reducido?", Borradores de Economía 185, Banco de la República de Colombia.

• Barajas, A. y R. Steiner (2002), *Why Don´t We Lend: Credit Stagnation in Latin America*. IMF Staff Papers vol. 49, special issue.

• Barth, J. R., G. Caprio, y R. Levine (2002), *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* NBER Working Paper 9323 (noviembre).

• Baxter, M. and M. Kouparitsas (2000), *What Causes Fluctuations in the Terms of Trade?* NBER Working Paper 7462, National Bureau of Economic Research.

• Beckerman, P. (2005), A*ndean Exchange Rate Regimes, 1994-2003: A Brief for Stable but Flexible Regimes*, Cepal, Serie Economía del Desarrollo # 34.

• Bernanke, B. y M. Gertler (1989), *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*. *American Economic Review*, 79(1), pp. 14-31.

• Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1998), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycles Framework*. NBER Working Paper 6455.

• Bleakley, H. y K. Cowan (2002), *Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much Ado About Nothing?*, Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper 02-5.

• Borensztein, E. y J. De Gregorio (2000), *Devaluation and Inflation*. Internacional Monetary Fund, mimeo (marzo).

• Boyán R. y R. Mendoza (2002), "Metas Explícitas de Inflación y la Política Monetaria en Bolivia". *Monetaria* vol. 25 n. 4, pp. 348-89.

• Braun, M. y R. Hausmann (2002), *Financial Development and Credit Crunches: Latin America and the World*, en *Latin American Competitiveness Report*.

• Broda, C. (2004), *Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries*. *Journal of International Economics*, 63(1), pp. 31-58.

• Broda, C. y C. Tille (2003), *Coping with Terms of Trade Shocks in Developing Countries*. Current Issues in Economics and Finance, 9(11), pp. 1-7.

• Caballero, R. (2000), *Macroeconomic Volatitlity in Latin America: A View and Three Case Studies*. NBER Working Paper 7782.

• Calvo, G. (1998), *Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*. Journal of Applied Economics (CEMA), 1,(1) November, pp. 35-54.

• Calvo, G. y C. Reinhart (1999), *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. University of Maryland, College Park, MD. United States, Mimeo.

• Calvo, G. y C. Reinhart (2000a), *When Capital Flows come to a Sudden Stop: Consequences and Policy*. En Peter B. Kenen y Alexander Swoboda (eds.), *Reforming the International Monetary and Financial System*, Washington DC: International Monetary Fund.

• Calvo, G. y C. Reinhart (2000b), "Fixing for Your Life". En: Brookings Trade Forum 2000, Susan M. Collins and Dani Rodrik eds.

• Calvo, G. y C. Reinhart (2002), *Fear of Floating*. Quarterly Journal of Economics, vol. 117(2), pp. 379-408 (mayo).

• Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2002), *Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*, presentado en el Seminario "The Resurgence of Macro Crises: Causes and Implications for Latin America", Banco Inter-americano de Desarrollo.

• Calvo, G., A. Izquierdo y L.F. Mejía (2004), *On the Empirics of Sudden Stops: The relevance of Balance-Sheet Effects*, NBER Working Papers 10520, National Bureau of Economic Research.

• Carranza, L.J., J.M. Cayo y J.E. Galdón-Sánchez (2003), *Exchange Rate Volatility and Economic Performance in Peru: A Firm Level Analysis*. Emerging Markets Review, vol. 4(4), pp. 472-496.

• Carrasquilla, A. (1998). "Causas y efectos de las crisis bancarias en América Latina. ¿Qué sabemos y que podemos hacer?". Trabajo preparado para el Seminario organizado por el Banco Central de Bolivia en su 70 aniversario, Julio 21 y 22. 1998.

• Castillo, P., C. Montoro and V. Tuesta (2006), "Hechos Estilizados de la Economía Peruana", Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo # 2006_005.

• Céspedes, L.F., R. Chang and A. Velasco (2004), *Balance Sheets and Exchange Rate policy*. American Economic Review, 4, pp. 1183-1193 (septiembre).

• Chang, R. y A. Velasco (2000a), *Financial Fragility and the Exchange Rate Regime*. *Journal of Economic Theory*, Vol.92(1), pp. 1-34.

• Chang, R. y A. Velasco (2000b), *A Model of Financial Crises in Emerging Markets*. Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, pp. 489-517.

• Chang, R. y A. Velasco (2000c), *The Asian Financial Crisis in Perspective*. En *Private Capital Flows in the Age of Globalization: The Aftermath of the Asian Crisis*, Uri Dadush, Dipak Dasgupta y Marc Uzan (eds), New Cork: Edgar Elgar Publishers.

• Comisión Económica para América Latina (CEPAL) (2000). BTI, Base de datos de Transporte Internacional.

• Copelman, M. y A, Werner (1995), *The Monetary Transmission Mechanism in Mexico*. International Finance Discussion Paper No 521, Board of Governors of the Federal Reserve System.

• Corbo, V., A. Elberg y J. Tessada (1999), *Monetary Policy in Latin America: Underpinnings and Procedures*. Cuadernos de Economía, Año 36, N° 109, pp. 897-927 (diciembre).

• De Ferranti, D., G. Perry, I. Gill y L. Servén (2000), *Macroeconomic Volatility in Latin America: Causes and Remedies*. En: *Securing our Future in a Global Economy*, Capítulo 4. World Bank Latin American and Caribbean Studies.

• De la Torre, A., R. García-Saltos y Y. Mascaró (2001), *Banking, Currency and Debt Meltdown: Ecuador Crisis in the Late 1990s*. World Bank, Mimeo.

• De la Torre, A., D. Leipziger, y J. G. Gasha (2003), *Behind Credit Fluctuations in Latin America: Old and New Suspects*. World Bank, Mimeo.

• Dehn, J., C.L. Gilbert y P. Varangis (2005), *Agricultural Commodity Price Volatility*. En: *Managing Economic Volatility and Crises*, Capítulo 4, Aizenman y Pinto Eds., Cambridge University Press.

• Demirgüç-Kunt, A. y E. Detragiache (2002), *Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation*. Journal of Monetary Economics 49, pp. 1373-1406.

• Dorta, M., J. Guerra y G. Sánchez (1997), "Credibilidad y Persistencia de la Inflación en Venezuela". Serie de Documentos de Trabajo 11, Banco Central de Venezuela.

• Easterly, W., M. Kremer, L. Pritchett y L.H. Summers (1993), *Good Policy or Good Luck? Country Growth Performance and Temporary Shocks*. Journal of Monetary Economics, Vol. 32(3), pp. 459-483.

• Easterly, W., R. Islam y J. Stiglitz (2000), *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. Annual Bank Conference on Development Economics en http://www.worldbank.org/research/growth/paauthor.htm

• Eichengreen, B. y R. Hausmann (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*. NBER Working Paper 7418.

• Fondo Monetario Internacional, (FMI) (2001), *The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can it Be Maintained?*, en World Economic Outlook (mayo).

• Fondo Monetario Internacional, (2005), *The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can it Be Maintained?,* en World Economic Outlook (septiembre).

• Frankel, J. And A. Rose (1996), *Currency Crashes in Emerging markets: An Empirical Treatment*. Journal of International Economics 41, pp. 351-368.

• Frankel, J. (1999), *No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times*. NBER Working Paper 7338.

• Friedman, M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates*. En *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.

• Gavin, M., R. Hausmann, R. Perotti y E. Talvi (1996), *Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness*, Office of the Chief Economist Working Paper 326, Inter-American Development Bank, marzo.

• Goldfajn, I. y S. Werlang (2000), *The Passthrough from Depreciation to Inflation: A Panel Study*. Banco Central de Brasil, Mimeo.

• Guerra, J., P. C. Rodríguez y G. Sánchez (1996), "El Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en Venezuela". Serie de Documentos de Trabajo 3, Banco Central de Venezuela (diciembre).

• Guerra, J y O. Rodríguez (1998), "Crisis Cambiarias y Flujos de Capital en Venezuela". Serie de Documentos de Trabajo 15, Banco Central de Venezuela (diciembre).

• Gulde, A., D. Hoelscher, A. Ize, A. Leone, D. Marston, y M. Moretti (2003), *Dealing with Banking Crises in Dollarized Economies*. En: *Managing Financial Crises, Recent Expe-*

*rience and Lessons for Latin America*, Ch. Collins y G. R. Kincaid (eds.), Occasional Paper 217, Fondo Monetario Internacional.

• Hausman, R., U. Panizza, and E. Stein. (2001). *Why Do Countries Float the Way They Float?* Inter- American Development Bank Working Paper No 418.

• Herrera, S., G. Perry y N. Quintero (2000), *Output Fluctuations in Latin America: What Explains the Recent Slowdown?* World Bank Policy Research Working Paper 2333, mayo.

• Hnatovtska, V. y N. Loayza (2005), *Volatility and Growth*. En: *Managing Economic Volatility and Crises*, Capítulo 2, Aizenman y Pinto Eds., Cambridge University Press.

• Jácome, L. (2001), *Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s*. IMF Working Paper 212.

• Jemio, L. C. (2000), "Crunch de Crédito en el Sistema Financiero Boliviano", Corporación Andina de Fomento, Mimeo.

• Kamin, S. y J. Rogers (1997), *Output and the Real Exchange Rate in Developing Countries: An Application to Mexico*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 580, mayo.

• Kose, A., E. Prasad y M. Terrones (2005), *How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?*, IMF Working Papers 05-19, International Monetary Fund.

• Krugman, P. (1999a), *Balance Sheets, the Transfer problem, and Financial Crises*. International Tax and Public Finance 6(4), pp. 459-72.

• Krugman, P. (1999b), *Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis*. En http://www.wws.princeton.edu/~pkrugman/MINICRIS.htm

• Krugman, P. y Taylor, L . (1978), *Contractionary effects of devaluation*. Journal of International Economics, No. 8, pp. 445-456.

• Larraín, F. y A. Velasco (2001), *Exchange Rate Policy in Emerging Markets: The Case for Floating*. Essays in International Economics 224 (diciembre).

• Laursen, T. y S. Mahajan (2005), *Volatility, Income Distribution, and Poverty*. En: *Managing Economic Volatility and Crises*, Capítulo 3, Aizenman y Pinto Eds., Cambridge University Press.

• Martínez, M. S., A. Powell, e I. Vladkova (2002), *Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Lending to Latin America, 1985-2000*. World Bank Policy Research Working Paper 2893, (septiembre).

• Mishkin, F. y M. Savastano (2002), *Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons from Latin America*. Presentado en la Conferencia "Current Issues in Emerging Market Economies".

• Mundell, R. (1961), *The Theory of Optimum Currency Areas*. American Economic Review 51 (septiembre).

• Mundell, R. (1963), *Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates*. Canadian Journal of Economics and Political Science 29: pp. 475-85.

• Neut, A. y A. Velasco (2003), *Tough Policies, Incredible Policies*. En http://ksghome.harvard.edu/~.avelasco.Academic.Ksg/research.html

• Orellana, W., O. Lora, R. Mendoza, y R. Boyán (2000), "La Política Monetaria en Bolivia y sus Mecanismos de Transmisión". Revista de Análisis, Banco Central de Bolivia Vol. 3 n. 1, pp. 81-123, junio.

• Perry, G. (2003), *Can Fiscal Rules Help Reduce Macroeconomic Volatility in the Latin American and Caribbean Region?*, World Bank Policy Research Working Paper Series 3080.

• Ramay, G. y V. Ramay (1995), *Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth*, American Economic Review 85(5), pp. 1138-1151.

• Requena, J., R. Mendoza, Ó. Lora y F. Escobar (2002), "La Política Monetaria del Banco Central de Bolivia". Revista de Análisis, Vol. 5, n. 1 (junio).

• Rodríguez, G. y G. Díaz (1995), "Fluctuaciones Macroeconómicas en la Economía Peruana". Documento de Trabajo, Banco Central de Reserva del Perú.

• Rogers, J. y P. Wang (1995), *Real Exchange Rate Movements in High Inflation Countries*. International Finance Discussion Papers No 501, Board of Governors of the Federal Reserve System.

• Roubini, N. and B. Setser (2005), *Bail Outs or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Institute for International Economics.

• Rossini, R. (2002), "Aspectos de la Adopción de un Esquema de Metas Explícitas de Inflación en el Perú". Revista de análisis, Banco Central de Bolivia, v. 5, n. 1, pp. 47-67, junio.

• Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996a), *The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?* Economic Policy 22, pp. 13-56.

• Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996b), *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*. Brooking Papers on Economic Activity 1, 1 pp. 47-98.

• Tenjo, F. y E. López (2002), "Burbuja y Estancamiento del Crédito en Colombia", Borradores de Economía 215, Banco de la República de Colombia (agosto).

• Tornell, A. and A. Velasco (1998), *Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor in Stabilization*. Journal of International Economics, vol. 26.

• Tornell, A. and A. Velasco (2000), *Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?* Journal of Monetary Economics, 45, pp. 399-436.

• Uribe, J.D., J. Gómez y H. Vargas (1999), *Strategic and operational issues in adopting inflation targeting in Colombia*. Banco de la República, documento presentado en el seminario sobre metas de inflación (noviembre).

• Urrutia, M. (2002), "Una Visión Alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década". Borradores de Economía 207, Banco de la República de Colombia.

• Vial, J. (2002), "Dependencia de Recursos Naturales y Vulnerabilidad en los Países Andinos", Documento de Trabajo del Proyecto Andino de Competitividad, Center for Internacional Development, Harvard University.

• Wolf, H. (2005), *Volatility: Definitions and Consequences*. En: *Managing Economic Volatility and Crises*, Capítulo 1, Aizenman y Pinto Eds., Cambridge University Press.

• Zerpa, R., F. Alvarez, H. Pérez, F. Sáez y R. Sardi (1997), "Política de Intervención y Formación de Expectativas en el Mercado Cambiario", Serie de Documentos de Trabajo 12, Banco Central de Venezuela (diciembre).

# *Gobierno Corporativo: mejores prácticas y evidencia*

*Andrés Langebaek Rueda*

# *Gobierno Corporativo: mejores prácticas y evidencia*

*Andrés Langebaek Rueda*[1]

## Introducción

Las relaciones entre ética y desempeño económico empiezan a ser redescubiertas o reconocidas hace apenas unas pocas décadas. Aunque de tiempo atrás las teorías sobre asignación de recursos reconocen la importancia de la ley –en especial de la protección de los derechos de propiedad– en el desarrollo de un país[2], poco se mencionaba el tema de la ética. Es claro que en un mundo neoclásico el supuesto de información perfecta elimina la posibilidad de conductas oportunistas; en estas circunstancias las transacciones se caracterizan por la existencia de los denominados "contratos completos" en los que en ningún momento hay incentivos para incumplir o modificar las cláusulas del mismo.

La nueva escuela institucional[3], sin embargo, ha puesto de manifiesto la improcedencia del supuesto de información perfecta. No hay que ir muy lejos para darse cuenta de que la existencia misma de los llamados "sellos de calidad" no es otra cosa que un reconocimiento explícito de asimetrías de información y un mecanismo para reducirlas o eliminarlas.

La situación es particularmente compleja en mercados como los de servicios, en algunos de los cuales no hay productos estandarizados y en los que las asimetrías comentadas pueden durar lo suficiente como para que los consumidores tengan dificultades en reconocer las características de los bienes o servicios aún después de consumidos (Darby y Karni, 1973).

Una relación propensa a las conductas oportunistas es la que se da, por ejemplo, entre la administración de las empresas y los accionistas. Bien sea por razones relacionadas con la dispersión de la propiedad, o por razones de motivación –los hijos de un emprendedor pueden tener intereses distintos a los de los fundadores–

---

1 Ejecutivo Principal de la Oficina de Políticas Públicas y Competitividad, Corporación Andina de Fomento.

2 El argumento, conocido en la literatura como la tragedia de los comunes, señala que cuando la propiedad de un bien es compartida los niveles de inversión serán inferiores a los óptimos, ya que los inversionistas no estarán dispuestos invertir al no poder recibir plenamente los frutos de su inversión.

3 La nueva escuela institucional, representada por economistas como Ronald Coase, Armen Alchian y Oliver Williamson, busca explicar los fenómenos políticos, económicos y sociales con base en el instrumental desarrollado por la teoría microeconómica. Esta escuela se opone a la escuela institucional que buscaba estudiar los fenómenos económicos con base en el razonamiento de otras ciencias sociales.

con mucha frecuencia los propietarios de una empresa delegan su administración en un gerente. A consecuencia de las asimetrías de información, y de la inevitable discrecionalidad que de ella se deriva, los administradores pueden desviarse de los propósitos para los cuales han sido contratados. En el Recuadro 1 se presentan algunas de las malas prácticas en que pueden incurrir los administradores, las cuales atentan contra un manejo ético de la empresa o, equivalentemente, contra lo que se denomina buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

### Recuadro 1 Algunas malas prácticas de los administradores

- Abuso de activos de la empresa o sociedad en beneficio particular de directores o altos ejecutivos.
- Salarios o bonificaciones elevadas, sin vínculos con la productividad ni con la situación financiera de las empresas, y sin conocimiento de los accionistas.
- Contratación de personal allegado y no idóneo.
- Utilización para fines propios de información de la empresa.
- Venta a la empresa de activos improductivos por parte de miembros del Directorio (Junta Directiva) o de los altos ejecutivos.
- Operaciones con empresas vinculadas a precios no competitivos.

Las conductas anteriores pueden reducir el valor del capital de los inversionistas y generar una pérdida de confianza que termine por aumentar el riesgo de prestar o invertir en esas empresas. Este problema, detectado por Spence y Zeckhauser (1971) y denominado por Jensen y Meckling (1976) como el problema de agente-principal, había sido ya reconocido por Adam Smith en la *Riqueza de las Naciones*: "Los directores de esas compañías son sin embargo administradores que trabajan con los dineros de otros y no los suyos; no se puede esperar que ellos tengan el mismo cuidado y ansiosa vigilancia que tienen sus propietarios [...]. Negligencia y despilfarro prevalecerán, en mayor o menor grado, en este tipo de empresas [...]"[4].

El propósito de este capítulo es analizar en detalle el concepto de Gobierno Corporativo, mostrar la evidencia empírica sobre los beneficios que produce para las empresas, y realizar un diagnóstico del estado de las prácticas de Gobierno Corporativo en la región. El capítulo tiene cuatro secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se presenta con algún detalle la problemática sobre la que versa el tema de Gobierno Corporativo y los mecanismos existentes, internos y externos, para mejorar las prácticas en las empresas. En la tercera sección se presenta información sobre el estado de las prácticas de Gobierno Corporativo en la región. En la cuarta sección se presentan los resultados de una encuesta que

4 Citado en Cadbury (2002).

sobre Gobierno Corporativo ha sido preparada con exclusividad para la Corporación Andina de Fomento (CAF). En la quinta se efectúa una revisión de la literatura que analiza la evidencia empírica sobre los beneficios de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo para las empresas. Finalmente, se presentan algunas conclusiones y recomendaciones en la materia objeto de este trabajo.

## El Gobierno Corporativo y su problemática

En los Estados Unidos –país donde la sociedad anónima responde por buena parte del crecimiento económico en el siglo XX y en la que la propiedad de las acciones está bastante dispersa– la mayor preocupación relativa al manejo corporativo tiene que ver con los problemas derivados de la separación entre propiedad y gestión en las empresas y, por lo tanto, con el cumplimiento del compromiso que tienen los administradores para actuar en beneficio de los propietarios (problema agente-principal).

Sin embargo, la situación en los países en desarrollo es diferente. Tal como lo señalan La Porta *et al* (1998) y Berglof y Claessens (2004), y según se analiza más adelante, como resultado de los bajos niveles de aplicación de la ley la concentración de la propiedad se ha constituido en un mecanismo de respuesta para asegurar una buena actuación por parte de los administradores. En efecto, cuando los costos de hacer cumplir los contratos son altos –hecho que tiene mayor incidencia en este tipo de países– los inversionistas incurren en costos elevados de monitoreo de los administradores. Ante esta situación resulta eficiente alcanzar participaciones accionarias significativas, lo que permite a los accionistas administrar directamente las empresas u obtener participación en los directorios y otras estructuras de gobierno de la empresa, ejerciendo así un mayor control sobre las actividades de los administradores.

Por las mismas razones, en estos países los accionistas minoritarios no pueden confiar en el monitoreo que ejercen los grandes accionistas. Al respecto Berglof y Claessens (2004) señalan: "El accionista de control puede optimizar sus beneficios privados y no el valor general para los accionistas e involucrarse en la expropiación de accionistas minoritarios a través de la apropiación de la riqueza de la empresa [...]". De esta forma, la concentración de la propiedad accionaria se constituye en respuesta a los elevados costos de monitoreo y a la posibilidad de conductas oportunistas de los accionistas de control.

La existencia del problema de agente-principal y de problemas relacionados entre accionistas o socios de control y socios minoritarios –problemas conocidos en la literatura como beneficios privados de control– son las problemáticas objeto de análisis en el tema de Gobierno Corporativo. Aunque no existe una definición consensuada sobre el término Gobierno Corporativo, a los fines de este trabajo adoptamos las siguientes dos acepciones: i) sistema por el cual las empresas son

dirigidas y controladas, y ii) conjunto de prácticas formales e informales que gobiernan las relaciones entre accionistas y administradores y entre las diferentes clases de socios o accionistas[5].

Independientemente de la definición utilizada, el problema central está relacionado con garantizar a los inversionistas la dedicación y la acertada toma de decisiones por parte de los administradores y otros socios y accionistas, de tal manera que se evite la apropiación indebida de la riqueza generada en las empresas, y se propicie una mejor asignación de recursos y una mayor competitividad de las mismas.

**¿Cómo se promueven buenas prácticas de Gobierno Corporativo?**

Ya desde 1601 la Compañía de Indias Orientales, que constituye la primera sociedad por acciones, había contemplado mecanismos de control corporativo como las juntas de accionistas o los directorios.

Williamson (1985) distingue dos tipos de mecanismos para minimizar los problemas de oportunismo que se pueden derivar en la relación agente-principal: mecanismos internos y mecanismos externos de control corporativo. Entre los primeros están las juntas directivas o directorios y sus comités, y las asambleas de accionistas, instancias ante las cuales los administradores deben hacer su rendición de cuentas. Por su parte, los mecanismos externos incluyen los mecanismos de mercado como las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), y la selección natural que impone el mercado de bienes, premiando con mayor rentabilidad a las empresas con buenas prácticas de Gobierno Corporativo y castigando a aquellas con malas prácticas. El funcionamiento de estos mecanismos puede ser más o menos eficiente de acuerdo con circunstancias de orden institucional.

A continuación se presentan comentarios sobre algunos de estos mecanismos de control corporativo:

**Regulación.** Se materializan en una amplia gama de leyes como códigos de comercio, leyes del mercado de valores y leyes de quiebra, entre otros, y tiene por objeto el fortalecimiento simultáneo de mecanismos externos e internos. La regulación es fundamental para garantizar buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Sin embargo, la realidad de los distintos tipos de sociedades (cerradas, abiertas, abiertas públicas de baja bursatilidad, abiertas públicas de alta bursatilidad) e incluso las complejidades del sector específico al que pertenece una empresa –que

5 La primera definición proviene de Cadbury (1992) y la segunda definición proviene de Oman *et al* (2003).

puede demandar estructuras de gobierno específicas[6]– y las circunstancias económicas particulares que enfrentan las mismas, exigirían normativas altamente específicas que la ley, por ser general, no puede abarcar. Por el contrario, ella sólo puede establecer estándares mínimos de Gobierno Corporativo de obligatorio cumplimiento para grandes colectivos de empresas.

Los escándalos de Enron a principios de esta década (ver Recuadro 2) ponen de manifiesto la incapacidad de la ley –por mejor diseñada que ésta sea– de prever todas las posibilidades de conductas oportunistas. La regulación, siendo esencial, no puede garantizar en todos los casos buenas prácticas de manejo corporativo: quienes tienen mala intención suelen tomar la delantera a los legisladores y reguladores.

### Recuadro 2 Enron: un caso emblemático

Enron fue por varias décadas una conservadora empresa dedicada a la distribución mayorista de gas natural. Logró ser la séptima compañía más grande de los Estados Unidos medida por el volumen de ventas. Además, la revista *Fortune* la catalogó como la empresa más innovadora de los Estados Unidos por siete años consecutivos.

A partir de 1997 la empresa incursiona en nuevos mercados como el de derivados del cambio climático. Esta circunstancia implicó un cambio radical en el objeto social de la empresa, que pasó de ser el de venta de energía al de administración de riesgos.

La empresa, al mismo tiempo, comenzó a padecer de algunas malas prácticas de manejo corporativo que sin duda incidieron en el escandaloso desenlace de su historia. Los principales problemas de gobierno corporativo de la empresa en el período 1997-2001 fueron los siguientes:

- Operaciones con partes vinculadas a precios no competitivos. La empresa compraba y vendía a empresas relacionadas activos y bienes a precios elevados sin consolidar los estados financieros. Esta práctica generó volúmenes artificialmente inflados de utilidades en la empresa.

- Remuneraciones elevadas de la alta gerencia. Las bonificaciones aprobadas para la alta gerencia en el año 2000 ascendieron a US$ 750 millones cuando las utilidades en ese año ascendieron a US$ 975 millones.

- Uso indebido de información privilegiada. Algunas firmas de abogados de los Estados Unidos demandaron a la empresa puesto que algunos ejecutivos –haciendo uso de información privilegiada– compraban o vendían las acciones que poseían en la compañía antes de que el mercado conociese sus resultados financieros.

Continúa

6 Las empresas del sector de servicios financieros, por ejemplo, dada su alta exposición al riesgo de mercado y al riesgo de crédito, erigen comités de riesgo como parte de su estructura de gobierno. Sin bien estas estructuras suelen estar estipuladas en la ley, algunas empresas no financieras pueden estar expuestas a riesgos semejantes que no han sido regulados.

Continuación

**Recuadro 2 Enron: un caso emblemático**

- La no independencia de los miembros independientes. Dos de los miembros supuestamente independientes del Directorio recibieron ingresos de consultoría de empresas subsidiarias. Por otro lado, uno de sus directores, Lord Wakeham, pertenecía simultáneamente a 16 directorios. Si se tiene en cuenta que los directores deben jugar un papel activo en la definición de estrategias, lo cual implica tiempo y esfuerzo, y que atender las necesidades de Enron –que como ya se comentó era una de las empresas más grandes de los Estados Unidos– demandaba tiempo, se pone en evidencia la escasa atención efectiva que Enron (y las otras 15 empresas) obtenía de, cuando menos, este director.

- No independencia de la compañía de auditoria. Arthur Andersen, la compañía de auditoria que quebró a raíz de los escándalos, facturaba a Enron un mayor valor por concepto de servicios de consultoría que por servicios de auditoria. Esta circunstancia ha podido generar cierta dependencia de la firma mencionada de la facturación de Enron, por lo cual pudo haber sido benevolente con algunas de las malas prácticas de la empresa.

**Fuente:** Wearing (2005).

Otro tema fundamental relacionado con la regulación tiene que ver con el cumplimiento de la ley y el orden. Por lo general, en los países en desarrollo, cuando un accionista minoritario ve vulnerados sus derechos e interpone una demanda ante la ley, las posibilidades de obtener un resarcimiento justo y oportuno no son muy altas. De manera que aún si la regulación contempla un caso particular de Gobierno Corporativo, su posibilidad concreta y efectiva de controlarlo se halla aún sujeta a la fuerza de su cumplimiento (*enforcement*).

**Mercado de bienes como mecanismo de control corporativo**. Las empresas con malas prácticas de Gobierno Corporativo suelen asignar erróneamente sus recursos, por lo cual el mercado –en un proceso de selección natural– las eliminará. Esta argumentación tiene dos inconvenientes: i) es importante recordar que la competitividad de las empresas depende también de otros factores diferentes a su Gobierno Corporativo, (tales como sus ventajas de conocimiento, poder de mercado, acceso a materias primas a costos muy bajos, entre otros). De esta forma pueden mantener altas tasas de rentabilidad aún en presencia de malas prácticas. ii) Aún cuando este mecanismo de control corporativo sea probablemente común, se considera una solución extrema en la medida que "ataca la enfermedad con la pérdida del paciente". Se trata, así, de un mecanismo que no resuelve el verdadero núcleo del problema de Gobierno Corporativo.

**Ofertas Públicas de Adquisición.** Es un mecanismo bastante importante de control corporativo pero de utilización muy restringida. El mecanismo opera así: aquellas empresas con malas prácticas reducen su rentabilidad y, si cotizan en bolsa, sus acciones pierden valor en el mercado. En estas circunstancias es atrac-

tivo para inversionistas que tengan información sobre el potencial de la empresa ofrecer a los accionistas actuales la compra de las acciones con el propósito de tomar el control y remover a los administradores oportunistas.

Este tipo de mecanismo es especialmente importante en países en los que la propiedad accionaria es poco concentrada –lo que permite a los nuevos inversionistas adquirir las acciones y tomar control de la empresa– y se facilita cuando un número importante de empresas cotiza en la bolsa de valores. La inscripción de empresas en la bolsa significa mejores niveles de revelación de información y supervisión. Sin embargo, son muy pocas las empresas que en América Latina están listadas en bolsa: la proporción de estas empresas frente al total es inferior al 0,16% en estos países (Banco Mundial, 2002).

De acuerdo con Berglof y Claessens (2004), otros mecanismos externos de control corporativo son los siguientes:

**El monitoreo bancario.** Los bancos –y también las calificadoras de riesgo– se están preocupando cada día más por evaluar el Gobierno Corporativo de sus clientes. Este mecanismo puede implementarse en mayor o menor medida, dependiendo de la salud del sector financiero y del grado de sofisticación de los bancos en sus análisis de riesgo.

**Los trabajadores**, quienes pueden registrar y denunciar prácticas erróneas de Gobierno Corporativo en las empresas donde trabajan.

**El monitoreo de los medios de comunicación.** En países como Inglaterra, Estados Unidos o España, los medios de comunicación juegan un papel fundamental en la transmisión, a los accionistas de las compañías y al mercado en general, de información financiera y no financiera de las empresas, incluyendo aspectos de su Gobierno Corporativo. En nuestros países, este mecanismo está comenzando a desarrollarse.

Finalmente, vale la pena destacar **el mercado por los altos ejecutivos**. La teoría –y alguna evidencia empírica que se analiza posteriormente– sugieren que aquellos gerentes o presidentes ejecutivos de empresas con menor rendimiento económico tienen más probabilidad de ser reemplazados que sus similares en empresas con buenos resultados financieros.

### La auto-regulación como instrumento de Gobierno Corporativo de las empresas

Una alternativa que permite fortalecer tanto los mecanismos externos como los internos es la auto-regulación. Si las empresas son capaces de establecer y cumplir normas que garanticen la aplicación de procedimientos que aumenten la

transparencia y la eficiencia de los administradores, se habrá dado un paso para mejorar la competitividad, generar confianza entre los inversionistas, reducir los niveles de riesgo y permitir el acceso a recursos de capital más económicos. Así las cosas, la auto-regulación o adopción de principios éticos internos por parte de las empresas se convierte en uno de los mecanismos disponibles para mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo y aumentar así la competitividad de las empresas.

Sin lugar a dudas, la auto-regulación que promueve buenas prácticas de Gobierno Corporativo es una parte del tema más amplio de la "ética empresarial" en la medida que hacemos referencia a prácticas de las empresas que limitan su comportamiento y que trascienden el mandato legal[7]. Evidencia empírica reciente sugiere que la auto-regulación en materia de Gobierno Corporativo es muy efectiva en ambientes en los que la aplicación de la ley (*enforcement*) es pobre (Klapper y Love, 2002). En efecto, cuando no hay aplicación efectiva de la ley las empresas pueden recurrir a la generación de una buena reputación como mecanismo diferenciador frente a otras empresas. Aquellas empresas que adoptan con convicción códigos de Gobierno Corporativo son preferidas por los inversionistas, al minimizar las probabilidades de apropiación indebida de riqueza en las empresas y, por tanto, de tener que incurrir en los dispendiosos y costosos procesos de litigio asociados.

Es por esto que, en términos de mecanismos de auto-regulación, hemos asistido al desarrollo de códigos de Gobierno Corporativo en las empresas y también en los países en los últimos tiempos. Los códigos son simplemente un conjunto de principios, estándares y buenas prácticas de carácter voluntario emitidos por un colectivo y referido al gobierno de las empresas. En Estados Unidos, se prefieren los códigos de empresas –cada empresa emite su propio código– mientras que la tradición europea ha tendido hacia el desarrollo de códigos-país a los cuales deben hacer referencia las empresas.

Los códigos-país han tenido una proliferación bastante importante en los últimos años a raíz de los escándalos de Enron y Parmalat. Las cifras originadas en el *European Corporate Governance Institute* muestran un dinamismo muy grande de este tipo de códigos en los últimos cinco años. Por supuesto, en esta etapa de proliferación de códigos se registra una gran variedad de los mismos (códigos específicos, códigos generales, más o menos rigurosos) sin que ello signifique la idoneidad de todos.

7 El tema de la ética empresarial comprende, además de Gobierno Corporativo, conductas relacionadas con el funcionamiento del entorno de trabajo, el entorno de mercado, la atención al cliente y el desempeño ambiental. El objetivo de todas estas prácticas es generar un factor diferenciador frente a otras empresas en el mercado que al no aplicar principios éticos están sujetas a riesgos de reputación.

Los códigos son emitidos preferentemente por grupos de inversionistas, asociaciones gremiales de carácter privado, o también son emitidos por comisiones mixtas o de expertos convocados por los gobiernos –como en el caso de España. Los códigos-país pueden contribuir a un mayor involucramiento de los empresarios en estos temas, permiten educar a los inversionistas, y son herramientas que pueden ser empleadas por el regulador y supervisor de valores para velar por la transparencia de las empresas. Además, como se comentó, los códigos de Gobierno Corporativo suelen contener estándares más elevados que la ley. En la medida en que un número mayor de empresas aplique códigos de esta naturaleza, algunas de las cláusulas o medidas pueden servir de base para que el regulador prepare cambios normativos de carácter general[8].

La tendencia mundial se orienta hacia la aplicación de los códigos-país, porque reduce los costos de transacción. Cuando las empresas tienen total libertad para emitir sus códigos pueden omitir aspectos relevantes o redactar medidas poco claras. Además, resulta muy dispendioso para los potenciales inversionistas hacer comparaciones de los códigos emitidos por diferentes empresas o verificar su real cumplimiento. La adhesión a códigos-marco resulta más poderosa cuando se introduce el principio de "cumplir o explicar". Por este mecanismo las empresas no tienen que acogerse a todas las medidas de un código, pero deberán explicar en sus informes anuales de Gobierno Corporativo –que se presentan al mercado en general y los inversionistas en particular– el por qué no lo hacen[9].

A nivel latinoamericano el primer país en contar con un código fue México (1998). El "Código de Mejores Prácticas Corporativas" fue emitido en ese año por el Consejo Coordinador Empresarial, institución del sector privado orientada a trabajar en torno a los temas económicos y sociales de relevancia para las empresas. Posteriormente en Brasil (1999) el Instituto Brasilero de Gobernanza Corporativa emite el "Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo". En (2002) se publican los "Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas" por parte de un comité presidido por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores e integrado por los principales gremios y centros de estudio del mercado financiero.

En este mismo año la Federación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras) publica sus "Principios y marco de referencia para la elaboración de un Código de Buen Gobierno Corporativo" elaborado con el acompañamiento de la asociación de fondos de pensiones, la bolsa de valores y algunas cámaras de

8 En la medida en que las prácticas contenidas en los códigos se vuelven de uso más general, los estándares pierden su carácter de máximas y pueden ser exigidos por ley.

9 Cuando las empresas no adoptan una medida particular de un código, ello es o porque están en el proceso de implementarla o porque no consideran que la medida sea una buena práctica.

comercio. Posteriormente en 2004 la Corporación Andina de Fomento (CAF), con la colaboración de instituciones líderes de la región[10] elabora la primera versión de los "Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo"[11]. Los Lineamientos son un ejemplo de código que sirve de guía a los empresarios de la región en la preparación de sus normas de auto-regulación. El documento incluye hasta 51 medidas y cerca de un centenar de recomendaciones. En enero de 2005 es escogido como código de referencia para Ecuador, y en 2006 es la base para la redacción del código colombiano.

La ética empresarial como mecanismo para evitar los problemas derivados del oportunismo es hoy en día aceptada por diferentes vertientes del pensamiento económico. Milton Friedman, por ejemplo, señaló respecto de este tema: "En un sistema de libre empresa y de propiedad privada, un ejecutivo es el empleado de los dueños de la empresa. Él tiene responsabilidad directa hacia sus empleadores. Esa responsabilidad implica conducir el negocio de acuerdo a sus deseos, que en general serán los de hacer la mayor cantidad de dinero posible, teniendo en cuenta las reglas básicas de la sociedad, bien sea que estén reflejadas en el derecho o las prácticas éticas [...]"[12].

Por otra parte, en una separata reciente *The Economist (2005)* afirma: "El punto crucial es que los administradores no son dueños de los negocios que administran. Son empleados por los dueños de las empresas para maximizar el valor de largo plazo de los activos de la empresa. Orientar esos activos a cualquier otro uso es estafar a los propietarios y no es ético [...] El puro seguimiento de la ley no elimina las responsabilidades éticas de la empresa [...]".

Es bueno mencionar que en principio no existe conflicto entre la auto-regulación y la regulación como mecanismos para mejorar el control corporativo. Como ya se comentó, la ley suele establecer estándares generales mínimos y nada impide que las empresas adopten en forma voluntaria estándares de Gobierno Corporativo más altos[13]. En algunos casos la regulación puede inducir la adopción de mecanismos de auto-regulación[14].

---

10 Bolsa Boliviana de Valores, Confecámaras, Bolsa de Valores de Quito, Procapitales y Asociación Venezolana de Ejecutivos.

11 El texto completo de los Lineamientos puede consultarse en www.caf.com, en su versión revisada (2006).

12 Citado en De Michele (1998).

13 Bien vale la pena citar el siguiente ejemplo: en la mayoría de los países andinos los códigos de comercio y leyes de sociedades establecen que las asambleas de accionistas deben ser convocadas con un mínimo de cinco días de antelación. Es perfectamente explicable que ante temas de alta trascendencia y complejidad (escisiones de compañías, adquisiciones, venta de cierto tipo de activos) este plazo resulte demasiado corto. En estas circunstancias es perfectamente legítimo que las empresas, en forma voluntaria, superen esos mínimos establecidos por la ley.

14 En el año 2001 el regulador de valores en Colombia indujo la adopción de códigos de gobierno en aquellos emisores cuyos títulos fueran susceptibles de ser comprados por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Antes de finalizar esta sección vale la pena señalar que gracias al trabajo pionero de la OCDE (1999) existe consenso sobre las áreas criticas que deben contemplar las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Estas áreas son: i) trato equitativo a los accionistas, ii) funcionamiento de las asambleas, iii) funcionamiento de los directorios y iv) revelación de información financiera y no financiera.

Aunque este no es el lugar para hacer una presentación detallada de los principios que deben orientar las buenas prácticas de las empresas, cabe decir que siguiendo las áreas temáticas propuestas por la OCDE los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo preparados por la CAF incluyen las siguientes recomendaciones (ver Cuadro 1) para mejorar el Gobierno Corporativo de las empresas según su naturaleza.

Cuadro 1 **Recomendaciones para un mejor Gobierno Corporativo ***

| Medida N° | Breve descripción | Empresas cerradas | Empresas abiertas no listadas en bolsa | Empresas listadas de baja bursatilidad | Grandes empresas listadas |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Principio de una acción un voto | X | X | X | X |
| 2 | Informe asesor externo sobre operaciones que afecten a los accionistas minoritarios | | X | X | X |
| 6 | Estatutos deben preveer derecho de coventa en operaciones que supongan cambio de control de la propiedad | | | X | X |
| 10 | Incorporación en estatutos de plazo para convocatoria, medios y contenido de agendas de asambleas | | | | X |
| 19 | Deberá existir un Directorio | X | X | X | X |
| 24 | Nombramiento de los Directorios deberá reflejar estructura accionarial. Los directores externos serán siempre la mayoría | | X | X | X |
| 29 | Directores deberán declarar las situaciones de las que pudiesen derivarse conflictos de interés | X | X | X | X |

Continúa

Continuación

Cuadro 1 **Recomendaciones para un mejor Gobierno Corporativo ***

| Medida N° | Breve descripción | Empresas cerradas | Empresas abiertas no listadas en bolsa | Empresas listadas de baja bursatilidad | Grandes empresas listadas |
|---|---|---|---|---|---|
| 32 | Estatutos deberán recoger las reglas para la retribución de los directores | | X | X | X |
| 40 | Directorio conformará comisiones, en especial las de auditoria y nombramientos y retribuciones | | | | X |
| 41 | Operaciones con partes vinculadas deberán ser autorizadas por el Directorio con mayoría calificada | X | X | X | X |
| 43 | Aplicación de principios contables contenidos en normas internacionales | | | X | X |
| 49 | Pactos entre accionistas habrán de ser comunicados a la propia sociedad y al mercado | | X | | X |

**Nota:** * las X indican que la recomendación es aplicable a ese determinado tipo de empresa.
**Fuente:** Elaboración propia basado en CAF (2002).

Como se observa, los mecanismos de transparencia deben incluir como mínimo, la información y consulta a los accionistas en aspectos clave como la obligación de declarar y gestionar las situaciones de conflicto de interés, la autorización del Directorio para realizar operaciones con partes vinculadas, y la citación oportuna e informada a asambleas y directorios.

En la sección cuatro se hará un repaso de la situación y grado de cumplimiento de estas prácticas en una muestra de empresas de la región andina.

## Las prácticas de Gobierno Corporativo en la región

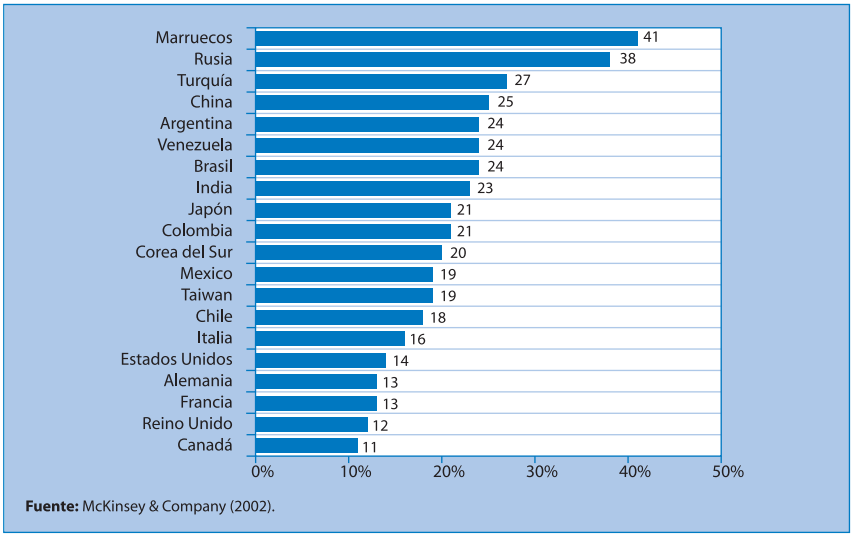
Desafortunadamente no existe evidencia comprensiva y de buena calidad sobre las prácticas de Gobierno Corporativo en América Latina, y los indicios disponibles son poco alentadores. Por ejemplo, el número de compañías listadas en las bolsas de valores de la región andina es muy pequeño, se trata apenas de 447 empresas,

y esto representa menos del 1% del empresariado de la región. Esta baja cifra es preocupante porque, como ya se mencionó, este tipo de compañías está sujeta a estándares de revelación de información más exigentes que contribuyen a mejorar su Gobierno Corporativo. Por otra parte, la mayoría de las empresas son de carácter familiar y esto conlleva, como bien sabemos, cierta probabilidad de que la estructura de la familia –basada en principios como la igualdad de los hijos, la empresa como fuente de trabajo para todos, y las remuneraciones con base en el bienestar de los miembros de la familia – prevalezca sobre una estructura de manejo óptima y racional que debe caracterizar a cualquier empresa competitiva.

En una encuesta clásica realizada por McKinsey (2002) en cooperación con el *Global Corporate Governance Forum* entre inversionistas en países emergentes, se preguntó cuál era el *premium* que se estaba dispuesto a pagar por empresas con buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Los resultados –que son inversamente proporcionales a la calidad del Gobierno Corporativo de las empresas, en tanto que el *premium* es mayor cuando el Gobierno Corporativo es más pobre– variaron entre un máximo de 41% en Marruecos y un mínimo de 11% en Canadá. El detalle por países se observa en el Gráfico 1.

**Gráfico 1**

***Premium* que inversionistas pagarían por empresas bien gobernadas**




**Fuente:** McKinsey & Company (2002).

Por regiones, Europa Oriental y África obtuvieron los peores resultados con un 30% promedio de *premium*. América Latina alcanzaba un 22%, igual que los países del Asia y superior al resultado de Europa Oriental y Norte América.

Por otra parte, el Foro Económico Mundial (FEM), en su encuesta anual a empresarios, indaga algunos temas relacionados con el Gobierno Corporativo que son de gran interés. En primer lugar, investiga el nivel de rendición de cuentas

de la administración de las empresas a sus directorios. De la información se advierte claramente que países más desarrollados, como los de América del Norte, Europa o Asia más desarrollada –Japón, Corea, Taiwán– se caracterizan por una alta rendición de cuentas. Lo contrario ocurre con los países de Europa Oriental y de América Latina. Resultados similares se obtienen respecto a la percepción de los empresarios en relación con la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, la oportunidad y confiabilidad de la información financiera y los estándares de contabilidad y auditoria en los países desarrollados se percibe buena protección a los minoritarios, buenos niveles de revelación de información y buenos estándares contables. América Latina obtiene los puntajes más bajos. El Cuadro 2 resume toda esta información.

Cuadro 2 **Indicadores de Gobierno Corporativo según encuesta del FEM ***

| Región | Rendición de cuentas a los Directorios | Protección accionistas minoritarios | Disponibilidad de información financiera | Fortaleza de estándares de contabilidad y auditoría |
|---|---|---|---|---|
| América del Norte | 5,6 | 5,8 | 6,1 | 6,0 |
| Europa | 5,1 | 5,3 | 5,7 | 5,9 |
| Asia más desarrollada | 4,9 | 5,0 | 5,4 | 5,4 |
| Otros | 4,4 | 4,6 | 4,4 | 4,7 |
| Europa Oriental | 4,3 | 3,6 | 4,0 | 4,5 |
| América Latina | 4,0 | 4,1 | 3,7 | 4,2 |

**Nota:** * las calificaciones oscilan entre 1 (pobre gobierno corporativo) y una máxima de 7 (buen gobierno corporativo).
**Fuente:** Foro Económico Mundial (FEM) y cálculos de la CAF.

Más particularmente, en un estudio reciente, Djankov *et al* (2005) investigan la protección a los inversionistas a través del análisis de los mecanismos existentes en los países para gestionar las operaciones con partes vinculadas a precios no competitivos. Para esto desarrollan un índice que mide la protección de los accionistas minoritarios frente a este tipo de prácticas. El índice, que se calcula para 102 países, tiene en cuenta aspectos relacionados con el control *ex ante* y *ex post* de este tipo de operaciones.

En lo que a control *ex ante* se refiere, se consideran requerimientos de aprobación de las partes (vendedor y comprador), revisión de la operación por parte de accionistas no vinculados con la operación (accionistas desinteresados), y revisión por parte de un tercero independiente. Los índices considerados varían desde cero (ninguna revelación o revisión) a uno (completa revelación). En el Cuadro 3 se aprecia la información correspondiente a los países de América Latina, comparados con los promedios de otros países organizados según el origen de sus normas de derecho.

Cuadro 3 **Control *ex ante* de operaciones con partes vinculadas (PV)**

| País | Aprobación por parte de accionistas desinteresados | Revelación por parte de los vendedores | Revelación por parte de los compradores | Revisión independiente | Revelación *ex ante* | Control *ex ante* de operaciones con PV |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Argentina | 0,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,50 |
| Brasil | 0,00 | 0,33 | 1,00 | 0,00 | 0,44 | 0,22 |
| Bolivia | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Colombia | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,00 | 0,67 | 0,83 |
| Chile | 0,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,50 |
| Ecuador | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| El Salvador | 1,00 | 0,67 | 0,50 | 1,00 | 0,72 | 0,86 |
| México | 0,00 | 0,67 | 0,50 | 0,00 | 0,39 | 0,19 |
| Panamá | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 0,00 | 0,33 | 0,17 |
| Perú | 0,00 | 1,00 | 0,50 | 0,00 | 0,50 | 0,25 |
| Uruguay | 0,00 | 0,00 | 0,50 | 0,00 | 0,17 | 0,08 |
| Venezuela | 0,00 | 0,00 | 0,50 | 0,00 | 0,17 | 0,08 |
| **Promedio AL** | **0,17** | **0,47** | **0,63** | **0,25** | **0,45** | **0,31** |
| Promedio origen francés | 0,22 | 0,32 | 0,63 | 0,22 | 0,39 | 0,30 |
| Promedio origen inglés | 0,48 | 0,62 | 0,95 | 0,48 | 0,68 | 0,58 |
| Promedio origen alemán | 0,14 | 0,38 | 0,43 | 0,43 | 0,41 | 0,28 |
| Promedio origen escandinavo | 0,00 | 0,73 | 0,40 | 0,20 | 0,44 | 0,22 |
| Promedio *civil law* | 0,18 | 0,38 | 0,55 | 0,27 | 0,40 | 0,29 |
| **Promedio mundial** | **0,26** | **0,45** | **0,67** | **0,33** | **0,48** | **0,37** |

**Fuente:** Djankov *et al* (2005).

De acuerdo con estos resultados, sólo en dos países latinoamericanos (Colombia y El Salvador) se exige la aprobación de una operación con partes vinculadas por parte de los miembros del Directorio que no tiene relación con la operación. Algo semejante ocurre con la revisión por parte de un independiente, la cual se exige sólo en tres países (Argentina, Chile y El Salvador). Al respecto, los puntajes promedio obtenidos para estos procedimientos son más bajos en América Latina que el promedio mundial. Por su parte, los valores medios de la región para la revelación de información por parte del vendedor y del comprador son similares a la media mundial. Llama la atención que dos países de la región (Bolivia y Ecuador) carecen en forma absoluta de mecanismos de control *ex ante*.

En el estudio en cuestión, los autores destacan el avance particular que muestran los países de tradición legal inglesa en materia de protección a los inversionistas respectos a países con otras tradiciones.

## Grado de cumplimiento de buenas prácticas en la región andina[15]

Esta sección tiene por objeto presentar los resultados de una encuesta que sobre Gobierno Corporativo fue contratada para la CAF en los cinco países de la región andina[16]. La encuesta constó de 69 preguntas, en su mayoría de respuesta múltiple y de siete preguntas de opinión. El formulario fue contestado por 189 empresas con la siguiente distribución: 34% empresas de Perú, 25% de Colombia, 19% de Bolivia, 15% de Ecuador y 7% de Venezuela. Con las preguntas realizadas se cubrieron los aspectos fundamentales del Gobierno Corporativo presentados y comentados en la segunda sección de este capítulo. La muestra estuvo dirigida fundamentalmente a medianas y grandes empresas[17].

Con base en los resultados de esta encuesta, a continuación se hace un repaso del grado de cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo más importantes identificadas en la sección dos.

**Medida 1. Principio de una acción un voto.** La gran mayoría de las empresas grandes y medianas de la región (89,9%) cumplen este principio. El 100% de las empresas emisoras tiene acciones ordinarias. Ecuador y Perú son los únicos países de la región con acciones sin derecho a voto que no tienen como contraprestación un beneficio económico (acciones de inversión o *golden shares*).

15 Esta sección está basada en el reporte Diagnóstico de Prácticas de Gobierno Corporativo en el área andina, IAAG y Econometría. Agosto de 2006.

16 La encuesta, realizada por las firmas IAAG de España y Econometría de Colombia, se llevó a cabo entre los meses de abril y junio de 2005.

17 Por grandes empresas se entiende aquellas que reciben un ingreso de más de US$ 10 millones al año, y por medianas las que oscilan entre US$ 2-8 y US$ 10 millones anuales.

**Medida 10. Incorporación, en los estatutos, del plazo para la convocatoria, los medios y contenido de las agendas de las asambleas.** A este respecto es interesante señalar que en el 93,6% de los casos los mecanismos y plazos para convocar asambleas coinciden exactamente con los establecidos por la ley. En el caso de los plazos, la mayor parte de los códigos de comercio (o leyes mercantiles) a nivel andino estipulan un plazo de sólo cinco días para convocar asambleas ordinarias. Es claro que este plazo puede resultar insuficiente cuando se trata de la toma de decisiones estratégicas para las empresas. En el caso de las asambleas extraordinarias sólo un 13,6% convoca asambleas con un tiempo igual o superior a los veinticinco días hábiles.

**Medida 19. Deberá existir un Directorio.** El 90% de las empresas contempla en algún tipo de documento societario la operación de un Directorio. Esta práctica es más común en las empresas emisoras (96%), mientras que alcanza el 87% en las no emisoras. Considerando que la muestra sólo incluye grandes y medianas empresas, llama la atención que una proporción relativamente alta de empresas no emisoras no tenga Directorio.

**Medida 24. El nombramiento de los directorios deberá reflejar la estructura accionaria. Los directores externos serán siempre la mayoría.** El número promedio de los miembros del Directorio es de siete, de los cuales cuatro (57%) representa miembros externos que representan a algún accionista[18]. El promedio de miembros independientes es de dos. Sólo un miembro pertenece a la línea ejecutiva. Puede concluirse entonces que el promedio de los directorios de la región cumple con la prescripción de que los miembros externos deben ser la mayoría.

**Medida 29, Los directores deberán declarar las situaciones de las que pudiesen derivarse conflictos de interés y Medida 41. Las operaciones con partes vinculadas deberán ser autorizadas por el Directorio con mayoría calificada.** El 43% de las empresas encuestadas define líneas de acción para la resolución de conflictos de interés. Sin embargo esta proporción es mucho más amplia en entidades emisoras (61,7%) respecto a las no emisoras (43,6%). Teniendo en cuenta que los conflictos de interés constituyen uno de los elementos más críticos en las buenas prácticas, el 43% promedio encontrado es sin duda una proporción muy baja. En cuanto a mecanismos de gestión, el más utilizado es la aprobación del Directorio, sin voto del director en conflicto.

**Medida 32. Los estatutos deberán recoger las reglas para la retribución de los directores.** El 14,7% del total de empresas no reporta que los directores per-

18 Miembros externos son aquellos que no forman parte de la línea ejecutiva de la sociedad. Estos pueden ser independientes (no representan el capital de la sociedad) o dependientes.

ciban remuneración. Esta proporción alcanza un 19,6% en empresas no emisoras. En el 62% de los casos la retribución de los directores es aprobada por la asamblea. En un 8% es el Directorio quien define su propia remuneración y en un 4,7% es competencia del ejecutivo principal fijar esa remuneración. Si bien estas dos últimas proporciones no lucen altas, resulta conveniente que las asambleas por lo menos conozcan las políticas seguidas y estén informadas de los niveles de tales remuneraciones.

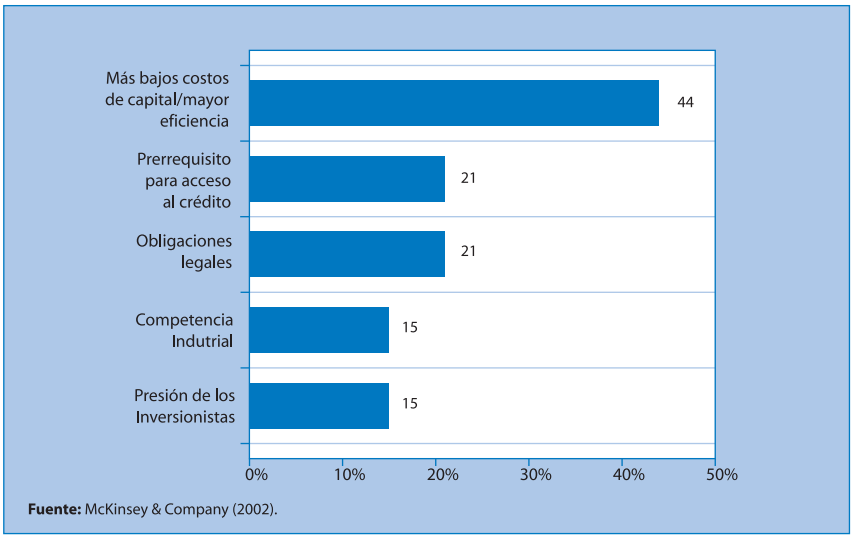
En conclusión de lo expuesto anteriormente, es importante mencionar que si bien los indicios sobre prácticas de gobierno aplicadas en medianas y grandes empresas de la región andina no evidencian problemas generales, si resulta preocupante la enorme diferencia encontrada entre empresas emisoras y no emisoras. Por otra parte, es importante señalar que en este último grupo de empresas una mayoría importante no posee mecanismos satisfactorios para la gestión de conflictos de interés.

## Beneficios de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo

En teoría, la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo por parte de las empresas debe traer beneficios externos e internos a las firmas. Los beneficios internos se producen por el mejor uso de los recursos de la empresa fruto tanto de procesos de contratación más transparentes y competitivos, como del mejor uso de los activos de la sociedad. También se puede presentar un menor nivel de conflicto entre los socios, y costos más reducidos de monitoreo de las actividades de los administradores. Los beneficios externos se derivan de los internos y están asociados fundamentalmente al mayor acceso –y a costos más bajos– a recursos de capital por parte de las empresas.

En relación con los costos de las malas prácticas, o de la falta de aplicación de buenas prácticas, Berglof y Claessens (2004) señalan, según se comentó, que la concentración de la propiedad típica de los países en desarrollo se constituye en respuesta a los elevados costos de monitoreo y a la posibilidad de conductas oportunistas de los accionistas de control. Los costos económicos de la concentración de la propiedad tienen que ver con la limitada diversificación de riesgos y elevados costos de liquidez, esto último en tanto a los accionistas se les dificulta vender su participación. Cuando las empresas tienen un pobre Gobierno Corporativo suelen recurrir a los mercados de crédito como única fuente de recursos. La consecuencia es el excesivo nivel de endeudamiento a costos elevados, y la mayor vulnerabilidad frente a las variaciones en las tasas de interés.

En otra encuesta clásica realizada por McKinsey (2002) a hacedores de política en países emergentes, preguntó cuáles eran los beneficios de tener buenas prácticas de Gobierno Corporativo (BGC). Los resultados obtenidos se muestran en el Gráfico 2.




**Fuente:** McKinsey & Company (2002).

**Gráfico 2**

**¿Qué motiva la adopción de prácticas de buen Gobierno Corporativo?**

Es claro, de acuerdo con las cifras, que el mejor desempeño y los menores costos de capital se constituyen en los beneficios percibidos como más importantes.

En lo que resta de esta sección se presentará la evidencia existente en relación con los beneficios de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Los estudios han sido clasificados en dos tipos: estudios que utilizan información de las empresas y aquellos que utilizan información institucional, especialmente a nivel de países.

## Evidencia del Gobierno Corporativo de las empresas

La Bolsa de Valores de Sao Pablo calcula un índice denominado *Special Corporate Governance Stock Index* (SCGSI) compuesto por los valores de las acciones de las compañías que tienen buenos estándares de Gobierno Corporativo. Se incluyen sólo aquellas empresas cuyos niveles de liquidez son altos. Cuando se compara este índice con el índice general de la bolsa se obtiene que al último semestre de 2005 la diferencia entre los dos índices era de un 61,3% siendo más alto –como se esperaba– el SCGSI. Desafortunadamente esta evidencia no puede ser usada directamente para mostrar los beneficios de las buenas prácticas, pues existen problemas de causalidad: ¿son las empresas más rentables las que toman la decisión de tener mejores prácticas o son éstas últimas las que generan mejores resultados en las empresas?

Un estudio pionero de Bhagat y Romano (2001) recopila los resultados de varios trabajos que aplican las técnicas estadísticas de "estudio de eventos"[19] para analizar el efecto sobre los precios de las acciones de la implementación de diferentes medidas de Gobierno Corporativo –como la composición de los directorios, el activismo de los accionistas y la remuneración de los ejecutivos– en empresas cotizadas de los Estados Unidos. Esta recopilación concluyó que no había evidencia empírica sobre algunas reformas –en particular la composición de los directorios y la incorporación de directores independientes– aunque sí la había en el caso de la implementación de aquellas reformas que vinculan la remuneración de los ejecutivos al comportamiento de las acciones.

Simultáneamente, Black (2001) encuentra una alta correlación entre un índice de gobernabilidad y la capitalización bursátil de los precios de las acciones de 21 empresas en Rusia[20]. Para este autor, la escasa evidencia de los beneficios de las buenas prácticas en los Estados Unidos refleja el hecho de que, como resultado de los altos estándares fijados por la Ley del Mercado de Valores, la Ley Mercantil, los Reglamentos de la Bolsa y la propia conducta de las firmas en ese país, la varianza en el comportamiento entre las empresas es reducida. Por el contrario, los resultados obtenidos para Rusia demostrarían el hecho de que en general los estándares son más bajos en este país y con mayor variación entre empresas.

Por otra parte, un trabajo de Gibson (2002) analiza la rotación de gerentes en 1200 firmas de ocho países en desarrollo y la relaciona con el rendimiento de las empresas. El autor encuentra que el más alto ejecutivo en empresas con pobre rendimiento financiero tiene mayor probabilidad de perder su trabajo que los mismos ejecutivos en empresas con buenos rendimientos[21]. Siguiendo las líneas de este trabajo, Garay y González (2004) utilizan información financiera de 51 empresas en Venezuela para el período 1984-2002. Después de controlar por las características de los gerentes, la propiedad y las características de las empresas, los autores encuentran que el mal desempeño financiero de las empresas incrementa significativamente la probabilidad que los gerentes sean removidos.

Por otra parte, Klapper y Love (2002) utilizando información de 14 países encuentran una relación positiva entre un indicador de la calidad del Gobierno

19 El método de estudios de eventos se basa en la idea de que bajo principios de racionalidad en el mercado, los efectos de un evento afectarán inmediatamente los precios de las acciones. Estos impactos se estudian investigando los cambios de precios que se registran en días cercanos al evento.

20 El coeficiente de correlación de Pearson alcanzó un 0,90 con un estadístico-t superior a 8.

21 Podría parecer obvio que ante los malos resultados financieros los altos ejecutivos sean removidos de sus cargos en la compañía. Sin embargo, esto puede dificultarse por malas prácticas de Gobierno Corporativo como las siguientes: i) los accionistas desconocen la real situación de las empresas, ii) la remoción de los altos ejecutivos se ve bloqueada por procedimientos de consulta engorrosos y iii) los altos ejecutivos que debieran ser removidos tienen participación de control en la sociedad.

Corporativo para empresas listadas y su desempeño económico. Los autores también explican los niveles del indicador de calidad del gobierno con base en los valores del crecimiento pasado de las ventas –las empresas que más crecen deben tener interés en reducir su costo de capital– encontrando también una relación positiva.

En un estudio mucho más reciente, Black y Kim (2005) construyen un índice de Gobierno Corporativo para 515 empresas listadas en la Bolsa de Corea y lo relacionan con la "q" de Tobin. Los resultados estadísticos, robustos en términos de las variables de control, valor de mercado y especificación del índice de gobernabilidad, muestran una valorización del 160% en el precio de una empresa que pase del peor índice de gobernabilidad al mejor. Este trabajo destaca la importancia de la composición de los directorios –en especial, el porcentaje de miembros externos en un Directorio) en el valor de las empresas.

Finalmente, Renders y Gaeremynck (2006) reconocen que buena parte de los estudios existentes adolecen de problemas de sesgo en la selección de la muestra y de endogeneidad. Este último problema se relaciona con la ambigua causalidad que puede existir *ex ante* entre las dos variables en estudio: si bien las buenas prácticas pueden inducir mejores resultados financieros, los malos resultados pueden promover reformas de gobierno en las empresas. Este problema suele generar estimaciones sesgadas y subestimación de los impactos. Utilizando técnicas econométricas que presumiblemente corrigen el problema de endogeneidad, llegan a la conclusión de que el Gobierno Corporativo en las empresas europeas tiene un alto impacto en el valor de las firmas y en su rendimiento financiero.

**Evidencia institucional**

Un trabajo clásico de La Porta *et al* (1997) analizó los efectos de la naturaleza del entorno legal sobre el tamaño y dinamismo de los mercados de capital entre los diferentes países. Para ello, los autores toman variables como el número de firmas listadas por habitante, la capitalización bursátil de externos[22] y las ofertas *per cápita* de nuevas emisiones (durante un lapso de tiempo). Además construyen un indicador del grado de derechos que tienen los directores[23].

Los resultados estadísticos concluyen que las variables mencionadas alcanzan valores más favorables en los países de tradición legal anglosajona (*common*

22 Se define como el valor de mercado de las acciones en manos de accionistas diferentes a quienes trabajan en las empresas.

23 El indicador del grado de derecho que tienen los directores se construye con variables como la posibilidad del voto electrónico, la posibilidad de convocar una reunión extraordinaria por parte del Directorio y la habilidad de utilizar mecanismos legales para proteger a los socios minoritarios de la expropiación por parte de los directores.

*law*). Por ejemplo, en estos países, por cada millón de habitantes existen 35 firmas listadas, frente a apenas diez en países con tradición de la ley civil. Los análisis econométricos, en los cuales se involucran *dummies* para captar la tradición legal de los países, el indicador de derecho de los directores, y la existencia o no del principio de una acción un voto[24] y otras variables de control[25], sugieren que estas variables tienen importantes efectos sobre la capitalización de mercado. La tradición legal de los países también tiene un impacto importante sobre el desarrollo de los mercados de capital.

En el estudio citado de Djankov *et al* (2005) se analiza el efecto de los distintos mecanismos de gestión de operaciones con partes vinculadas (aprobación por accionistas desinteresados, revelación *ex ante* y *ex post*, entre otros) sobre el desarrollo del mercado de capitales –medido por variables como capitalización bursátil, número de empresas por millón de habitantes, número de emisiones entre otras. El trabajo concluye que existe un impacto importante de las mejores prácticas para el tratamiento de operaciones con partes vinculadas sobre esas variables. Desde el punto de vista de política, los autores concluyen que la mejor forma de desarrollar el mercado de capitales en lo que atañe a las variables en estudio, es exigir requerimientos de revelación de operaciones con partes vinculadas y reglamentar su aprobación por parte de accionistas desinteresados.

## Conclusiones

La problemática que abarca el tema de Gobierno Corporativo no es nueva, pero el interés por su estudio y aplicación está en plena efervescencia a raíz de los escándalos protagonizados por empresas grandes de países desarrollados. La evidencia sobre prácticas de Gobierno Corporativo apenas se está revelando ahora para países en desarrollo, pero con la información disponible es posible aproximar la conclusión de que en América Latina existe un atraso relativo importante frente a otras regiones del mundo en este ámbito y que, por tanto, las empresas –especialmente aquellas que requieren recursos de capital– deben mejorar sus prácticas.

Los principales elementos que llevan a esta afirmación tienen que ver con los bajos niveles de aplicación de la ley en estos países, y los bajos niveles observados en los índices de Gobierno Corporativo construidos para algunos países de la región. La opinión de inversionistas institucionales que invierten en la región, e incluso la de los propios empresarios locales (encuesta del FEM), también apoya esta hipótesis. Los bajos niveles de desarrollo del mercado de capitales y

24 Proporcionalidad estricta entre el aporte de capital y el derecho de voto. Así, el 20% de control sobre la propiedad da derecho a un 20% del poder de voto.

25 Tamaño y crecimiento de los países.

en particular la estructura de propiedad de las empresas pueden, también, ser reflejo de las malas prácticas.

Existen numerosos mecanismos de control corporativo de las empresas, sin embargo, la auto-regulación es una opción importante debido a su flexibilidad y al carácter diferenciador que ofrece a las empresas que adoptan buenas prácticas. Esta circunstancia es, especialmente, importante en ambientes caracterizados por la baja aplicación de la ley.

Las lecciones de la experiencia de algunos países en el tema sugieren que existe un espacio importante para que el regulador induzca la adopción de buenas prácticas por la vía de la auto-regulación. La existencia de la auto-regulación *per se* no es un indicador definitivo, en tanto que depende de la seriedad de quien la aplica y de la calidad de los estándares que finalmente sean adoptados. El desarrollo regulatorio –leyes mercantiles, de valores, leyes de quiebras, entre otros– es complementario a la auto-regulación, en la medida en que permite el establecimiento de estándares mínimos para grandes colectivos de empresas.

Si bien la mayor parte de la evidencia empírica relacionada con los beneficios de las buenas prácticas y el desempeño económico de las empresas está sujeta a importantes problemas endógenos, la mayor parte de ésta confirma la existencia de una relación positiva entre estas variables. Además esta relación se confirma tanto para países en desarrollo como para países desarrollados.

La evidencia arrojada por las encuestas realizadas en la región permiten concluir que existen importantes diferencias en el conocimiento y las prácticas de Gobierno Corporativo entre empresas emisoras y no emisoras. Se obtuvo que las empresas no emisoras tienen estándares bastante más bajos y un menor conocimiento e implementación de mejores prácticas. Dos preguntas de opinión realizadas en la encuesta sobre Gobierno Corporativo en la región ponen de manifiesto la importancia del tema. Así, ante la pregunta: ¿ha implementado prácticas de Gobierno Corporativo en su empresa? 74% de los emisores respondió que sí frente a un 53,5% en el caso de empresas no emisoras.

Por otra parte, ante la pregunta de si la empresa tiene fácil acceso a fuentes de financiamiento, 78% afirma que sí en el caso de emisores, proporción que alcanza un 60,4% para no emisores. No se puede establecer una causalidad contundente, pero las cifras nuevamente permiten suponer que puede haber una relación positiva entre mejoras en las prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas y acceso al financiamiento.

## Referencias bibliográficas


• Bhagat S. y Romano, R. (2001), *Event Studies and the law: Part II: empirical studies of Corporate Law*. Yale International Center for Finance.

• Berglof, E. y Claessens, S. (2004), *Enforcement and Corporate Governance*. Banco Mundial. Policy Research Working Paper No. 3409.

• Black, B. (2001), *The Corporate Governance Behaviour and Market Value of Russian Firms*. Stanford law School. Working Paper No. 212.

• Black B., Hasung, J. y Woochan, K. (2005), *Does Corporate Governance Predict Firms´ Market Values? Evidence from Korea*. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper No. 86/2005.

• Cadbury, A (1992), *Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee Publishing.

• Corporación Andina de Fomento (CAF) (2004), "Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo". www.caf.com (versión revisada, 2006).

• Darby, M.R. y Karni, E. (1973), *Free Competition and the Optimal Amount of Fraud*. Journal of Law and Economics, Vol. 16, pp. 67-88.

• De Michele R. (2005), "Los Códigos de Ética en las Empresas", Granica, 1998, p. 23.

• Djankov S.; La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. y Scheifer A. (2005), *The law and Economics of self-Dealing*. Banco Mundial. Mimeo.

• Garay, U. y González, M. (2004), *CEO and Director Turnover in Venezuela*. Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA).

• Gibson, M. S. (2002), *Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?* Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington DC.

• IAAG y Econometría Consultores, (2006), "Diagnóstico de Prácticas de Gobierno Corporativo en el Área Andina". Informe de resultados.

• Jensen, M. C. y Meckling, W.H. (1976), *The Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure*. Journal of Financial Economics, octubre.

• Klapper, L. y Love, I. (2002), *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. Policy Research Working Paper 2818. The World Bank.

• La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer A. (1998), *Corporate Ownership Around the World*. Mimeo. Harvard University.

• La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A y Vishny R. (1997), *Legal determinants of external finance*. National Bureau Of Economic Research (NBER). Working Paper No. 5879.

• McKinsey & Company (2002). *Global Investor Opinion Survey: key findings*. Julio. www.mckinsey.com

• Oman, Ch., Fries S. y Buiter W.(2003), *Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-market Economies*. OECD Development Centre. Policy Brief No. 23.

• Organización para el Crecimiento y el Desarrollo Económicos (OCDE) (1999) *Principles of Corporate Governance*. Paris.

• Renders A. y Gaeremynck A. (2006), *Corporate governance and performance: Controlling for simple selection bias and endogeneity*. Department of Accounting, Finance and Insurance (AFI), K.U. Leuven.

• Spence, M. and Zeckhauser, R. (1971), *Insurance, information and individual action*. American Economic Review 61(2), pp. 380-387.

• The Economist (2005), *The Good Company. A Survey of Corporate Social Responsibility*.

• Wearing, R. (2005), *Cases in Corporate Governance*. Sage.

• Williamson O.E. (1985), *The Economic institutions of capitalism: firms, markets and relational contracting*. The Free Press, New York.

Este libro se terminó
de imprimir en junio de 2007
en Caracas – Venezuela
La presente edición consta
de 1.000 ejemplares