

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LI, NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2005

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2005-2007

Presidente: Banco Central de la República Argentina

Miembros: Banco Central de Belice; Banco Central de Brasil; Banco Central de Costa Rica; Banco de México (permanente); Banco Central de Reserva del Perú; y Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director General
Kenneth Coates

Subdirector General
José-Linaldo Gomes de Aguiar

Coordinadora Institucional de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central
Fernando Sánchez Cuadros

Coordinador Institucional de Servicios de Información
José de Jesús Sobrevilla Calvo

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

53 **Nota editorial**

54 **Reglas básicas para la integración regional: lecciones a partir de la planeación del Mercado y la Economía Únicos de la Caricom**

Marion Williams
Harold Codrington

60 **Deuda pública y vulnerabilidad macroeconómica**

José Sidaoui Dib

68 **El Banco de Canadá como prestamista de última instancia**

Fred Daniel
Walter Engert
Dinah Maclean

81 **Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda**

Sergio Clavijo

93 **Reflexiones sobre el sistema financiero internacional**

Jean-Claude Trichet

101 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**

107 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2005**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LI

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2005

Nota editorial

El Boletín publica en este número dos de las ponencias presentadas en las reuniones de Gobernadores de bancos centrales celebradas en Cartagena de Indias, Colombia, el 28 y 29 de abril de 2005. La primera, fue presentada por la doctora Marion Williams, Gobernadora del Banco Central de Barbados y Harold Codrington, asesor de la Gobernadora. En ella se discuten las oportunidades principales que propicia la integración de los países del Caribe y se analizan los caminos para continuar progresando en la creación del Mercado y la Economía Únicos del Caricom. El doctor José Sidaoui Dib, Subgobernador del Banco de México, en su documento “Deuda pública y vulnerabilidad macroeconómica” estudia la estrecha interrelación que existe entre estabilidad macroeconómica, equilibrio fiscal y desarrollo de los mercados financieros. Destaca como estos tres elementos han reducido la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones externas e internas y se han traducido en beneficios concretos para los agentes económicos.

El tercer artículo de este número se dedica a estudiar el papel actual del Banco de Canadá como prestamista de última instancia. En el trabajo se presentan los términos y condiciones en que el Banco de Canadá suministra al sistema liquidez diaria, proporciona asistencia de emergencia a instituciones solventes e interviene frente a los riesgos sistémicos.

En el cuarto trabajo, Sergio Clavijo, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República (Colombia), argumenta acerca de la imperiosa necesidad de asegurar una trayectoria estable para las finanzas públicas que requiere por el lado de los ingresos mejorar la estructura tributaria y combatir la evasión y por el lado del gasto emprender reformas estructurales para generar en forma sostenida un ahorro primario del sector público.

En el quinto trabajo, el Presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, después de pasar revista a la evolución de la integración financiera internacional, considera que los riesgos que se originan en ese proceso deben encararse mediante una gobernanza firme, que requiere sólidos cimientos institucionales y políticos que contribuyan a prevenir presiones financieras adversas y superarlas cuando surjan.

Al concluir los artículos, se incorporan las secciones correspondientes a las actualizaciones de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, así como a la reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente, por este Centro de Estudios.

Reglas básicas para la integración regional: lecciones a partir de la planeación del Mercado y la Economía Únicos de la Caricom*

*Marion Williams
Harold Codrington*

I. Introducción

Señor Presidente, primero que nada quiero felicitar al CEMLA por elegir un tema tan importante como la integración regional para su discusión en esta conferencia. También estoy agradecida por la oportunidad de hacer algunos comentarios en nombre de los países en mi circunscripción. Señor Presidente, como usted sabe, la mayor parte de los países en mi circunscripción están por ingresar a un mercado y una economía únicos. Por eso, esta discusión nos brinda la oportunidad de compartir las experiencias que hemos tenido con la integración hasta el día de hoy y también nos permite aprender de las experiencias de nuestros vecinos en este hemisferio.

La mayor parte de los movimientos de integración que funcionan en el mundo pueden encontrarse en el hemisferio occidental. Entre ellos se incluyen el Mercado Común Centroamericano (MCCA), que data de 1960, el Pacto Andino, la Comunidad del Caribe (Caricom, por sus siglas en inglés, que agrupa varios de los territorios caribeños angloparlantes), el Mercado Común del Sur (Mercosur) y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Con excepción de Europa, ninguna otra área ha acumulado tanta experiencia ni un conocimiento tan amplio en asuntos de integración regional como América Latina y el Caribe.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia presentada por M. Williams, Gobernadora, del Banco Central de Barbados, y H. Codrington, Asesor de la Gobernadora, en la XLII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, auspiciada por el Banco de la República y el CEMLA, celebrada en Cartagena de Indias, Colombia, el 28 de abril de 2005.

II. Algunas definiciones

La integración económica o regional puede describirse como un proceso mediante el cual los países participantes reducen o eliminan barreras para realizar operaciones de comercio entre ellos. En un principio, la integración estaba motivada por el deseo de incrementar el volumen de intercambio de mercancías entre los países. Sin embargo, con el paso del tiempo y bajo la influencia de la Organización Mundial de Comercio (OMC), los esfuerzos por hacer el comercio más libre se han extendido también a los servicios.

Como en la mayoría de actos de esfuerzo humano, la integración económica puede definirse por la intensidad o grado de las acciones involucradas. Así, la forma de integración más básica son los acuerdos de comercio preferencial que simplemente brindan una reducción en las barreras para el comercio de mercancías. Un ejemplo de esto era el British Commonwealth Preference Scheme establecido por el Reino Unido en 1932 junto con los miembros actuales y anteriores del Imperio Británico.

La siguiente etapa en la integración regional es el área de libre comercio, en la cual desaparecen todas las barreras para el comercio de mercancías entre los miembros, aunque cada país puede mantener las barreras para el comercio con terceros países. El TLCAN es probablemente el mejor ejemplo moderno.

La unión aduanera es una tercera etapa en la que, además de la desaparición de barreras para el comercio, se armonizan las políticas de intercambio comercial (por ejemplo, se establecen tarifas externas comunes) con países no-miembros. La Caricom, el Mercosur, el Pacto Andino y el MCCA son buenos ejemplos de las uniones aduaneras.

La etapa inmediatamente superior a la unión de aduanas se llama mercado común y tiene las características adicionales de una movilidad total de capital y mano de obra. Esta es la etapa que ha alcanzado la Unión Europea y a la que ahora aspira la Caricom.

Una última etapa en el proceso de integración regional es la unión económica. En esta etapa las políticas monetaria y fiscal están completamente incorporadas. Muchas veces esto se complementa con alguna forma de unión política. Esta es una meta de la Unión Europea como región, pero un buen ejemplo de una unión económica es Estados Unidos.

Si el esquema que acabo de delinear es correcto, ello significa que para fin de año todos los países en este hemisferio formarán parte de grupos que están en diferentes etapas del proceso de integración. El Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) es un trabajo en proceso; todavía no sabemos cómo evolucionará. Una pregunta pertinente es si el ALCA puede asimilar fácilmente a países que están en diferentes etapas de integración. Hay otras preguntas interesantes: ¿esas etapas que se han alcanzado representan las opciones más eficientes u óptimas para los grupos respectivos?, ¿deberían todos aspirar a la etapa final del proceso de integración que es la unión económica total?

III. Aspectos teóricos

Varios autores han escrito sobre los beneficios que se derivan de la integración regional. En la literatura los beneficios se analizan por los efectos estáticos y dinámicos en el bienestar.

Entre los efectos estáticos están los procesos de creación de comercio y de desviación de comercio. La creación de comercio se da cuando la producción interna en un país miembro se reemplaza por importaciones de menor costo desde otro país miembro. Mientras todos los recursos económicos de los países estén plenamente empleados, el bienestar se incrementa debido a que la identificación de ventajas comparativas nacionales resulta en una mayor especialización.

Por el contrario, la desviación de comercio existe cuando importaciones de menor costo desde fuera del grupo son reemplazadas por importaciones de mayor costo desde un país miembro. Por eso la desviación del comercio es reductora de bienestar, ya que la producción realizada por productores más eficientes y con menor costo es reemplazada por una producción de los miembros menos eficiente y con mayor costo.

Ya desde 1976 un artículo publicado en el *Jour-*

nal of Development Studies establecía la presencia tanto de la creación como de la desviación del comercio entre los países miembros de MCCA. La creación de comercio era evidente en Honduras y Costa Rica, mientras que la desviación existía en Guatemala, EL Salvador y Nicaragua. Sería interesante saber si esta categorización ha cambiado con el tiempo.

Ningún análisis de esta naturaleza se ha llevado a cabo en la región de la Caricom, pero la evidencia anecdótica sugiere que los efectos de la creación de comercio están presentes. Por ejemplo, algunos manufactureros de Barbados tuvieron que cerrar como resultado del aumento de importaciones de bajo costo de Trinidad y Tabago. Dadas las estructuras de la liberación del comercio es poco probable que la desviación del comercio exista en un nivel significativo.

También hay otros beneficios estáticos para el bienestar. Entre éstos se incluyen los ahorros que acumulan los estados miembros gracias a la menor necesidad de administración aduanera. También se deben considerar los efectos de los términos de intercambio que surgen debido a la creación de comercio lleva a una reducción en la demanda de importación colectiva del grupo. También se debe tomar en cuenta el aumento y la mayor relevancia del poder de negociación, como consecuencia de pertenecer a un grupo regional.

Algunos analistas están más convencidos de los beneficios dinámicos de las uniones aduaneras. El primero es el aumento en la competencia, lo que resulta de la ampliación de los mercados de bienes, servicios, capital y otros recursos. Un segundo impacto dinámico surge a partir de las economías de escala, cuando productores domésticos unen sus operaciones para alcanzar la masa crítica que les permite competir con firmas de terceros países. El tercer efecto dinámico se sigue de manera natural a partir de los dos anteriores; es el estímulo a la inversión que surge como respuesta ante las oportunidades de expansión para los negocios. Finalmente, también existe una mayor posibilidad para reforzar el uso de recursos que son tanto una necesidad como un resultado de un proceso de integración que funcione bien.

De acuerdo con la información publicada por el Banco Mundial (BM) en 2000,¹ el PIB per cápita en América Latina y el Caribe sólo creció más rápido que en África Subsahariana y que Asia del Este y las Islas del Pacífico, si las comparaciones se hacen para siete regiones en el mundo durante un periodo de 40 años.

¹ D. Ferranti, G. Perry, I. Gill y L. Serven (2002), *Securing our Future in a Global Economy*, Banco Mundial.

Aún así, al enlistar las prioridades estratégicas para acelerar el crecimiento de Latinoamérica y el Caribe,² el Banco Mundial difícilmente hace alguna mención específica o le da alguna importancia a la integración regional como una forma para acelerar el desarrollo económico. La lista incluye:

- consolidación de la estabilidad macroeconómica;
- promover la inversión de calidad en el desarrollo humano;
- acelerar el desarrollo financiero de la región;
- mejorar el ambiente legal y regulativo para el desarrollo del sector privado; y
- reforzar la eficiencia del sector público y del gobierno.

La profundización del proceso de integración regional puede ayudar mucho a nuestros países para alcanzar varias de estas metas. Sin embargo, será necesario experimentar antes de que cada grupo pueda identificar el acuerdo que le traerá los mayores beneficios. La Caricom ha concluido que se ha beneficiado tanto como se puede de una unión aduanera y ahora va a establecer un mercado común.

IV. El Mercado y la Economía Únicos de la Caricom

Ahora voy a tratar de manera más directa el tema del Mercado y la Economía Únicos de la Caricom, dando los antecedentes de su establecimiento y subrayando algunos de los problemas y asuntos importantes que hemos encontrado en el camino.

Los intentos para integrar las economías de los países angloparlantes del Caribe datan de hace más de medio siglo. En 1950, la mayoría de las colonias Británicas, que lo eran entonces, empezaron a usar una moneda única que estaba vinculada a la libra esterlina. Entre 1958 y 1962, hubo una verdadera federación política de los países involucrados. Este experimento falló porque intentaba avanzar directamente a la etapa de integración más alta –que implica la dimensión política– antes de enraizarse firmemente a lo largo de las varias etapas previas. Por ejemplo, el Gobierno Federal no tenía jurisdicción sobre la recaudación impositiva; una falta de control

² S. Burki y G. Perry (1997), *The Long March: A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Banco Mundial.

financiero es un obstáculo en cualquier unión política.

Después de que algunas de las economías más fuertes lograron la independencia económica de la Gran Bretaña, otra vez empezaron a aceptar las ventajas de la integración y formaron el Área de Libre Comercio del Caribe o Carifta (por sus siglas en inglés) en 1967. Esta iniciativa ayudó a expandir el comercio regional por un tiempo pero no pudo soportar las dificultades en los tipos de cambio que algunos de los miembros comenzaron a experimentar a finales de los setenta. La Caricom se creó en 1973 y ha dado pasos significativos en la reducción de tarifas, así como en el fomento a la cooperación regional en varias áreas importantes. Desafortunadamente, en la Caricom, el comercio regional no se ha expandido de manera notoria y el crecimiento económico ha sido anémico. La Caricom también era inadecuada para abordar los retos que están surgiendo por el nuevo proceso de liberación del comercio. Fueron estas circunstancias las que influyeron en la decisión de los países caribeños, en 1989, de establecer el Mercado y la Economía Únicos de la Caricom o CSME (Caricom Single Market and Economy).

Concientes de los tremendos retos que para las pequeñas economías trae consigo la globalización, los países de la Caricom se volvieron más propositivos acerca del establecimiento de un mercado y economía únicos en la década pasada. El interés en el mercado y economía únicos se renovó y los países de la Caricom trabajaron asiduamente para establecer un espacio de economía única en la región.

Para lograr que el CSME fuera lo más adecuado posible frente al cambio de circunstancias del siglo veintiuno, se tomó la decisión de cambiar fundamentalmente los acuerdos bajo los que opera la Caricom, como se muestra enseguida:

- Reestructurar los acuerdos organizacionales e institucionales.
- Eliminar las restricciones de los nacionales del Caricom al derecho de establecimiento, a la prestación de servicios y el movimiento de la mano de obra y el capital.
- Promover políticas industriales, en particular para fomentar la competitividad de la región en la manufactura de bienes.
- Empezar políticas comerciales con respecto a asuntos como las Reglas de origen, las tarifas externas comunes y la cooperación en administración y seguridad aduanera.

- Impulsar una política agrícola con énfasis en la competitividad internacional y en los procesos y tecnologías ambientales sostenibles.
- Introducir una política de transporte que destaque la necesidad de disponer formas de transporte seguras, adecuadas y competitivas a nivel internacional.
- Dar asistencia a países, regiones y sectores en desventaja para convertirse en países viables económicamente y competitivos.
- Establecer políticas de competitividad, protección al consumidor, *antidumping* y subsidios.
- Instituir la Corte de Justicia del Caribe, que proteja los derechos individuales e institucionales en el contexto de un mecanismo de resolución de disputas claramente definido.

En su intento por establecer el CSME, los países angloparlantes han encontrado todos o varios de los problemas que han sido enfrentados por otros grupos. Sin embargo, es necesario subrayar un importante número de consideraciones, que pueden hacer el CSME único entre los movimientos de integración regional y pueden haber empeorado estas dificultades.

La primera es que estos países constituyen el movimiento de integración más pequeño del mundo, tanto en términos de población, como por su masa continental y PIB. Solamente las islas del Pacífico del Sur y unos cuantos países tierra adentro Africanos y Europeos tienen estructuras demográficas y económicas similares. Su pequeño tamaño hace que las economías del Caribe estén ampliamente abiertas a desarrollos económicos internacionales y sean muy vulnerables a los golpes macroeconómicos y naturales.

El segundo punto es que, a diferencia de la mayoría de los otros movimientos de integración, no hay contigüidad entre las unidades. Desde Belice al norte, que hace frontera con México y Guatemala, hasta Guyana y Suriname en el sur, cuyos vecinos son Brasil y Venezuela, estos países están separados entre sí por agua. La separación espacial crea desconfianza y sospechas y lastima la cooperación regional. En parte explica el fracaso del intento anterior de la Federación en el Caribe angloparlante así como la reticencia de los británicos a convertirse miembros de la Unión Europea (UE).

En tercer lugar, y tal vez lo más importante, los países no pasan el *test* básico de Mundell para la integración –la existencia de un alto nivel de comercio intra-regional–. Estados Unidos, Canadá

y la UE son los socios mayoritarios de la mayoría de países de la Caricom. Por eso el experimento del CSME está ayudando a probar que un alto nivel de comercio intra-regional pre-existente no es una condición necesaria para el éxito de movimientos regionales de integración. Sin embargo, ya que la mayor parte de miembros de la Caricom son principalmente productores de alto costo, hay una posibilidad de que un mercado y economía únicos puedan resultar en una reducción del bienestar por la desviación del comercio si la producción doméstica reemplaza las importaciones.

En la Caricom también hay algunos retos con respecto a los golpes asimétricos. Mientras las Bahamas, Barbados, Jamaica y el Caribe del Este dependen en gran medida del turismo, Trinidad y Tabago y Guyana no. De acuerdo con esto, una crisis en el turismo global impactaría de manera muy diferente en varios países. Precios más altos del petróleo crudo beneficiarían a Trinidad y Tabago, como un importante productor de petrolíferos, pero restringirían el crecimiento económico en otros países miembros.

El Tratado de Chaguaramas Revisado definía el mercado único enfocándose inicialmente en la integración de servicios financieros mediante la eliminación de restricciones relacionadas con el derecho de establecimiento, el suministro de los bancos y otros servicios financieros, el movimiento de capital y el movimiento de la mano de obra. Mucho después se establecieron disposiciones adicionales relacionadas con otros sectores y con el movimiento de la mano de obra. En el proceso de implementación se reconoció la necesidad de armonizar más los sistemas legislativos y las estructuras de supervisión e institucionales, así como coordinar mejor las políticas macroeconómicas.

Dado el compromiso de implementar este y otros compromisos, el Mercado y la Economía Únicos de la Caricom debería haberse inaugurado a principios del 2005. Sin embargo, como sucede con todos los movimientos de integración, hay asuntos de política más importantes que se han interpuesto en el camino del progreso tranquilo. Como resultado, mientras el mercado único quedará establecido este año, la economía única saldrá a escena posteriormente. Vienen a la mente cuatro aspectos que han impedido un progreso más rápido en la economía única. Estos son los tipos de cambio, el movimiento de la mano de obra, la liberación de la cuenta de capital y la Corte de Justicia del Caribe.

Vamos primero a los tipos cambio. La Caricom es (posiblemente) el único movimiento de integración en el que varias de sus unidades tienen diferentes regímenes cambiarios. En el presente, Ja-

maica, Guyana, Suriname y Trinidad Tabago tienen tipos de cambio flotantes, que reflejan el hecho de que todos estos países producen bienes que responden significativamente a cambios en los precios. Todas las demás monedas están fijadas con respecto al dólar estadounidense. Ahora parece poco probable que los países en cuestión deseen modificar su sistema cambiario.

En un día típico de esta semana, los tipos de cambio respecto al dólar estadounidense han variado 200 unidades nacionales, en el caso de Guyana, mientras que la variación ha sido de 1 en el caso de las Bahamas. El exceso de tipos de cambio es una razón de preocupación entre los inversionistas regionales y extranjeros. Por eso hay una propuesta para que el Mercado y la Economía Únicos de la Caricom queden anclados por una unión monetaria con un banco central único y con una moneda común. Esta jugada tenía la intención de ganar credibilidad para el dólar caribeño y a la vez eliminar el riesgo cambiario que enfrenta la inversión en varios países.

Dada la situación presente, para afrontar tanto las tasas fijas como las flotantes en la unión monetaria, un cambio a una moneda única podría darse mediante un Mecanismo de Tipo de Cambio similar al que tuvieron los europeos a principios de los años noventa. Este sistema permitiría a las diferentes monedas en la Caricom fijarse con respecto a cada una de ellas de manera rígida, mientras que al mismo tiempo se mantendrían flotantes frente a las monedas extra-regionales. Hasta ahora esta propuesta no ha ganado la aceptación de todos los políticos. Por eso, el asunto de los tipos de cambio permanece como un obstáculo.

La liberación de bienes y servicios en la región no ha carecido de retos. En la economía de Barbados, por ejemplo, ha habido una contracción en la producción del sector manufacturero. Algún ajuste debe esperarse en el nuevo ambiente global de comercio caracterizado por acuerdos de comercio como la OMC y el TLCAN. Ha habido algunos desacuerdos en sectores de determinados países como resultado de los acuerdos de comercio caribeño, aunque la región como un todo puede haber aumentado el volumen de comercio intra-regional.

El movimiento de la mano de obra es también un asunto muy polémico. Hay un sentimiento en algunos países de la Caricom de que una movilidad total de la mano de obra significaría que el exceso de mano de obra transitaría hacia las economías con un mayor ingreso en la región –por ejemplo, las Bahamas, Barbados, y Trinidad y Tabago–. Los asuntos más importantes aquí se relacionan con el impacto de la movilidad total en las perspectivas de emplear a trabajadores nacionales,

así como las consecuencias para el suministro de servicios de salud, servicios sociales, vivienda, pensiones, educación e infraestructura física.

Algunos analistas han subrayado el hecho de que después de la formación de la Unión Europea, la mano de obra de Europa del sur ha migrado hacia el más desarrollado norte; ellos han señalado, también, la respuesta de algunos países como el Reino Unido. Por eso los gobiernos de la Caricom han adoptado un acercamiento por etapas a este tema. Hasta ahora, la movilidad total se ha garantizado para los graduados de Universidades, personal de los medios, músicos, deportistas y artistas. Otras categorías como personas auto empleadas y empresarios siguen en revisión.

La liberación de la cuenta del capital es un requisito para el ingreso al Mercado y la Economía Únicos de la Caricom pero actualmente Barbados, las Bahamas, Belice y las Islas del Caribe del Este tienen controles de cambios. Para estos países el problema gira en torno a las consecuencias de la liberación de la cuenta del capital sobre su capacidad para mantener el régimen fijo de la tasa de cambio. La tasa de cambio fija ha sido el ancla de la política macroeconómica en estas economías y hay un consenso social para mantenerla. Los países también están concientes de la crisis en el sureste asiático durante 1997 debido a que la temprana eliminación de los controles de cambio dejó a las autoridades incapacitadas para detectar de manera oportuna las fugas especulativas que precipitaron el colapso económico. Algunos analistas se han preguntado incluso si la liberación de la cuenta de capital es necesaria para lograr las metas del Mercado y la Economía Únicos. El resultado es que la liberación total todavía no se ha dado.

Además está la Corte de Justicia Caribeña. Esta Corte reemplaza al British Privy Council como el máximo tribunal de apelaciones y también será una Corte original del Mercado y la Economía Únicos del Caricom. Como se mencionó anteriormente, este organismo es importante para la resolución de disputas y el cuidado de los derechos. Sin embargo, hasta la fecha, a pesar de que la Corte ya fue inaugurada, solo algunos Parlamentos han ratificado su establecimiento. Algunos analistas legales han cuestionado incluso la constitucionalidad de la Corte. Hay también algunas inquietudes entre algunos sectores de la población sobre si la Corte Caribeña de Apelaciones ejercerá la justicia de manera tan imparcial como el British Privy Council. Como es inevitable que haya disputas legales dentro del grupo, es necesario que la Corte Caribeña sea aceptada completamente dentro de la región lo antes posible.

Hay quien opina que muchos de estos asuntos,

y otros más, serían más fáciles de solucionar si hubiera algún tipo de organismo supra-nacional que pudiera fijar las metas e implementar políticas para la región como un todo. En la Unión Europea este es el rol que han asumido actualmente el Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea.

La Secretaría de la Caricom no entró en funciones de la misma manera que los organismos de la Unión Europea y tiene menos poder para tratar con ciertos asuntos cruciales. Por eso la reestructuración de las instituciones tiene una prioridad alta. Los temas que se podrían beneficiar del fortalecimiento en la toma de decisiones multinacional incluyen la convergencia económica, un fondo de estabilización y la distribución de los beneficios de la integración.

Desde 1992 los países de la Caricom han establecido criterios de convergencia para el ingreso a una unión monetaria. Estos criterios, que recuerdan a los establecidos por la UE, se refieren a la estabilidad en el tipo de cambio, el déficit fiscal, la capacidad de pago de intereses por endeudamiento, la inflación y las reservas internacionales de divisas. Sin embargo, no ha habido ninguna política sistemática acerca de lo que los países deben hacer para alcanzar estos objetivos. Muchas veces hay diferencias entre la intención política y la ejecución de las políticas a nivel nacional. Se ha sugerido que este problema podría resolverse si un organismo supra-nacional para la toma de decisiones estuviera al frente del proceso, brindando los enlaces necesarios entre el consenso político y la ejecución de políticas nacionales. La misma línea de razonamiento puede explicar el fracaso, hasta la fecha, de los países para crear un fondo de estabilización al que podrían acudir países que afrontan desequilibrios de pagos a corto plazo o dificultades fiscales.

Un organismo supra-nacional también estaría dirigido a otro asunto de importancia para integrar las economías –la distribución de las ganancias de la integración–. Actualmente Trinidad y Tabago tiene la economía más fuerte de la Caricom. Los ingresos provenientes del petróleo son más estables y predecibles que los ingresos en divisas extranjeras provenientes de la venta de azúcar, de manufacturas ligeras, de bauxita o de servicios de turismo de los que depende la mayor parte de los países. Añadan a esto un tipo de cambio estable (una flotación controlada) y el bajo costo de la

energía y resulta fácil entender porqué las exportaciones de Trinidad y Tabago han saturado los mercados de la Caricom. El mercado de capital de Trinidad y Tabago también ha logrado satisfacer los requisitos de capital de la región. Más aún, los bancos comerciales y otras compañías de Trinidad y Tabago han comprado empresas en toda la región. De la misma manera, dada su buena infraestructura social y física y sus grandes logros en educación, Barbados podría ser un líder en la prestación de servicios.

No está dentro de los intereses del grupo que un país o grupo de países absorba la mayor parte de los beneficios del Mercado y la Economía Únicos. Los recursos y el capital gravitarían de manera natural hacia estos puntos de crecimiento, ocasionando el desarrollo de presiones sociales y demográficas. En las regiones carentes de recursos el resentimiento y las frustraciones comenzarían a minar la estabilidad política. Por eso debe haber fondos disponibles para mejorar la calidad de vida en los países más pobres y mecanismos para dirigir todo su proceso. Con respecto a esto, se está discutiendo la creación de un fondo de desarrollo y se espera que sea un beneficiario del fortalecimiento institucional que se está sugiriendo.

Señor Presidente, confío en haber hecho una apreciación justa de algunas de las dinámicas de la integración regional en nuestra área. Nos guste o no, los países en esta parte del mundo están siendo arrastrados por los vientos del cambio a nivel global. No tenemos otra opción que prepararnos para afrontar cualquier reto u oportunidad que se nos presente. Los movimientos de integración en la región tienen que continuar creando formas de profundizar el proceso con miras a incrementar a largo plazo la tendencia del crecimiento hacia un nuevo nivel. La Caricom ha determinado que el Caribe requiere aproximarse a la integración de manera diferente, en este caso, como un Mercado y Economía Únicos. Hasta hoy, la secuencia preferida parece ser comercio libre de bienes y servicios, movimiento libre de capital, el establecimiento de un fondo de desarrollo para encausar a los países en desventaja durante el periodo de ajuste, una moneda única, una corte de arbitraje y una autoridad supranacional. Espero que una integración regional más profunda, cualquiera que sea su forma, será de interés para todos nuestros países. Gracias.

Deuda pública y vulnerabilidad macroeconómica*

José Sidaoui Dib

I. Introducción

El equilibrio fiscal, la evolución de la inflación y el manejo de la deuda pública son aspectos fundamentales que los agentes económicos toman en cuenta para adoptar sus decisiones de producción e inversión en un país. En particular, como ha ocurrido en varios países latinoamericanos, el manejo inadecuado de la deuda pública en México ha redundado en diversas ocasiones en una mayor vulnerabilidad y en crisis económicas, que han revertido el desarrollo del país y han afectado el nivel de vida de la población.

Los esfuerzos por consolidar la estabilidad macroeconómica en México en la última década, aunados al desarrollo de los mercados financieros internos, han permitido realizar avances significativos en materia de deuda pública, han logrado reducir la vulnerabilidad de la economía ante choques externos y han generado condiciones más propicias para recabar y canalizar mayores recursos internos a actividades productivas.

Gracias a la liquidez, flexibilidad, profundidad y complementariedad que caracterizan en la actualidad a los mercados financieros en México, los diversos agentes económicos están en posibilidades de lograr un mejor manejo de los riesgos, lo que aumenta la fortaleza y flexibilidad de la economía frente a cambios inesperados en las condiciones financieras internas y/o externas.

Este trabajo tiene el propósito de ofrecer una perspectiva sucinta de la evolución de los mercados financieros y del manejo de la deuda pública.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la presentación de J. Sidaoui Dib, Subgobernador, del Banco de México, en la LXXIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, auspiciada por el Banco de la República y el CEMLA, celebrada en Cartagena de Indias, Colombia, el 29 de abril de 2005.

Ambos aspectos convergen, se complementan mutuamente y, en los años recientes, han contribuido a brindar una mayor solidez a la economía. En la segunda sección del documento se destacan algunos de los avances que han tenido lugar en materia de estabilización y modernización del sistema financiero en México en los últimos años. En la tercera sección se describe cómo estos avances han contribuido a la evolución favorable de la deuda pública, así como al establecimiento de mejores condiciones para el manejo de la deuda y los riesgos en la economía. En la cuarta sección se enumeran algunos de los retos a futuro para consolidar estos avances. Por último, en la quinta sección se mencionan las conclusiones.

II. Antecedentes

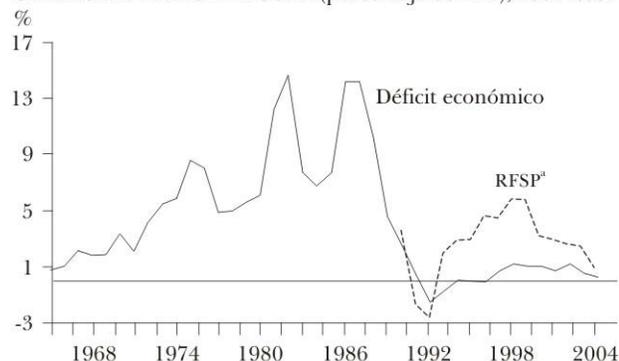
1) Estabilidad macroeconómica

En los últimos años, las autoridades mexicanas han logrado avances significativos en términos de estabilización macroeconómica. Estos esfuerzos han estado sustentados en dos pilares principales: una estricta disciplina fiscal y un manejo prudente de la política monetaria en el contexto de un régimen de tipo de cambio libre. Con base en esta estrategia, se ha aumentado la fortaleza de la economía y se ha reducido su vulnerabilidad frente a choques internos y externos. Lo anterior se ha visto reflejado en una continua mejoría en la calificación crediticia del país y en un mayor dinamismo de los flujos de inversión extranjera directa.

La disciplina en la conducción de la política fiscal se ha reflejado en una reducción significativa del déficit público. El déficit económico del sector público es cada vez más pequeño y se sitúa, en la actualidad, por debajo de 1% del PIB. Esta misma

tendencia se puede observar en los Requerimientos Financieros del Sector Público¹ (RFSP), que ascienden, actualmente, a menos de 2% del PIB (véase gráfica I).

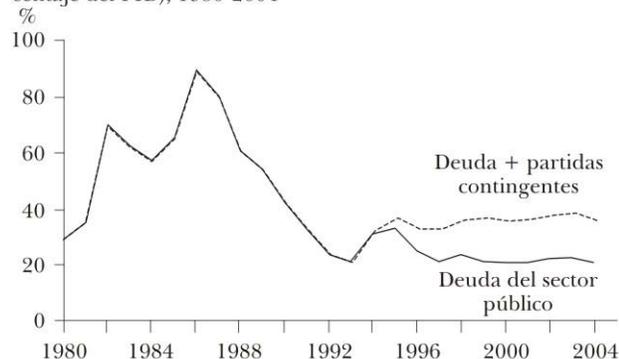
GRÁFICA I. DÉFICIT FISCAL (porcentaje del PIB), 1964-2004



FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
^a Requerimientos financieros del sector público.

Además, los avances en la consolidación de las finanzas públicas han propiciado una disminución de la razón de deuda pública a PIB. Así, la deuda pública neta disminuyó de 32% del PIB en 1995 a menos de 20% del PIB en 2004. De manera similar, la razón de deuda pública total a PIB se redujo ligeramente de 36 a 35% del PIB en igual período, a pesar del fuerte aumento registrado en los pasivos

GRÁFICA II. DEUDA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO (porcentaje del PIB), 1980-2004



FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
^a Deuda Económica Amplia Neta publicada por Banco de México, la cual incluye gobierno federal, organismos y empresas, banca de desarrollo y otros intermediarios financieros no bancarios del sector público. ^b A partir de 1994 se incluyen a la Deuda Económica Amplia Neta a las siguientes partidas contingentes: IPAB, FARAC, Pidiregas directos, programas de apoyo a deudores y programas de reestructuras en UDIS.

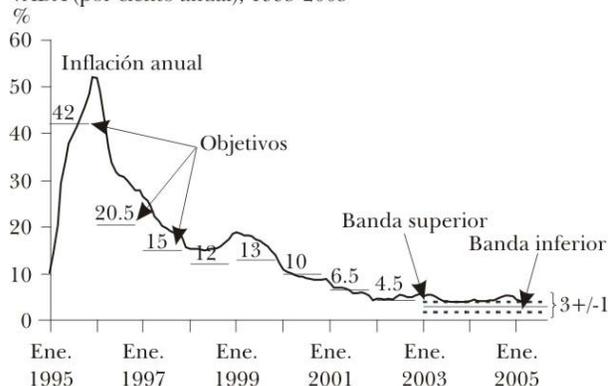
¹ Los RFSP agrupan, entre otros, al balance público tradicional, al uso de recursos para financiar a los sectores privado y social, a los requerimientos financieros del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB) una vez descontadas las transferencias del Gobierno Federal, a los proyectos de inversión pública financiados por el sector privado (PIDIREGAS) y a los requerimientos financieros del Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC).

contingentes (IPAB, programas de apoyo a deudores, FARAC y PIDIREGAS). Este nivel de endeudamiento público puede considerarse como sustentable, y ha terminado con la dominancia fiscal que caracterizaba a las finanzas públicas en años anteriores (véase gráfica II).

La disciplina fiscal se ha combinado con una estrategia de manejo de la deuda pública enfocada a reducir su costo y alargar su perfil de vencimientos, contribuyendo a promover un ambiente de estabilidad macroeconómica y de confianza.

Este escenario ha sido apoyado por la implementación de una política monetaria prudente. La efectividad de la política monetaria se ha visto fortalecida por cambios institucionales –como la autonomía del banco central a partir de 1994, que determinó a la estabilidad de precios como su principal objetivo–, y por la adopción formal en 2001 de un régimen de objetivos de inflación, que ha ayudado a anclar las expectativas inflacionarias, evitando que presiones inflacionarias temporales se traduzcan en presiones generalizadas y permanentes. En este contexto, la inflación se redujo de 52% al cierre de 1995 a niveles de sólo 4.4% en marzo de este año. Aunque el combate a la inflación es un proceso de largo plazo que puede estar sujeto a variaciones transitorias, el manejo de la política monetaria ha brindado certidumbre a los agentes económicos y, en un país con un historial inflacionario, las expectativas de inflación paulatinamente han convergido hacia una meta de 3%, con un intervalo de variación de un punto porcentual (véase gráfica III).

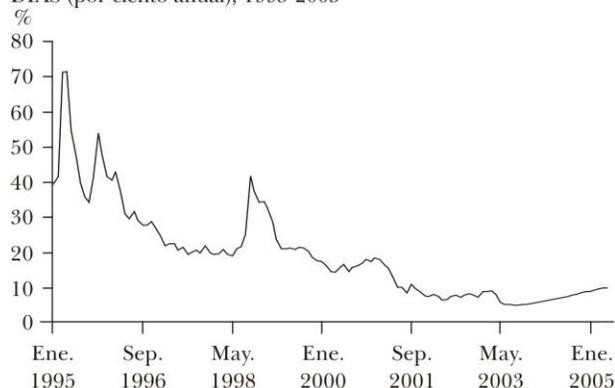
GRÁFICA III. METAS DE INFLACIÓN E INFLACIÓN OBSERVADA (por ciento anual), 1995-2005



FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

El entorno de mayor estabilidad propiciado por el manejo prudente de las políticas fiscal y monetaria, ha sido un factor clave para lograr una significativa disminución en las tasas de interés. Así, por ejemplo, el rendimiento de los Cetes a 91 días disminuyó de niveles por encima del 70% en 1995, a

GRÁFICA IV. TASAS DE INTERÉS NOMINAL DE CETES A 91 DÍAS (por ciento anual), 1995-2005



FUENTE: Banco de México.

cifras de un dígito en la actualidad (véase gráfica IV).

2) Desarrollo de los mercados financieros

Al tiempo que se ha consolidado la estabilidad macroeconómica, se han llevado a cabo profundas reformas estructurales en el sistema financiero, que han transformado su fisonomía. Entre las principales reformas destacan la apertura total de la cuenta de capitales (1989), la adopción de un régimen de libre determinación del tipo de cambio y las tasas de interés (1995) y una reforma del régimen de pensiones (1997).

Además, en los últimos años se ha mejorado el marco jurídico, regulatorio y operativo, a fin de dotar a los mercados financieros de la infraestructura que requieren para un funcionamiento más ágil y eficiente. Asimismo, se han fomentado tanto la transparencia como la protección a los inversionistas, y se ha impulsado el desarrollo de los mercados de derivados.

Entre las principales medidas adoptadas para modernizar la infraestructura y los procedimientos de operación del mercado de deuda, destacan el mejoramiento de los sistemas de liquidez y pagos; el requerimiento de uso de calificadoras para la emisión de instrumentos de deuda; la adopción de estándares internacionales tanto en materia de operaciones como de registros contables; la estandarización del régimen impositivo en materia de valores; la incorporación de la figura de los formadores de mercado; y el desarrollo de un mercado de reportos con estándares internacionales para promover la liquidez del gobierno y de la deuda corporativa.

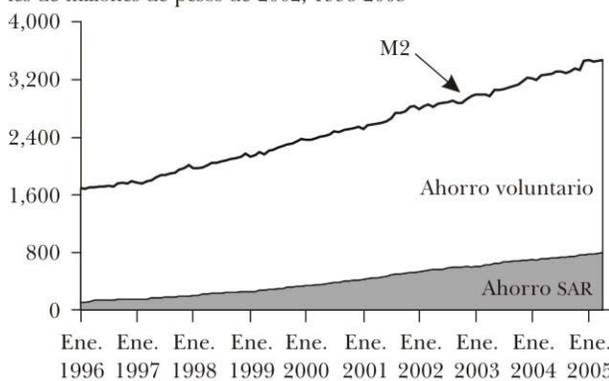
Por otra parte, se ha dotado a la emisión de instrumentos derivados de un marco jurídico y operativo que fomenta la competencia. Los derivados han tenido un importante desarrollo en México,

tanto en lo que respecta a los mercados listados (por ejemplo, Chicago Mercantile Exchange y MexDer) como a los de mayoreo (OTC). La amplia gama de instrumentos derivados existentes en la actualidad (tipos de cambio, activos, índices y tasas de interés) facilita la administración de riesgos en México y en el exterior.

Este proceso de modernización ha resultado en mercados más flexibles y con mayor capacidad para ajustarse a los distintos eventos económicos; un mercado cambiario líquido y profundo que posibilita operar con certidumbre y con diferenciales razonables; mercados de deuda que permiten al gobierno y a las empresas financiarse a largo plazo y a tasa fija; y la disponibilidad de un mercado de derivados con numerosos instrumentos para cubrir riesgos cambiarios o de tasas de interés. Lo anterior ha propiciado una complementariedad entre los mercados internos y externos y ha redundado en mejores oportunidades de arbitraje (reportos *vs.* *forwards*, capitalización sintética, posiciones en corto, etc.) y manejo de riesgos para los diversos agentes económicos que operan en México.

Por su parte, la reforma al régimen de pensiones ha contribuido al rápido aumento del ahorro financiero. El agregado monetario M_2 alcanza actualmente un nivel superior al 50% del PIB (véase gráfica V). Los inversionistas institucionales, de los cuales forman parte los fondos de pensiones, representan una fuente creciente de recursos estables de largo plazo que, por su naturaleza, son susceptibles de canalizarse a proyectos de más larga maduración y con mayor derrama social (véase gráfica VI).

GRÁFICA V. AGREGADO MONETARIO M2 (saldos reales en miles de millones de pesos de 2002, 1996-2005)



FUENTE: Banco de México.

III. Evolución de los mercados de deuda

El rápido desarrollo de los mercados financieros internos y el aumento en el ahorro financiero propiciados por la estabilización de la economía y las re-

GRÁFICA VI. CARTERA TOTAL DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (porcentaje del PIB), 2000-2004



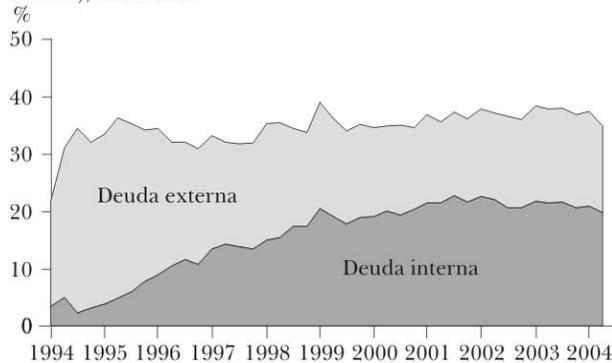
formas estructurales al sistema financiero, han permitido mejorar el manejo de la deuda del sector público, del sector privado y de los hogares en México, ajustando sus balances y reduciendo su vulnerabilidad.

1) Deuda pública

La estrategia de manejo de la deuda pública en la última década se ha orientado a la sustitución de deuda externa por deuda interna, buscando a la vez el desarrollo del mercado para esta última. De hecho, desde el comienzo de esta administración en el año 2000, el gobierno ha financiado su déficit fiscal en el mercado interno y ha utilizado endeudamiento interno para financiar el pago de deuda externa. Estas operaciones han resultado en una recomposición importante de la deuda pública. Así, la participación de la deuda interna en la deuda total pasó de 6% en el primer trimestre de 1995 a más de 56% a finales del 2004 (véase gráfica VII).

Por otra parte, en la medida que la inflación se ha abatido, el costo financiero de la deuda pública

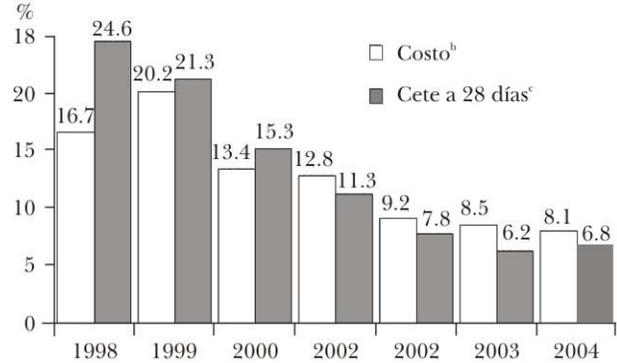
GRÁFICA VII. DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO^a (porcentaje del PIB), 1994-2004



^a Deuda Económica Amplia publicada por el Banco de México, la cual incluye gobierno federal, organismos y empresas, banca de desarrollo y otros intermediarios financieros no bancarios del sector público.

interna ha disminuido significativamente. En la actualidad, éste equivale a sólo una tercera parte del costo observado a finales de la década pasada (véase gráfica VIII).

GRÁFICA VIII. COSTO FINANCIERO DE LA DEUDA INTERNA^a, 1998-2004



^a Corresponde a la deuda interna bruta del gobierno federal.

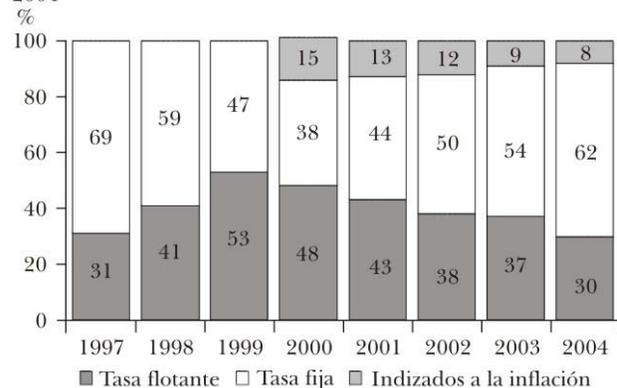
^b Corresponde al pago de intereses y otros gastos de los valores gubernamentales del Fondo de Ahorro del SAR y de otros conceptos.

^c Taza de rendimiento anual del período.

El gobierno no sólo ha dado prioridad al financiamiento de su déficit en el mercado interno. También ha buscado ampliar el perfil de su deuda y colocar montos crecientes de deuda a tasa fija. Esta última representó, en 2004, cerca de tres quintas partes de la deuda pública interna. Asimismo, la emisión de instrumentos de plazos cada vez más largos y a tasa fija han permitido extender el vencimiento y la duración de la deuda interna, lo que genera menores riesgos de refinanciamiento y de tasa de interés (véanse gráficas IX y X).

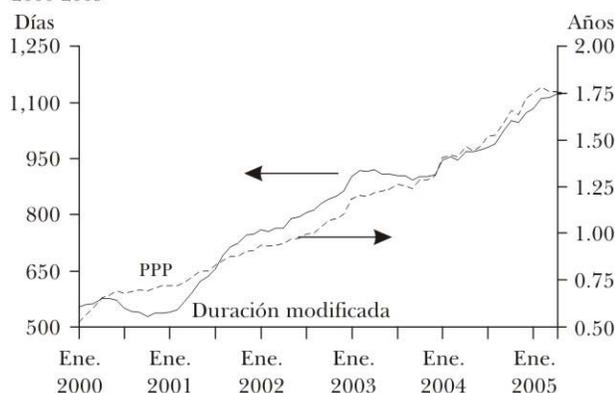
Para ilustrar los avances logrados en los últimos años, basta decir que en 1995 la emisión de valores de mayor plazo a tasa fija era de un año; en cambio,

GRÁFICA IX. CARTERA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR INSTRUMENTO^a (participación porcentual), 1997-2004



^a Valores colocados por el gobierno federal en el mercado interno.

GRÁFICA X. PLAZO PROMEDIO PONDERADO Y DURACIÓN DE LOS VALORES GUBERNAMENTALES^a (al cierre del período), 2000-2005



FUENTE: Banco de México.

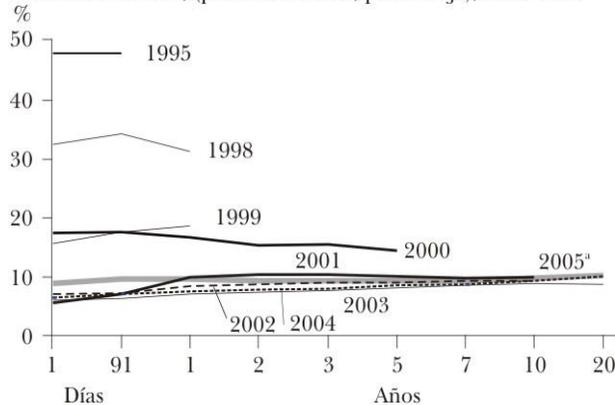
^a Colocados por el gobierno federal en el mercado interno.

actualmente el gobierno emite títulos a tasa fija con un plazo de hasta 20 años. El vencimiento promedio de la deuda interna del gobierno federal se ha más que duplicado en los últimos seis años, alcanzando 1071 días en 2004. Además, la emisión de deuda a tasa fija a plazos cada vez mayores ha permitido el desarrollo de una curva de rendimiento de largo plazo, lo que se ha traducido en una mejoría en la estructura de la deuda pública.

Las mejoras en la estructura de la deuda pública han contribuido a reducir en forma significativa la vulnerabilidad de la economía mexicana a cambios en el entorno interno o externo. Por otra parte, el desarrollo de una curva de rendimientos que cubre el espectro de 28 días hasta 20 años ha beneficiado a otros deudores que también acuden a los mercados financieros internos y externos (véanse gráficas XI y XII).

Cabe destacar, además, que la implementación de esta estrategia de deuda pública, tanto interna

GRÁFICA XI. CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DEL GOBIERNO, (promedio anual, porcentaje), 1995-2005

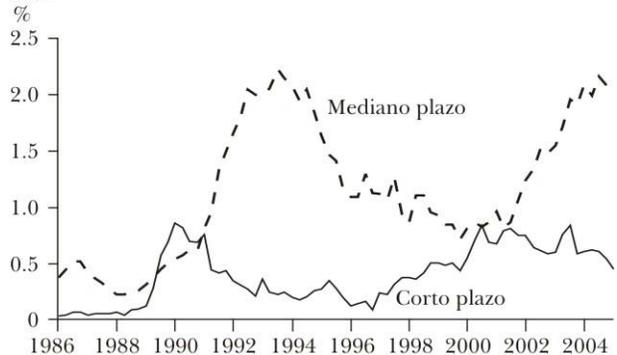


FUENTE: Banco de México con base en información de Proveedor Integral de Precios.

^a La información para 2005 corresponde al promedio del 3 de enero al 17 de mayo.

como externa, ha abierto nuevas oportunidades para el financiamiento del sector privado, lo que se ha traducido en un fuerte crecimiento de la emisión de valores en el mercado local, en emisiones en el mercado externo a menores costos y en una disminución del endeudamiento externo neto.

GRÁFICA XII. VALORES PRIVADOS (porcentaje del PIB), 1986-2004



FUENTE: Banco de México con base en información de la Bolsa Mexicana de Valores y del INEGI.

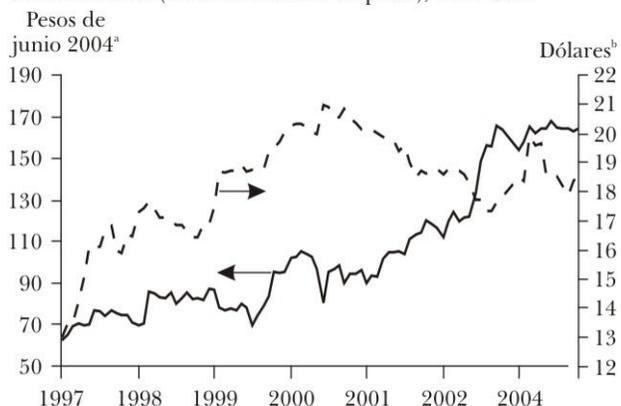
2) Deuda del sector privado

El acceso del sector privado mexicano al financiamiento de largo plazo estaba, hasta hace pocos años, limitado a las grandes corporaciones y restringido al mercado externo y en moneda extranjera. Estas corporaciones, en algunos casos, generaban ingresos mayormente en moneda nacional, por lo que su nivel de exposición al riesgo cambiario era elevado. La situación ha cambiado de manera radical con el desarrollo de los mercados financieros internos: de 2000 a 2004 la colocación de valores privados en los mercados externos se ha reducido significativamente, al tiempo que las colocaciones en pesos en el mercado interno prácticamente se han duplicado (véase gráfica XIII). Así, el desarrollo de los mercados financieros ha permitido a las empresas financiarse indistintamente en México o en el exterior dependiendo de las circunstancias. Con ello disponen de mayores opciones para reducir el costo de su deuda y su exposición al riesgo cambiario.

3) Otros deudores

El desarrollo de los mercados de deuda también ha ayudado a otros deudores. El caso de la Comisión Federal de Electricidad (CFE) proporciona un ejemplo ilustrativo. Hasta hace relativamente poco tiempo, esta empresa paraestatal, cuyos ingresos se recaban enteramente en moneda local y cuyos proyectos se caracterizan por sus largos períodos de maduración, requería fondearse con recursos exter-

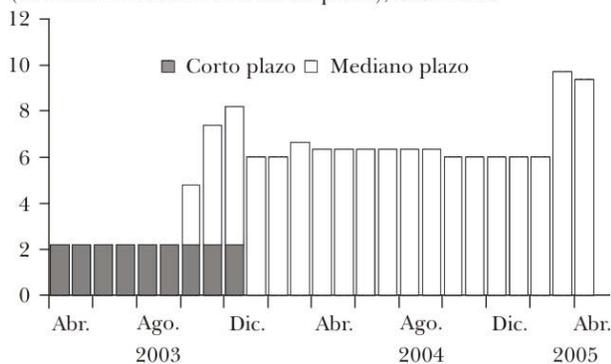
GRÁFICA XIII. EMITIDOS POR EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (miles de millones de pesos), 1997-2004



FUENTE: Banco de México.
^a Valores en pesos emitidos en el mercado interno. ^b Valores emitidos en el mercado interno.

nos. Este desequilibrio entre sus activos y pasivos exponía sus finanzas a los movimientos del tipo de cambio. En la actualidad, la CFE accede al financiamiento en moneda local en los mercados internos y emite deuda a tasa fija a plazos de hasta 10 años, lo cual brinda mayor certidumbre al manejo de sus finanzas (véase gráfica XIV).

GRÁFICA XIV. CERTIFICADOS BURSÁTILES DE LA CFE (saldos en miles de millones de pesos), 2003-2005



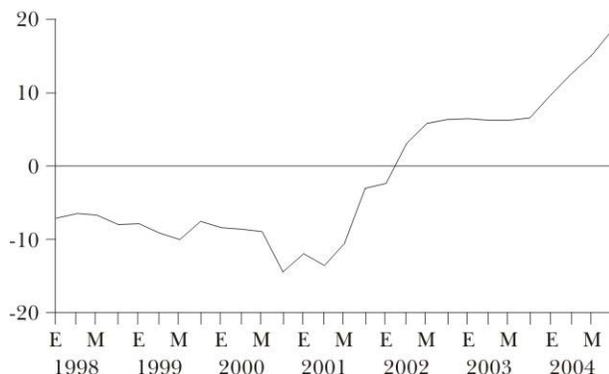
FUENTE: Banco de México con base en información de la Bolsa Mexicana de Valores.

4) Deuda de los hogares

Los efectos de la mayor estabilidad macroeconómica y la modernización del sistema financiero también se han visto reflejados en el crecimiento vigoroso del crédito a los hogares. El fuerte incremento de la demanda de crédito por parte de éstos obedece, en buena medida, a las menores tasas de interés y a que los distintos intermediarios financieros, bancarios y no bancarios, están en la posibilidad de ofrecer una amplia variedad de productos a los consumidores con pagos fijos. Por ejemplo, actualmente existen créditos automotrices a tasa fija con plazos de hasta 60 meses y crédi-

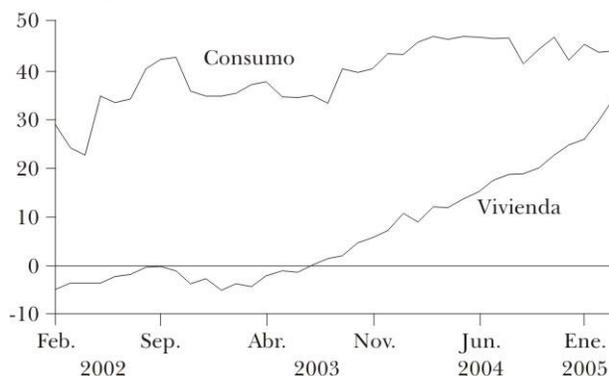
tos hipotecarios que prestan hasta el 90% del valor del inmueble a tasa fija y a 30 años. Los bancos o sociedades financieras especializadas pueden, por su parte, acudir a los mercados de capitales, en particular al mercado de derivados, a descargar sus posiciones, con lo que logran reducir sus riesgos (véanse gráficas XV y XVI).

GRÁFICA XV. CRÉDITO TOTAL A LOS HOGARES (variación real anual), 1998-2004



FUENTE: Banco de México.

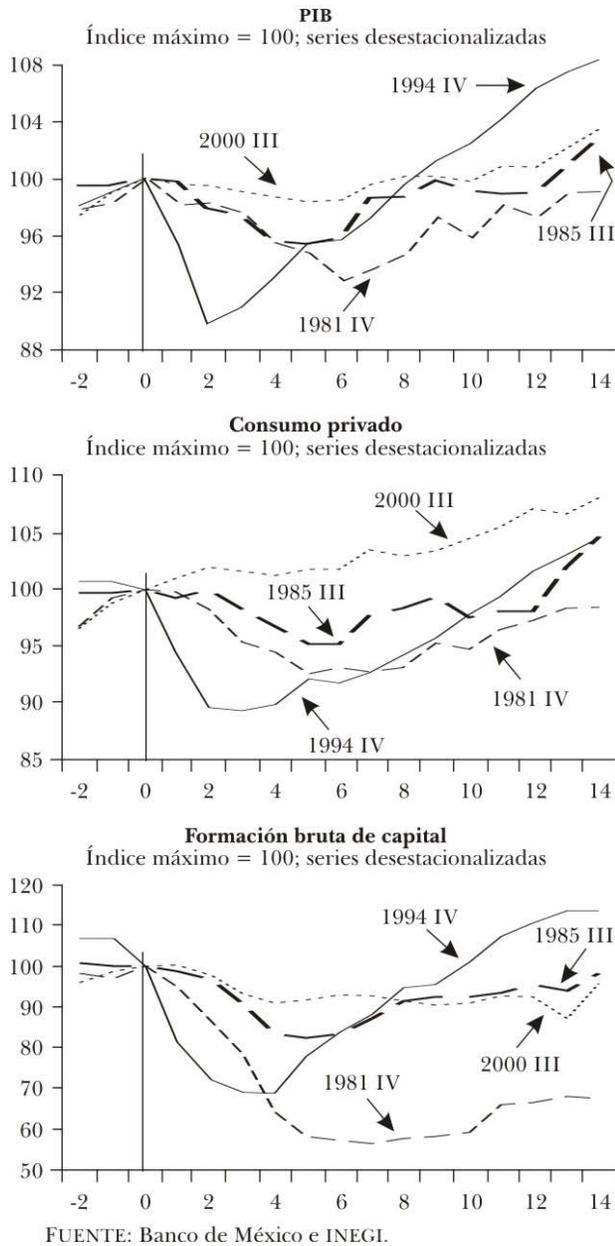
GRÁFICA XVI. CRÉDITO BANCARIO DIRECTO (variación real anual), 2002-2005



FUENTE: Banco de México.

Los beneficios de la mayor estabilidad macroeconómica y el desarrollo de los mercados financieros han tenido también implicaciones para las fluctuaciones cíclicas de la economía mexicana. A diferencia de anteriores episodios de desaceleración o crisis internacional, en el último ciclo económico México registró un ajuste ordenado que no se tradujo en una variación brusca del producto (véase gráfica XVII). El consumo privado se expandió durante la fase recesiva del ciclo económico actual. No obstante que la inversión se debilitó, la caída fue menos pronunciada que la observada en ciclos económicos previos. De esta forma, contra lo que había sido la experiencia normal en México, la parte baja del ciclo no fue acompañada de variaciones bruscas del tipo de cambio o de los mercados financieros.

GRÁFICA XVII



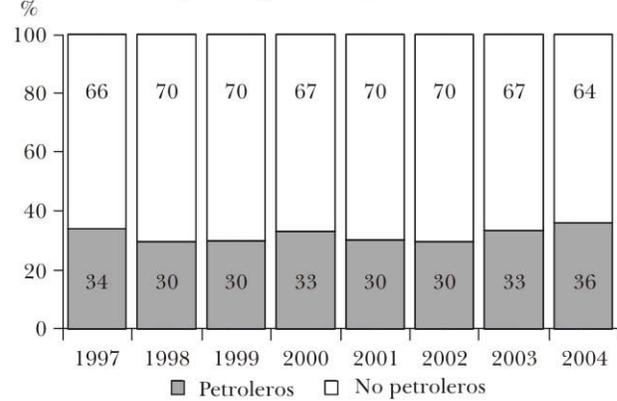
Es indudable que el entorno de mayor certidumbre económica y la profundidad de los mercados financieros han coadyuvado a suavizar los cambios en los patrones de consumo e inversión, reduciendo con ello las fluctuaciones en el producto y en el ingreso.

IV. Retos a futuro

A pesar de los significativos avances en los últimos años en la estabilización de la economía y la modernización del sistema financiero, el logro de tasas de crecimiento económico acordes con las necesidades del país requiere de reformas estructu-

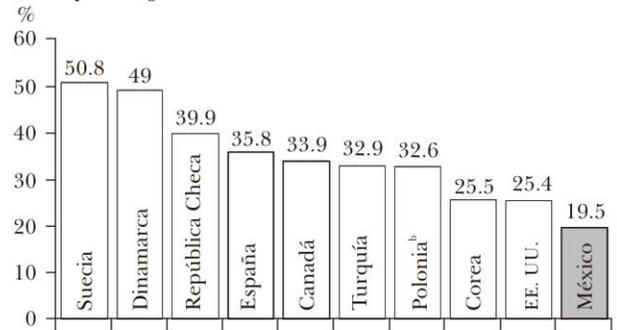
rales en distintas áreas. En particular, existen tareas pendientes en materia fiscal, energética, laboral, de telecomunicaciones y en lo que respecta al mejoramiento del marco jurídico.

GRÁFICA XVIII. INGRESOS PRESUPUESTARIOS DEL SECTOR PÚBLICO (porcentaje del total), 1997-2004



Merece destacarse la importancia de una reforma fiscal, dado que los ingresos tributarios son muy bajos y más de una tercera parte de los ingresos públicos provienen del petróleo. Por ejemplo, entre los países miembros de la OCDE, México es el que registra menores ingresos tributarios, alcanzando sólo 19.5% del PIB en el año 2004, frente a un promedio de 35% de los otros países miembros de la organización (véanse gráficas XVIII y XIX).

GRÁFICA XIX. CARGA IMPOSITIVA EN PAÍSES DE LA OCDE*, (2003, porcentaje del PIB), 1995-2005

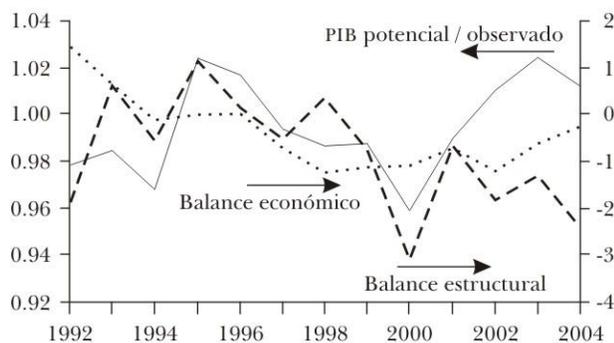


FUENTE: Estadísticas de Ingreso 1965-2003, OCDE.
* No incluye las contribuciones a seguridad social. ^b El dato corresponde a 2002.

Además, el sistema tributario adolece de una serie de problemas, entre ellos una alta evasión y una distribución ineficiente de la carga tributaria entre consumo e ingreso, que favorece el primero (la recaudación obtenida por concepto del IVA fue de sólo 3.7% del PIB en 2004). Asimismo, ha sido frecuente que se introduzcan impuestos con motivos puramente recaudatorios, sin evaluar su posible impacto en la eficiencia económica.

La falta de márgenes de maniobra en la política fiscal resultante de la necesidad de darle prioridad a la consolidación fiscal, ha motivado que ésta sea a menudo procíclica, y ha impedido un funcionamiento adecuado de los estabilizadores automáticos que contribuya a contrarrestar los ciclos económicos (véase gráfica XX).

GRÁFICA XX. BALANCE FISCAL ESTRUCTURAL, (porcentaje del PIB), 1992-2004



FUENTE: Estimaciones de Banco de México.

En resumen, el manejo disciplinado de las finanzas públicas y la política monetaria, aunado a la modernización de los mercados financieros internos, han contribuido a reducir el saldo de la deuda pública en México a niveles consistentes con una solvencia fiscal de mediano y largo plazo, al tiempo que han permitido a otros deudores mejorar el manejo del riesgo en sus balances, reduciendo con ello la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos.

No obstante, es muy importante que se aprueben las reformas necesarias para elevar los ingresos públicos, de forma tal que se evite depender excesivamente de los ingresos petroleros y que se reduzcan los requerimientos de financiamiento del gobierno. Esto contribuirá a la consolidación de las finanzas públicas en el mediano plazo, lo que a su vez permitirá seguir una política fiscal menos pro-

cíclica, facilitando el manejo de la política monetaria y reduciendo la volatilidad del producto.

V. Conclusiones

Los avances en el ámbito macroeconómico y en el desarrollo de los mercados financieros han reducido la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones externas e internas y se han traducido en beneficios concretos para los agentes económicos que, hoy, disponen de mayores opciones para obtener financiamiento, cubrir sus riesgos o invertir sus recursos de manera segura y rentable.

Si bien la estabilidad macroeconómica ya ha contribuido significativamente al desarrollo del sistema financiero, conforme ésta se consolide será posible arraigar condiciones fundamentales para el desarrollo de los mercados financieros y para la inversión y la producción, como son tasas de interés más bajas, horizontes de planeación más amplios y plazos más largos para todo tipo de contratos.

Igualmente, es indispensable evaluar y actualizar constantemente el marco regulatorio de los mercados financieros, a fin de ofrecer cada vez mayor seguridad y mejores opciones a los agentes económicos, así como para responder con agilidad a los cambios tecnológicos o a los nuevos productos.

Por supuesto, la estabilidad económica y un marco normativo apropiado en materia financiera son aspectos esenciales, aunque no son los únicos que se requieren para el pleno desarrollo de los mercados financieros. Conforme se logren consensos para impulsar otras reformas imprescindibles al marco institucional de la economía, será posible contar con un mejor entorno para el desarrollo de los mercados financieros y generar un círculo virtuoso que permita aprovechar el potencial de crecimiento económico del país.

El Banco de Canadá como prestamista de última instancia*

*Fred Daniel
Walter Engert
Dinah Maclean*

I. Introducción

El papel de Prestamista de Última Instancia (PUI) es común en los bancos centrales de todo el mundo; no obstante, los bancos centrales operan conforme a diversos marcos al llevar a cabo sus actividades de PUI. Estas diferencias reflejan distintos factores específicos según el país, tales como experiencia histórica, objetivos de política pública, la estructura del sistema financiero interno y el sistema de pagos, así como el marco supervisor prudencial, las leyes que gobiernan el banco central y las diversas instituciones financieras internas.

En Canadá, el Banco de Canadá es el proveedor en último término de liquidez en dólares canadienses al sistema financiero. La capacidad de realizar esta función se deriva de la Ley del Banco de Canadá, que otorga al Banco la capacidad única de crear créditos en dólares canadienses en el banco central y la facultad de efectuar préstamos garantizados o adelantos a bancos titulados y otros miembros de la Asociación Canadiense de Pagos.

El Banco de Canadá desempeña distintos papeles como prestamista de última instancia.

- En las operaciones que lleva a cabo día a día, el Banco suministra créditos a un día sobre una base rutinaria, por medio del Servicio Permanente de Provisión de Liquidez (SPPL) a participantes directos en el Sistema de Transferencias

de Alto Valor (STAV). Esta provisión de liquidez virtualmente automática ofrece a todos los participantes en el sistema la seguridad de que podrán cubrir déficit temporales en las cuentas para liquidación que pueden originarse en la diaria liquidación de pagos. Las disposiciones SPPL del Banco contribuyen a la operación segura y eficiente del STAV, que es el sistema de pagos sistémicamente importante de Canadá.

- El Banco puede proporcionar Asistencia de Préstamos de Emergencia (APE) a las instituciones tomadoras de depósitos que se juzgan solventes y que requieren crédito más sustancial y prolongado. La APE está destinada a superar un tipo particular de falla de mercado, asociado con las instituciones de depósito que tienen una significativa proporción de sus obligaciones o pasivos como depósitos (promesas de pago de valor fijo, redimible a plazo muy corto) y tenencias de activos que son generalmente ilíquidos (p. ej., préstamos comerciales). Las instituciones de depósito pueden ser vulnerables a la redención de depósitos en gran escala y en forma repentina, que pueden conducir a la insolvencia, ya que los activos ilíquidos de una institución de depósito pueden venderse rápidamente sólo si se hacen sustanciales descuentos. El propósito de la APE del Banco es impedir la quiebra de una institución de depósito con iliquidez, pero solvente.

Si bien los servicios bancarios SPPL y APE son las funciones tradicionales de PUI, el Banco puede también suministrar liquidez en la siguiente circunstancia:

- Cuando surge el caso bastante raro en que el Gobernador del Banco de Canadá opina que

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, del original en inglés aparecido en *Bank of Canada Review*, invierno de 2004-2005, pp. 3-16. F. Daniel, W. Engert y D. Maclean trabajan en el Departamento de Análisis Monetario y Financiero del Banco de Canadá. Importantes contribuciones a este artículo fueron hechas por Jason Andreou, Clyde Goodlet, David Longworth, Carol-Ann Northcott, Sean O'Connor, Robert Turnbull.

existe una severa y singular tensión en un mercado financiero o en el sistema financiero, la Ley del Banco de Canadá le permite convertirse en suministrador de liquidez, mediante la adquisición de una amplia variedad de títulos emitidos por entidades canadienses o extranjeras, incluidas firmas no financieras. El Banco emprendería tales transacciones con el propósito de promover la estabilidad del sistema financiero canadiense.¹

El Banco de Canadá ha completado recientemente una revisión comprehensiva de las actividades de PUI. Varios acontecimientos en los últimos años motivaron esta revisión, entre ellos, la expansión en 2002 de los tipos de instituciones elegibles para convertirse en miembros de la Asociación Canadiense de Pagos, y así, poder participar directamente en el sistema de pagos; además, nuevos vínculos internacionales, en particular, la entrada en Canadá de sucursales bancarias extranjeras en 1999; una mayor sensibilidad ante la necesidad potencial de instituciones canadienses de liquidez en moneda extranjera (esta preocupación fue particularmente evidente en el periodo que condujo al año 2000); cambios en el marco de supervisión de instituciones financieras reguladas federalmente; y, más generalmente, la opinión de que se trataba del momento oportuno para examinar el régimen de PUI del Banco en el contexto del papel del Banco de promover la estabilidad financiera.

En este artículo, se discute el marco de política que guía la función de PUI del Banco de Canadá, así como las cuestiones clave que están asociadas con las actividades del SPPL y la APE.² Las mismas incluyen los términos y condiciones de ambos mecanismos, los criterios de acceso y elegibilidad, y el manejo bancario de los préstamos de APE. A esto sigue un comentario sobre los préstamos APE en moneda extranjera. Se consideran también las relaciones entre el SPPL y la APE, y se discuten los riesgos sistémicos, así como la intervención del Banco de Canadá. Finalmente, como conclusión se examina la provisión potencial de liquidez a los principales sistemas de compensación y liquidación.

¹ El Banco de Canadá considera que las actividades de PUI se limitan a las discutidas en el cuerpo de este artículo. Sin embargo, existen otras formas por medio de las cuales el Banco puede suministrar liquidez, tales como bajar su meta para la tasa de interés del día, que es el instrumento utilizado para implementar la política monetaria.

² Las políticas específicas de PUI del Banco han sido puestas en la red en <http://www.bankofcanada.ca/en/paymentsllr.html>

II. El Servicio Permanente de Provisión de Liquidez del Banco de Canadá (SPPL)

El Banco de Canadá presta servicios a ciertos sistemas de pago, compensación y liquidación, así como a sus participantes.³ Como parte de sus actividades en calidad de prestamista de última instancia, el Banco suministra liquidez por medio de su SPPL a los participantes directos en STAV, que cuenta con un sistema electrónico de transferencia de fondos en tiempo real, que procesa grandes valores y pagos sensibles al tiempo, que opera a lo largo del día. El STAV es un sistema de pagos de importancia sistémica, es decir, un sistema que por el tamaño o la naturaleza de los pagos que procesa, puede desencadenar o transmitir serios choques a través de los sistemas financieros internos o mercados.⁴ El STAV es propiedad y es operado por la Asociación Canadiense de Pagos. Conforme a las disposiciones de SPPL, el banco proporciona préstamos día a día garantizados, para dirigir al STAV a los participantes que experimentan déficit temporales en sus saldos de liquidación. Estos préstamos de rutina ofrecen a los participantes una fuente de liquidez confiable, en caso de que necesiten financiar sus obligaciones de pago de fin de día. En ausencia del SPPL del Banco no se ve claro cómo disposiciones alternativas podrían ser una fuente confiable de liquidez en todas las circunstancias. Y, en aquellos casos en que las disposiciones alternativas pudiesen funcionar, resultarían más caras y precisarían, por ejemplo, que los participantes conservaran saldos precautorios más grandes en el banco central. Así, el SPPL del Banco contribuye a un sistema de pagos que resulta seguro y eficiente. A su vez, el STAV se usa por otros sectores del sistema financiero canadiense y la economía en general, a fin de realizar de manera segura y eficiente pagos de gran valor o sensibles al tiempo.

Otro sistema de pago canadiense es el Sistema Automatizado de Compensación y Liquidación (SACL). El SACL asimismo es propiedad y está operado por la Asociación Canadiense de Pagos, y se

³ Para la descripción de los dos sistemas de pagos de Canadá (el Sistema de Transferencias de Alto Valor y el Sistema Automático de Liquidación Compensada) véanse Dingle (1998) y Northcott (2002).

⁴ La Ley de Compensación y Liquidación de Pagos se refiere al riesgo sistémico como un efecto de fichas de dominó en el que la incapacidad de una institución financiera de cumplir con sus obligaciones de pago a tiempo en un sistema de compensación y liquidación, da por resultado la incapacidad también por parte de otras instituciones financieras de satisfacer sus obligaciones en ese o en otro sistema de compensación y liquidación, lo que da por resultado la quiebra de esa o de otras cámaras de compensación.

usa para pagos no manejados por el STAV, tales como cheques en papel, pagos automatizados de facturas y transacciones de tarjetas de débito. Con la introducción de la liquidación del día siguiente en el SACL, en noviembre de 2003, el SPPL del Banco ya no es necesario para la operación normal del SACL. Conforme al nuevo sistema, los encargados directos de la compensación en el SACL conocen las cantidades de sus posiciones de liquidación SACL en la mañana, tras la entrada de las partidas en el proceso de compensación. Esos participantes con saldos de compensación negativos, realizan un pago STAV a su subcuenta SACL en el Banco de Canadá; previamente, esos participantes hubieran tenido que recurrir a un préstamo sobregirado en el SACL, por parte del Banco.⁵

1) Términos y condiciones del SPPL

Los términos y condiciones asociados con el SPPL del Banco se hallan establecidos en las "Regulaciones del Banco de Canadá que Gobiernan los Anticipos a Instituciones Financieras".⁶ Los términos y condiciones para obtener préstamos de conformidad con SPPL han sido establecidos con objeto de alentar a los participantes en STAV a usar el mercado interbancario para financiar las obligaciones de pago día a día. La tasa de interés que carga el banco para los préstamos día a día (conocida como Tasa del Banco) ha sido establecida 25 puntos de base por arriba de la meta del Banco para la tasa día a día, que es la tasa de interés promedio que el Banco quiere que prevalezca en el mercado para los préstamos día a día, entre las instituciones financieras.⁷ Con ello se estimula la participación directa en la STAV para reducir cualquier déficit neto en las posiciones de pago, mediante la realización de transacciones interbancarias en el "periodo de preliquidación", que se lleva a cabo al final del día STAV; en efecto, existe un incentivo de costo, a fin de que los participantes obtengan la liquidez que necesitan del mercado, más bien que del banco central. En la práctica, los anticipos de fin de día otorgados por el Banco a

⁵ El SPPL sigue disponible para los encargados directos de la compensación en el SACL, pero sólo tendría que ser requerido en caso de que el sistema STAV no estuviera disponible o si el participante no pudiera conectarse al sistema. Para mayor información sobre la introducción de la liquidación del día siguiente en SACL, véase Tuer (2003).

⁶ El documento está disponible en el sitio de la red del Banco, <http://www.bankofcanada.ca/en/payments/rules.htm#rules>

⁷ La meta para la tasa día a día, que constituye el centro de la banda operativa del Banco para esa tasa, es el principal instrumento usado por el Banco para implementar la política monetaria. Para mayor información, véase Howard (1998).

los participantes en STAV tienden a ser relativamente pequeños.⁸

Todos los préstamos suministrados por el Banco según el sistema SPPL se efectúan sobre una base garantizada. La garantía elegible para garantizar el crédito SPPL es igual que la elegible para el crédito intradiario STAV. Estos títulos se valúan a valor de mercado, menos un margen apropiado o "recorte" (*haircut*), para proteger al Banco del riesgo de mercado. Este es el riesgo de que la garantía decline en valor de mercado y resulte en insuficientes beneficios para cubrir la cantidad prestada, en el sumamente improbable caso de que el prestatario caiga en incumplimiento. El marco que el Banco usa para determinar el margen apropiado, está enfocado a amplias categorías o clases de emisores. Estas categorías son títulos emitidos por el gobierno de Canadá, títulos garantizados por el gobierno federal, bonos provinciales, bonos provinciales garantizados, y obligaciones de la deuda del sector privado (segregados aún más por la calificación crediticia). Los márgenes son mayores para las categorías de menor capacidad crediticia y con vencimientos más prolongados.⁹

2) Acceso a las cuentas de liquidación del Banco de Canadá, así como al SPPL

El reglamento de la Asociación Canadiense de Pagos requiere que los participantes directos en el STAV y el SACL sean miembros de esa asociación y mantengan cuentas de liquidación en el Banco de Canadá. Previamente a la entrada en vigor de la Ley de Pagos Canadiense en 2001,¹⁰ eran miembros de la Asociación Canadiense de Pagos todos los bancos que operaban en Canadá, las compañías fiduciarias y de préstamo, las centrales de crédito sindicales y las federaciones de cajas populares, así como otras instituciones de depósito. Al mismo tiempo, constituía una práctica del Banco de Canadá proporcionar cuentas de liquidación y, simultáneamente, acceso a los servicios SPPL a toda institución financiera tomadora de depósitos que satisficiera los criterios de la propia asociación para la participación directa en el STAV y el

⁸ En 2004, el Banco proporcionó 72 anticipos día a día STAV con un valor promedio de 30 millones de dólares canadienses cada uno. Cuarenta y siete de estos anticipos fueron inferiores a 10 millones de dólares canadienses.

⁹ Actualmente, los márgenes fluctúan de 1 a 15%. La lista de garantías elegibles y los márgenes aplicables se establecen en "Títulos elegibles como Garantía según el Servicio Permanente de Liquidez del Banco de Canadá", que está disponible en el sitio de la red en <http://www.bankofcanada.ca/en/payments/rules.htm#collateral>

¹⁰ La Ley de Pagos Canadiense reemplazó la Ley de la Asociación Canadiense de Pagos.

RECUADRO 1: EL COMITÉ DE SUPERVISIÓN DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

El Comité de Supervisión de Instituciones Financieras fue establecido en 1987 en cumplimiento Ley de la Superintendencia de Instituciones Financieras. Entre sus miembros figuran el Superintendente de Instituciones Financieras (que actúa como presidente), el Viceministro del Ministro de Finanzas, el Gobernador del Banco de Canadá, el presidente de la Corporación de Seguro de Depósito de Canadá, y (desde el 2001), el Comisionado de la Agencia Financiera del Consumidor de Canadá. El Comité de Supervisión de Instituciones Financieras se reúne regularmente para discutir cuestiones relacionadas con la supervisión de las instituciones financieras. Es, asimismo, un foro de consulta e intercambio de información sobre cuestiones de supervisión que tienen implicaciones para la solvencia, los préstamos de última instancia, y el riesgo de finiquito del seguro de depósito. El Comité de Supervisión de Instituciones Financieras tiene el propósito de dar al Superintendente, responsable del criterio que se imponga sobre la viabilidad y solvencia de las instituciones financieras federales, el pleno beneficio de las opiniones del asegurador de depósito y del prestamista de última instancia al adoptar las decisiones de supervisión.

El Comité de Supervisión de Instituciones Financieras también sirve como foro para coordinar las estrategias de sus agencias miembros, cuando se ocupan de instituciones en problemas. De acuerdo con sus términos de referencia, sus funciones incluyen:

- intercambiar información con respecto a la solidez de las instituciones financieras y la identificación de situaciones que constituyen problemas potenciales, así como para asistir a las agencias representadas, para que desarrollen e implementen estrategias que puedan encarar esas situaciones;
- evaluar el impacto de desarrollos inesperados en mercados financieros y sus efectos sobre las condiciones de las instituciones financieras; y
- discutir estrategias para tratar con instituciones financieras que atraviesan por serias dificultades, evaluar la adecuación de los planes de acción destinados a resolver sus problemas, e intercambiar información relevante sobre los progresos o ausencia de los mismos en el manejo de la situación.

SACL.¹¹ Subsecuentemente, la Ley de Pagos Canadiense amplió los tipos de instituciones financieras elegibles para unirse a la Asociación Canadiense de Pagos a compañías de seguros de vida, corretores de títulos, y fondos mutuos de mercado monetario. Contando desde entonces con más tipos diversos de instituciones elegibles para ser miembros de la asociación, el Banco ha reexaminado las condiciones para suministrar acceso a cuentas de liquidación y servicios del SPPL a otras instituciones. (A la fecha, ninguna otra firma de ningún tipo de institución que sea actualmente elegible para ser miembro de la asociación lo ha solicitado y, en consecuencia, tampoco ha gestionado formar parte como participante directo en el STAV y el SACL.)

Las diversas clases de instituciones financieras elegibles para ser miembros de la Asociación Canadiense de Pagos, y en consecuencia capaces de contar con cuenta de liquidación en el Banco, se hallan sujetas a diferentes leyes de quiebra y regímenes reguladores. En consecuencia, para algunas clases de instituciones, el Banco probablemente no podría recuperar fondos de una porción no garantizada de un préstamo, en caso de incumplimiento. Para reducir este riesgo, el Banco por consiguiente usará “recortes” en las garantías, que pueden variar para diferentes clases de institucio-

nes prestatarias, o bien establecer diferentes restricciones para aplicarlas a las cantidades de títulos corporativos que pueden ser pignorados por distintas clases de instituciones.

El Banco decide sobre la base caso por caso si debe suministrar a una institución en particular acceso a una cuenta de liquidación, así como a los servicios del SPPL. En general se otorgará acceso a una institución miembro de la Asociación Canadiense de Pagos, a condición de que dicha institución:

- participe directamente en el STAV o en el SACL;
- en el caso de compensadores directos de SACL, liquiden todas las posiciones netas SACL con pagos STAV, acreditados a sus cuentas de liquidación SACL en el Banco de Canadá;
- provea al Banco con títulos válidos y de cumplimiento efectivo y prioritario como garantía de un tipo que es aceptable para el Banco;
- suministre documentación legal aceptable para apoyar el interés de los títulos en la garantía prendaria; y
- acepte los términos de garantía y las condiciones establecidas por el Banco, que toman en cuenta diversas exposiciones al riesgo de crédito a través de diferentes tipos de instituciones.

En el caso de una sucursal bancaria extranjera, el Banco asimismo buscaría opiniones legales favo-

¹¹ Además de la obligación de ser miembro de la Asociación Canadiense de Pagos y de mantener una cuenta de liquidación en el Banco de Canadá, otros criterios para que una institución financiera que lo deseara se convirtiera en participante directo en STAV incluían tener acceso a la Sociedad para la Telecomunicación Interbancaria (SWIFT) en Canadá, y contar con la capacidad técnica para sus operaciones STAV.

rables con respecto a la aplicabilidad de las leyes del país de la sucursal a la capacidad del Banco de establecer un interés válido sobre los títulos ofrecidos como garantía prendaria.

Al recibo de una solicitud de servicio de liquidación, el Banco notificaría a la institución reguladora que una institución desea abrir una cuenta de liquidación. Para una institución financiera federalmente regulada, es de esperar que dicha notificación fuera atendida sin dificultad por medio del Comité de Supervisión de Instituciones Financieras. (Véase el Recuadro 1.)

III. La Asistencia de Préstamos de Emergencia del Banco de Canadá (APE)

1) Propósito y objetivos de la APE

La doctrina clásica de prestamista de última instancia fue desarrollada durante el siglo diecinueve. El concepto original de PUI concierne a las acciones tomadas, a menudo por el banco central, en periodo de tensiones financieras, a fin de preservar la liquidez del sistema financiero. La aplicación más común de la teoría del PUI implica repentinos e inesperados retiros de fondos por un gran número de depositantes (es decir, una corrida o pánico) de un banco individual o, más generalmente, de una institución tomadora de depósitos. Actualmente, las medidas adoptadas por el banco central para hacer frente a tales circunstancias están asociadas con el papel de la APE. La razón que motiva al banco central a suministrar a la APE en tales situaciones se basa en la idea de que una institución de depósito, a causa de la naturaleza de sus actividades, es vulnerable a repentinas pérdidas de confianza por parte de los depositantes. Una institución de depósito usa depósitos líquidos de valor fijo (obligaciones) para financiar préstamos ilíquidos a más largo plazo (activos). La liquidez y desajuste de vencimiento entre los activos y obligaciones en su hoja de balance, es una significativa fuente del valioso papel desempeñado por las instituciones de depósito. Al dedicarse a esta actividad, una institución de depósito depende de que los depositantes, en el agregado, no retiren más que una fracción de sus fondos en un momento dado. Sin embargo, una institución que pierde la confianza del mercado, puede que tenga que encarar un pánico, y resulte incapaz de obtener fondos de reemplazo a las tasas de interés usuales o muy cercanas a ellas, aunque la institución sea solvente. Esto puede conducir a la insolvencia de la institución, ya que los activos ilíquidos de una institución de depósito no pueden

ser vendidos rápidamente, a menos de que se efectúen sustanciales descuentos. Es esta quiebra de mercado (un repentino retiro de liquidez en gran escala de una institución de depósito solvente), la que es objeto de la ayuda de la APE por parte del banco central.

El mercado interbancario, en tales situaciones, puede no siempre funcionar eficientemente, porque los participantes interbancarios tal vez no tengan acceso a información completa, con la posibilidad de que surjan dudas acerca de la solvencia de una institución que en realidad es sólida. Adicionalmente, en tiempos de tensión, el mercado interbancario puede volverse más cauteloso. Los prestamistas pueden mostrarse renuentes a aceptar riesgos que normalmente asumirían, ya que una información incompleta los deja en la incertidumbre acerca de la naturaleza de los riesgos que implican los préstamos interbancarios. Otra situación que puede llevar a un ineficiente funcionamiento del mercado interbancario, ocurre cuando las instituciones prestamistas comienzan a preocuparse de que sus propias fuentes de liquidez tal vez sean ahora menos dignas de confianza. En estas circunstancias, los bancos pueden reducir el volumen de fondos que prestan en el mercado interbancario, con lo que crean una situación en que las expectativas pueden cumplirse.

Ciertas clases de instituciones financieras que no son instituciones de depósito, emiten valores semejantes a instrumentos de depósito y otros. Como cuestión de interés práctico, el desafío consiste en juzgar en qué punto estos instrumentos son una fuente de financiamiento suficientemente importante, y los activos suficientemente ilíquidos, ya que esa clase de instituciones serían consideradas vulnerables al tipo de quiebra de mercado descrita más arriba. Más generalmente, por cierto número de razones, es también cada vez más improbable, que las instituciones de depósito experimenten esta clase de quiebra de mercado. (El Banco ha usado muy raramente la APE, pues no ha suministrado a la APE a ninguna institución desde mediados de los años ochenta; véase Recuadro 2.) Por ejemplo, los activos de instituciones de depósito se vuelven más líquidos con el incremento de oportunidades para bursatilizar o vender préstamos en mercados secundarios. Los cambios en el entorno regulador a nivel federal, también han reducido la probabilidad de que se produzca un pánico. Estos cambios comprenden el establecimiento de un mandato claro para la Superintendencia de Instituciones Financieras, que va enfocado a proteger los intereses de los depositantes y otros acreedores, y a otorgar a esa oficina y a la Corporación de Seguros de Depósito la autoridad y la obligación de

actuar prontamente con respecto a las instituciones en problemas.

2) *Términos y condiciones de la APE*

Los términos y condiciones que acompañan a la APE cumplen una función doble: proporcionan al Banco protección contra los riesgos crediticios y legales en situaciones en que tales riesgos pueden ser mayores de lo normal; y promueven la opinión de que el Banco es el prestamista de última instancia, más bien que el prestamista de instancia preferida, con lo cual se hace frente a las preocupaciones que plantea el riesgo moral. (Véase Recuadro 3 para una discusión sobre el riesgo moral.) En otras palabras, las instituciones no deben recurrir a la APE por necesidades de administración de liquidez rutinarias. Aunque los términos específicos y las condiciones adjuntas a la APE se expresan en el acuerdo de préstamo individual establecido entre el Banco y la institución prestataria, lo que sigue describe las consideraciones generales que se aplican al caso.

Términos de vencimiento. Conforme a la Ley del Banco de Canadá, el Banco tiene permiso para otorgar préstamos con un plazo de vencimiento que no exceda de seis meses. El mismo puede ser renovado para nuevos periodos, que no deberán exceder de seis meses cada uno de ellos. En la práctica, sería de esperar que un acuerdo de prés-

tamo la APE entre el Banco y la institución prestataria tomaría en consideración un servicio renovable de un día, en el curso del cual quedaría a discreción del Banco declinar la concesión de nuevos préstamos a un día.

Tasa de interés: Bajo la Ley del Banco de Canadá, la tasa de interés mínima que el Banco puede cargar sobre la APE es la Tasa Bancaria. Aunque el Banco puede a discreción cargar más elevada tasa de interés si lo estima conveniente, en su limitada experiencia con las situaciones que reclaman la APE, el Banco no ha cargado más que la Tasa Bancaria.

Garantía: Según sus estatutos, el Banco está en la obligación de prestar únicamente sobre una base garantizada. El Banco está dispuesto en el caso de la APE a tomar una más variada serie de garantías que las que acepta a cambio de crédito según SPPL. En la práctica, sería de esperar que la institución prestataria utilizaría sus tenencias de títulos comerciables, a fin de obtener liquidez del sector privado, antes de abordar al Banco en busca de la APE. Si lo considera apropiado, el Banco podría suministrar préstamos de la APE a cambio de recibir en prenda o hipoteca activos que no están sujetos a una valoración tan precisa como los títulos de fácil disponibilidad comercial. Por ejemplo, el Banco puede suministrar préstamos contra títulos de la cartera de préstamos no hipotecarios en dólares canadienses de la institución, que pueden consti-

RECUADRO 2: ALGUNOS EPISODIOS DEL BANCO DE CANADÁ RELATIVOS A LA APE

Históricamente, muy pocos bancos titularizados en Canadá han experimentado crisis de liquidez. El primer caso en tiempos recientes de un banco que recibió apoyo de liquidez por parte del banco central, ocurrió en 1977, cuando el Banco de Canadá adelantó fondos al Unity Bank of Canada, un banco titularizado relativamente pequeño. El Unity Bank había experimentado problemas de préstamos, e importantes acreedores retiraron sus fondos al advertir que el banco estaba en problemas financieros. El Banco de Canadá le proporcionó a la APE durante un periodo de tres meses y, por la misma época, el Unity Bank se fusionó con el Provincial Bank of Canada. (En 1979, el Provincial Bank se fusionó con el Bank Canadian National, para convertirse en el National Bank of Canada.)

Otro episodio que implicó una más prolongada ayuda a la APE por parte del Banco de Canadá ocurrió en 1985 e involucró al Canadian Commercial Bank y al Northland Bank, dos pequeños bancos regionales, cuya condición financiera se había venido deteriorando.¹ El Banco suministro ayuda APE durante aproximadamente seis meses, hasta septiembre de 1985, cuando el Inspector General de Bancos (el supervisor bancario en ese entonces) manifestó que en su opinión los bancos no podían ya seguir siendo considerados operaciones viables, y el Departamento de Finanzas anunció que tanto el Canadian Commercial Bank como el Northland Bank tenían que ser liquidados. La cantidad de préstamos del Banco alcanzó un máximo de 1300 millones de dólares canadienses al Canadian Commercial Bank y más de 500 millones de dólares canadienses al Northland Bank. A raíz de las quiebras del Canadian Commercial Bank y Northland Bank sobrevino una pérdida de confianza en algunos otros pequeños bancos, en particular del Bank of British Columbia, el Continental Bank of Canada y el Mercantile Bank of Canada. El Banco de Canadá actuó como prestamista de última instancia y proporcionó APE de más de 5000 millones de dólares canadienses a esas instituciones. El apoyo de liquidez por parte del banco central hizo que se ganara tiempo para el examen de diversas soluciones de mercado y arreglos alternativos, con el resultado de que el Mercantile Bank se fusionó con el National Bank of Canada, el Hong Kong Bank of Canada compró la mayoría de los activos y asumió el grueso de las obligaciones del Bank de British Columbia, mientras que el Lloyd's Bank of Canada adquirió una sustancial porción de los activos y asumió la mayor parte de las obligaciones del Continental Bank.

¹ La intervención del Banco de Canadá en el caso del Canadian Commercial Bank se inició en enero de 1983, cuando se llegó a un acuerdo de sobre garantías entre ambos, para la posible provisión de apoyo de liquidez. En este caso, el Canadian Commercial Bank no tomó préstamo del Banco según los términos del acuerdo, que se terminó en octubre de 1983.

RECUADRO 3: RIESGO MORAL

El riesgo moral con respecto al PUI se presenta cuando un acto o política pública reduce la disciplina de mercado y ofrece incentivos a una institución de depósito para asumir excesivos riesgos. En el caso de la provisión de fondos de la APE, el riesgo moral tiene su origen en que tales políticas pueden alentar a instituciones que potencialmente tienen acceso a tales anticipos por parte del banco central, a ser menos prudente en el manejo de sus posiciones de liquidez. La disciplina de mercado disminuye, ya que los acreedores no garantizados pueden esperar también que el banco central provea a esas instituciones de suficiente liquidez para pagar sus obligaciones a medida que llegan a su vencimiento. Como los acreedores sin garantía se confían en que podrán retirar sus fondos de esas instituciones sin incurrir en pérdidas, no procederán a monitorear esas instituciones tan de cerca como sería el caso de otro modo.

El riesgo moral puede controlarse mediante la promoción de la disciplina de mercado, a través de la creación de incentivos apropiados para instituciones e inversores, y también con el establecimiento de un sólido marco de supervisión prudencial, acompañado de previsiones en el manejo de riesgo de liquidez. Asimismo, los formuladores de política tienen que mostrarse cuidadosos para no ampliar el alcance de sus acciones más allá de lo necesario para lograr claros objetivos de política pública. Los términos y condiciones asociadas con la APE del Banco de Canadá tienen el propósito de reforzar el hecho de que el Banco es el prestamista de última instancia, más bien que el prestamista de instancia preferida. Al mismo tiempo, hay instituciones con un incentivo para evitar el uso de la APE, ya que quedarían sujetas a una mayor atención de supervisión y aun podrían darse efectos negativos para su reputación como resultado de su solicitud de préstamos.

Una preocupación particular se debe a que una institución insolvente pudiese tratar de obtener la APE, a fin de ganar tiempo mientras elabora una estrategia de alto riesgo (“una apuesta para la resurrección”). En consecuencia, es política del Banco no proporcionar la APE más que a las instituciones que considera solventes. El Banco se apoya principalmente en la Superintendencia de Instituciones Financieras para obtener un criterio de solvencia.

La estructura reguladora y supervisora que administra la Superintendencia de Instituciones Financieras es importante para el control de el riesgo moral. El proceso supervisor se centra en disponer que las instituciones financieras implementen políticas y procedimientos que manejen prudentemente los riesgos. Además, el mandato de la Superintendencia de Instituciones Financieras hace hincapié en la importancia en los negocios de las instituciones en problemas. A este respecto, la Superintendencia de Instituciones Financieras y la Corporación de Seguros de Depósito han elaborado una “Guía de intervención para las instituciones financieras federales.”¹ La guía proporciona un marco para responder eficazmente a circunstancias que podrían amenazar la solvencia de las instituciones financieras. Con un proceso formal de temprana intervención y pronta resolución, son mayores las probabilidades de evitar costosas quiebras, al desalentar a las instituciones de asumir riesgos excesivos y hacer frente con rapidez a instituciones financieras en problemas.

¹ La guía se halla disponible en el sitio de la red de la Superintendencia de Instituciones Financieras <<http://www.osfibsif.gc.ca/eng/documents/practices/pages/index.asp?id=1995>>, y en Corporación de Seguros de Depósito <<http://www.cdic.ca/?id=26>>

tuir una porción significativa de los activos de la institución.¹² Como la composición de una cartera de préstamos cambia con el tiempo y la valoración de los préstamos individuales está sujeta a fluctuaciones, el Banco muy probablemente tomará como valor una proporción flotante contra la cartera de préstamos de la institución. Inicialmente la provisión de préstamos la APE tendría que constituir probablemente sólo una pequeña fracción del valor estimado de la cartera de préstamos de la institución, pero podría elevarse con el tiempo, sujeta a un límite máximo que establecería el Banco, el cual dependería de la naturaleza de la cartera.

3) Criterio de elegibilidad para la APE

La APE del Banco y el SPPL tienen diferentes ob-

¹² Conforme a la ley, las hipotecas son consideradas como una escritura de traspaso de “propiedad real” que el Banco no puede tomar como garantía. En los casos en que los activos primarios disponibles por parte de una institución para asegurarse el préstamo del Banco sean hipotecas, el interés de los títulos tendrá que ser estructurado como una asignación de los valores hipotecados únicamente, y no como una asignación de las propias hipotecas.

jetivos, de lo que se sigue que según las instituciones financieras, por ser de tipo diferente, serían elegibles para uno u otro de esos regímenes. Además, los riesgos que encara el Banco son mayores con la APE que con el SPPL. En el caso del SPPL, el acceso forma parte rutinaria de las operaciones de una institución en el sistema de pagos; no existe presunción de la existencia de un problema permanente de liquidez o riesgo de solvencia; y los préstamos están garantizados por activos líquidos de elevada calidad. En contraste, las situaciones en que actúa la APE son complejas; típicamente se caracterizan por continuos problemas de liquidez; las preocupaciones de solvencia se ponen en evidencia por la incapacidad de las instituciones financieras de obtener los necesarios fondos recurriendo al sector privado; y la garantía usada en el caso de la APE es típicamente ilíquida y difícil de evaluar.

Como resultado del significativo riesgo inherente en las situaciones que se plantean con la APE, las siguientes consideraciones son importantes para el Banco:

- La APE trata quiebras de mercado particulares, ya descritas, que pueden ocurrir por las dife-

rencias de liquidez y vencimiento entre activos y pasivos u obligaciones que se registran en ciertos tipos de instituciones financieras en el normal curso de sus negocios. El Banco proporciona la APE únicamente a la clase de instituciones que son vulnerables a este tipo de quiebra de mercado.

- La disponibilidad de la APE no debe encontrar instituciones financieras que corran excesivos riesgos. Para minimizar las preocupaciones que suscita el riesgo moral y evitar perjudicar los intereses de acreedores no garantizados de instituciones, es política del Banco proporcionar la APE únicamente a las instituciones que se juzgan solventes. La APE no corrige (ni podría hacerlo) los problemas de capital de una institución insolvente: así como la APE permite a una institución pagar sus obligaciones a medida que se presenta su vencimiento, en cambio no crea nuevo capital para una institución insolvente, y por ello no remedia el valor neto negativo de una institución. Cualquier decisión de efectuar inyecciones de capital en una firma insolvente, sería de la incumbencia de inversionistas privados o, en circunstancia sumamente raras, de autoridades públicas. En consecuencia, como parte de las diligencias que corresponden al Banco, es importante para él formarse juicios oportunos y exactos sobre la solvencia de cualquier institución que recurra a la APE. El Banco confía primariamente en el supervisor prudencial de la institución, para que ofrezca juicios sobre su solvencia.
- Dado que el Banco se fia primeramente en supervisores prudenciales para formar su juicio en cuanto la solvencia y, de ser necesario, tomar medidas para remediar la situación, así como colaborar en estrategias operativas, contar con una estructura de supervisión resulta crítico para las decisiones y el manejo de la APE. Esa estructura incluiría un claro mandato de supervisión, una adecuada autoridad supervisora y un programa de temprana intervención en las instituciones con problemas. En ausencia de dicha estructura, de protocolos de información compartida, y de estrechas relaciones de trabajo entre el Banco y la agencia supervisora, sería difícil para el Banco obtener oportunos y exactos juicios en cuanto a la solvencia. Finalmente, una sólida estructura supervisora mitiga los incentivos para los supervisores de dilatar su intervención en los problemas de la institución; una abstención de ese tipo podría dirigir los riesgos hacia el Banco.

- La Ley del Banco de Canadá requiere del Banco que preste sobre una base garantizada, y el Banco se esfuerza por minimizar su exposición a una pérdida en caso de incumplimiento por parte de la institución financiera prestataria. De ahí que sea importante para el Banco tener interés en una garantía válida de primera prioridad, en cualquier garantía pignorada en apoyo de la APE.

4) Implicaciones respecto a la elegibilidad por parte de la APE

Las consideraciones que se han hecho más arriba tienen las siguientes implicaciones para la elegibilidad de varias clases de instituciones por parte de la APE:

- Bancos federalmente incorporados (incluidas subsidiarias de bancos extranjeros) y corporaciones de préstamos y fondos financieros federalmente incorporados serían elegibles para la APE.¹³ Estas firmas son susceptibles de quiebras de mercado relevantes, como aquellas a que se ha hecho referencia más arriba. El Banco puede confiar en que recibirá oportuna y exacta información, con respecto a la solvencia de estas instituciones por parte del supervisor federal. Y el régimen de supervisor federal suministra medios confiables para establecer medidas que remedien la situación e implementen estrategias de trabajo. La Corporación de Seguros de Depósito también puede actuar como proveedor de liquidez a sus instituciones miembros (tanto federales como provinciales), por medio de compras de activos, así como préstamos y anticipos (con o sin garantía).¹⁴
- Las compañías de seguros, fondos mutuos, y agentes de inversión, no son elegibles para la APE, dado que no reciben depósitos y sus tenencias de una buena parte de sus activos son ilíquidas, o recursos difíciles de valorar. No obs-

¹³ En el caso de compañías fiduciarias, la naturaleza "fiduciaria" de los activos que son tenencia de dicha firma, significa que la APE no puede suministrarse más que a través de un préstamo garantizado por activos de la compañía, o mediante compras directas de activos asociados a la previsión de venderlos de nuevo a la compañía fiduciaria a precios predeterminados.

¹⁴ La capacidad de la Corporación de Seguros de Depósito para proveer apoyo de liquidez está limitada por sus propios fondos y su solicitud de préstamos. La Corporación de Seguros de Depósito está autorizada para tomar préstamos del mercado de capitales o del Fondo de Rentas Consolidadas, con sujeción a la aprobación ministerial. El total de los préstamos solicitados no puede pasar de 6000 millones de dólares canadienses.

**RECUADRO 4: ALGUNAS DIFERENCIAS EN LAS ESTRUCTURAS QUE GOBIERNAN
LAS ACTIVIDADES DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA**

Como se menciona en la introducción de este artículo, los bancos centrales, por muy diversas razones, operan bajo diferentes estructuras para conducir sus funciones de prestamista de última instancia. Una diferencia concierne al contexto en que el banco central proporcionará la APE. Por ejemplo, el Banco de Canadá suministrará apoyo de liquidez a una institución si se la juzga solvente, satisface los criterios de elegibilidad para la ayuda de la APE, y cumple con los términos y condiciones que impone la APE (p. ej., proporciona suficiente garantía de un tipo aceptable). La razón fundamental para proveer APE en tales situaciones es evitar la quiebra de una institución de depósito con problemas de iliquidez, pero solvente. Algunos otros bancos centrales utilizan otros factores como condición de la APE, tales como la existencia de riesgo sistémico.¹

Otro aspecto del marco PUI que puede diferir entre los bancos centrales es el grado de transparencia y de responsabilidad contable que rodea a la APE. A este respecto, el Banco de Canadá ha escogido publicar las políticas de APE,² en tanto que otros bancos centrales eligen no publicar sus políticas, a fin de crear cierta incertidumbre acerca de si el banco central va a realizar una intervención de APE, y cuándo la emprenderá. Los bancos centrales también difieren sobre el uso de capital de riesgo en apoyo de una firma, y así el Banco de Canadá opina que las inyecciones de capital a una firma insolvente no es una cuestión en la que debe intervenir PUI.³

En último término, es responsabilidad de las autoridades escoger un marco o estructura que gobierne la función PUI de un banco central, a fin de lograr objetivos de política pública que sean claros.

¹ Por ejemplo, cuando actúa como prestamista de última instancia, el Banco Nacional Suizo puede proporcionar asistencia emergente de liquidez para uno o más bancos internos, sobre la base de las siguientes condiciones: el banco o grupo de bancos que requieren crédito deben tener importancia sistémica para la estabilidad del sistema financiero; el banco que requiere crédito debe ser solvente; y en todos los casos ofrecer suficientes garantías para cubrir la asistencia de liquidez. Un banco o grupo de bancos es de importancia sistémica si su incapacidad de pagar pudiera dañar el funcionamiento del sistema financiero suizo o parte grande del mismo, al grado de tener un impacto negativo en la economía. ("Véanse directrices del Banco Nacional Suizo (BNS) acerca de los instrumentos de política monetaria." Banco Nacional Suizo, 30 de abril de 2004, p. 9 disponible en el sitio de la red del Banco Nacional Suizo, en <http://129.36.233.49/d/download/geldpol.instr.e.pdf>.)

² El banco central de Suecia es un ejemplo de otro banco central que ha hecho públicas sus políticas con respecto a PUI. (Véase "el papel del Riksbank's como prestamista de última instancia." *Financial Stability Report 2/2003* Sveriges Riksbank.)

³ Varias cuestiones de este tipo se discuten "*Lender of Last Resort: A Review of the Literature*," por X. Freixas et al., *Financial Stability*, noviembre de 1999, Banco de Inglaterra.

tante, véase, en el apartado V, la sección sobre "Riesgo sistémico e intervención del Banco de Canadá."

- Generalmente los locales de asociaciones de crédito y las cajas populares no serían elegibles para la APE. En la mayoría de los casos, esas instituciones tienen acceso a centrales provinciales, como la Corporación de Fondos Garantizados de la Confederación Desjardins, o la Asociación de Crédito Central de Canadá para asistencia de liquidez. Asimismo, muy pocas asociaciones de crédito locales o cajas populares son miembros de la Asociación Canadiense de Pagos.
- En el caso de un suceso extraordinario y extenso que tuviera consecuencias significativas adversas para una asociación de crédito provincial o sistema de caja popular, el Banco tomaría en consideración y juzgaría apropiado proporcionar ayuda la APE por medio de la Asociación de Crédito Central de Canadá, una central provincial, la Caja Central Desjardins, o la Federación de Cajas Desjardins, siempre que esas entidades establecieran disposiciones satisfactorias para el Banco.¹⁵

¹⁵ Esa clase de préstamos podría requerir el establecimiento de mecanismos legales particulares, a fin de permitir al Banco

- Con respecto a las sucursales de bancos extranjeros, con una situación de la APE en perspectiva, sería difícil recibir información oportuna y exacta sobre la solvencia por parte de los supervisores extranjeros, y manejar acertadamente los conflictos de incentivos que enfrentarían los supervisores relevantes al interactuar con el Banco en tales casos. Pueden presentarse también complicaciones legales y riesgos respecto al establecimiento de un interés de garantía para el Banco en algunos de los activos de estas instituciones en una situación la APE. En consecuencia, las sucursales de bancos extranjeros normalmente no serían elegibles por parte de la APE. Esto no obstante, en circunstancias muy excepcionales, en que el banco central del país en cuestión se viera en la imposibilidad de prestar durante uno o dos días por razones operativas (p. ej., si fuera una fiesta oficial en el país del banco central en cuestión), el Banco de Ca-

tener intereses de garantía en los activos de una asociación de crédito o caja popular. (Véase, por ejemplo, la llamada de pie de página 13.) También podría requerir un proceso de rehipotecación de la garantía con la central provincial, la Asociación de Crédito Central de Canadá, o la Caja Central Desjardins. El establecimiento de estas disposiciones puede resultar complejo y costoso. El Banco está preparado para trabajar con instituciones relevantes a fin de establecer las bases legales de dichas disposiciones.

nada podría proporcionar un préstamo con carácter interino durante un breve periodo, típicamente contra garantía que sería elegible para obtener un crédito a través de SPPL.

- Los comentarios hechos más arriba establecen varias condiciones para recibir la APE, del Banco de Canadá. Otros bancos centrales, por diversas razones, operan según un marco diferente al conducir su función de prestamista de última instancia. Para una breve discusión de algunas de esas diferencias, véase el Recuadro 4.

5) El manejo de la APE

El manejo de la APE en relación con las instituciones financieras sujetas a regulación federal, se llevaría a cabo en estrecha colaboración con la Superintendencia de Instituciones Financieras y otros miembros el Comité de Supervisión de Instituciones Financieras. En los casos en que la APE es proporcionada a una institución, el Banco confirmaría de inmediato el préstamo con el Comité de Supervisión de Instituciones Financieras. El Comité de Supervisión de Instituciones Financieras serviría como foro primario para el intercambio de información y la coordinación de estrategias de las agencias miembros, con respecto a las instituciones ayudadas por la APE. Al proporcionar la APE, el Banco requeriría al Comité de Supervisión de Instituciones Financieras, o a un subcomité del Comité de Supervisión de Instituciones Financieras, que se reuniera al menos semanalmente para considerar la situación. Una institución que usara la APE recibiría el requerimiento de proporcionar un plan de negocios a la Superintendencia de Instituciones Financieras, que esbozara las medidas que se tomarían como remedio para rectificar los problemas de liquidez, y suministrara incrementada información (datos y otros reportes) sobre cómo evolucionaba su situación. Además, el Comité de Supervisión de Instituciones Financieras coordinaría la planificación contingente, incluidas posibles soluciones por parte del sector privado, así como la elaboración de disposiciones alternativas. En tanto que el reembolso de los préstamos del SPPL es cuestión de rutina, poner fin a la operación APE es probable que resulte más complicada. Si todo va bien, el manejo de la APE se enfocará en normalizar la posición de la institución en el mercado, o facilitar la fusión de la institución, de tal manera que la APE podría efectuar su retiro expeditivamente.

El banco ha establecido procedimientos internos para manejar la APE y promover la responsabilidad contable o rendición de cuentas en la toma de deci-

siones y buen gobierno. A continuación siguen las principales características de los procedimientos para el manejo de la APE por el Banco:

- El Comité del Sistema Financiero del Banco¹⁶ se reuniría inmediatamente y a continuación al menos semanalmente para revisar todo la APE en marcha, reconsiderar formalmente la solvencia de la institución prestataria y si resulta apropiado seguir proporcionando la APE, así como los límites de los préstamos a la institución.
- Se consideró necesario que el Banco pudiera contratar un agente como tercera parte, para realizar un examen de la condición financiera de la institución.
- Los acuerdos de préstamo de APE entre el Banco y la institución prestataria crearía un servicio renovable de un día, y quedaría a discreción del Banco renunciar a efectuar nuevos préstamos de un día. Esto permitiría al Banco cesar de inmediato la APE, si juzgaba que la institución prestataria era insolvente, o que la garantía disponible en apoyo de la APE corría un más alto riesgo de resultar inadecuada.
- El Banco cesaría la aplicación de la APE si juzgase que sería lo apropiado, sobre todo cuando la institución fuera considerada por el Banco como insolvente, sobre la base de la información recibida de la Superintendencia de Instituciones Financieras y posiblemente también de agentes que actuarían como tercera parte, o bien cuando la garantía fuera inadecuado para seguir apoyando a la APE.
- Si el Banco percibiese la insolvencia o la inminente insolvencia de la institución prestataria, se abstendría de tomar más garantía como seguridad contra anticipos pendientes, hechos cuando la institución era plenamente solvente. Al mismo tiempo, el Comité de Supervisión de Instituciones Financieras seguiría trabajando para implementar una ordenada renegociación.

6) APE en moneda extranjera

En el caso de algunas instituciones financieras canadienses, la liquidez en moneda extranjera es importante. Esto se ilustra por el hecho de que los

¹⁶ El Comité del Sistema Financiero el Banco comprende a los miembros del Consejo Gobernador del Banco, del Consejo General/Secretaría Corporativa, al Asesor de Política Reguladora, y al Jefe del Departamento de Comunicaciones.

activos y obligaciones denominados en moneda extranjera representan alrededor del 40%, respectivamente, de los activos y pasivos agregados de los bancos canadienses en su hoja de balance, con una gran proporción denominada en dólares de Estados Unidos. Esto refleja la importancia de las actividades comerciales de Canadá, y la presencia los bancos canadienses en la economía global. Los bancos canadienses han buscado a menudo oportunidades de crecimiento fuera del país, particularmente en Estados Unidos, y algunos bancos canadienses han adoptado estrategias de negocios enfocadas hacia Estados Unidos.

Para el Banco, dar apoyo de liquidez en moneda extranjera es considerablemente más difícil que proveer de dólares canadienses a la APE: mientras que el Banco puede crear liquidez en dólares canadienses, no puede hacer lo mismo en monedas extranjeras. Esto refuerza la importancia para las instituciones financieras canadienses de contar con una sólida estructura para el manejo de los riesgos de liquidez monetarios, y el establecimiento de confiables disposiciones de apoyo de liquidez en moneda extranjera al sector privado, que sea relevante para sus negocios. Tales acuerdos de liquidez deben proporcionar adecuada diversificación en las fuentes potenciales de financiamiento de liquidez en moneda extranjera, así como planes de contingencia. Además, en los casos en que sea posible, las instituciones financieras canadienses deberían disponer el acceso, a través de los bancos centrales extranjeros, a servicios de liquidez en las monedas que resulten importantes para sus negocios.

Si la institución califica para recibir la APE, el Banco podría prestar dólares canadienses sobre una base garantizada a la institución ilíquida que, a su vez, podría comprar la moneda extranjera que necesita en el mercado, con los dólares canadienses recibidos en préstamo.

IV. La relación entre el SPPL y la APE

El SPPL del Banco se usa para solucionar malas distribuciones temporales de liquidez entre participantes directos, en el sistema de pagos. En contraste, el servicio de APE del Banco va dirigido a problemas de liquidez fundamentales y potencialmente persistentes, en los casos en que se niega liquidez a una institución por los participantes en el mercado, típicamente como resultado de preocupaciones respecto a su solvencia. En la práctica, no siempre será del conocimiento inmediato del banco central si una institución que solicita préstamos del SPPL necesita la liquidez para sus actividades de pago, o si la institución está experimen-

tando problemas de liquidez de naturaleza más persistente. De hecho, por motivos de reputación, es de esperarse que una institución con problemas usaría inicialmente el SPPL sobre una base frecuente o repetida, más bien que solicitar la APE del banco central. En consecuencia, es importante para el Banco, así como para la autoridad supervisora, saber si la institución está usando el SPPL como sustituto de la APE, así como averiguar, por ejemplo, si se ha negado a la institución acceso a la liquidez del mercado por razones relacionadas con dudas acerca de su insolvencia.

El Banco se fiaría de varios signos que le indicarían si una institución está usando el SPPL como sustituto por la APE:

- La investigación de mercado por el Banco podría detectar que la institución está siendo forzada a pagar diferenciales de tasa de interés más elevados para allegarse fondos en el mercado monetario.
- Puede registrarse un gradual incremento en la cantidad de préstamos del SPPL de la institución, lo cual indicaría que dicha institución podría estar experimentando un flujo neto de depósitos, así como el retiro de fondos por parte de los acreedores. La cantidad tomada en préstamo bajo el SPPL por la institución podría también acrecentarse significativamente con relación al tamaño de su hoja de balance.
- También podría producirse una notable reducción en las líneas de crédito bilaterales otorgadas a la institución por el STAV. Esto puede indicar que los participantes en el mercado están reduciendo su exposición potencial en cuanto a la institución, a causa de las preocupaciones crediticias.
- La institución puede tener dificultades para proveer suficiente garantía que sea elegible por el SPPL del Banco. Si la institución se queda sin garantía elegible para el SPPL, se vería forzada a recurrir a la APE, que puede aceptar una serie de activos más amplia.

La Superintendencia de Instituciones Financieras es también una importante fuente de información, a fin de determinar si una institución está usando el SPPL como sustituto de la APE. En el curso del monitoreo y examen de la institución, la Superintendencia de Instituciones Financieras podría descubrir que la salud financiera de la institución se ha deteriorado y que el riesgo de dilata- dos problemas de liquidez se ha incrementado. La

Superintendencia de Instituciones Financieras tiene la responsabilidad de compartir este tipo de información con Comité de Supervisión de Instituciones Financieras.

En caso de que el Banco identifique una situación en la que una institución financiera este usando el SPPL en lugar del tipo de préstamos de APE, se podrían aplicar los siguientes procedimientos:

- Si la institución fuera considerada elegible para la APE, el Banco iniciaría procesos internos para el manejo de la actividad de APE, requeriría de la institución que firmara documentación legal adicional con la APE, y demandaría la conducción de acciones apropiadas por parte del Comité de Supervisión de Instituciones Financieras.
- En el caso de otros participantes del STAV, a los que no se considera elegibles para la APE, una vez identificado el uso de los préstamos tipo APE, el Banco indicaría a la institución financiera su negativa a otorgar préstamos adicionales con base en una garantía más amplia, y acto seguido se pondría en contacto con el regulador de la institución. El Banco negaría acceso a toda liquidez adicional, una vez que la institución hubiera agotado su garantía elegible por el SPPL.

V. Riesgo sistémico e intervención del Banco de Canadá

En 1997, se hizo una enmienda a la Ley del Banco de Canadá [parágrafo 18 (g.1)], en el cual se establecía que “si el Gobernador opina que existe una tensión severa y extraordinaria en un mercado o sistema financiero”, el Banco puede comprar una amplia variedad de títulos emitidos por entidades canadienses o extranjeras, incluidas firmas no financieras. La Ley del Banco de Canadá especifica que dichas transacciones se hacen “con el propósito de promover la estabilidad del sistema financiero canadiense.” En efecto, el Banco puede usar su autoridad, a fin de proporcionar liquidez a una extensa serie de instituciones financieras y no financieras, cuando el Gobernador del Banco estime que dichas transacciones están justificadas para salvaguardar la seguridad y solidez del sistema financiero de Canadá. Esto no incluye liquidez general adicional suministrada a través de las acciones de política monetaria del Banco o en tiempos de tensión en el sistema financiero (véase Recuadro 5).

A fin de promover la transparencia y rendición de cuentas si el Banco emprende esas transacciones, la Sección 19 de la Ley del Banco de Canadá

requiere del Banco la publicación de una noticia en la *Canada Gazette* en la que se declare que “el Gobernador se ha formado la opinión de que existe una severa y extraordinaria tensión en un mercado financiero o sistema financiero. La noticia debe publicarse tan pronto como el Gobernador considere que su publicación no contribuirá materialmente a la tensión a que se refiere la noticia.” Asimismo, se espera que el Banco revele plenamente y justifique estas transacciones en sus declaraciones públicas, incluido su *Annual Report*.

Cuando los problemas de una institución financiera no elegible para la APE (según la política mencionada más arriba), aunque miembro de la Asociación Canadiense de Pagos, puedan conducir, a juicio del Banco, a severa y extraordinaria tensión en un mercado financiero o sistema financiero, entonces el Banco puede escoger prestar liquidez, en lugar de realizar compras o emprender operaciones repo bajo el parágrafo 18 (g.1),

Los poderes otorgados al Banco bajo el parágrafo 18 (g.1) de la Ley del Banco de Canadá tienen por objeto su uso únicamente en circunstancias muy excepcionales. El Banco nunca ha realizado transacción alguna bajo esta provisión del Ley del Banco de Canadá.

VI. Sistemas de compensación y liquidación

En el caso de que un participante en el STAV caiga en incumplimiento, el Banco de Canadá podría verse obligado (conforme al reglamento del STAV) a prestar, conscientemente, a una institución insolvente, sobre la base de una garantía comprometida anteriormente.¹⁷ Más específicamente, el Banco estaría obligado a prestar a la institución en incumplimiento el día en que incumplió, contra garantía previamente comprometida, a fin de liquidar las obligaciones de ese miembro a otros participantes en el STAV, para así protegerse contra todo riesgo sistémico.

En el caso sumamente improbable de incumplimiento por parte de más de un participante en el STAV en el mismo día, durante las horas de operación del STAV, cuando la suma de las exposiciones de los participantes incumplidos excede el valor de toda la garantía comprometida en el sistema, el Banco de Canadá garantiza la liquidación del STAV.¹⁸ En este caso, el Banco podría verse obli-

¹⁷ A fin de asegurar los pagos de potenciales obligaciones, los participantes en el STAV comprometen por anticipado suficiente garantía como para cubrir la mayor obligación de liquidación posible.

¹⁸ El Banco proporciona dicha garantía para asegurar la certidumbre de que se liquidará el STAV en todas las circuns-

RECUADRO 5: OPERACIONES DE LIQUIDEZ DEL BANCO DE CANADÁ

Algunos autores consideran que todos los medios del banco central para aprovisionar de liquidez al mercado en tiempos de tensión forman parte de su papel como prestamista última instancia. El Banco de Canadá opina que las actividades PUI se limitan a las que ya se han discutido en el texto del artículo. Sin embargo, existen otras formas en que el Banco puede suministrar liquidez, comprendidas las situaciones de tensión. A continuación, las formas típicas en que estas operaciones se implementan:

- Lo más importante es que el Banco puede bajar su tasa de interés por lo que respecta a su tasa de interés día a día, que es el instrumento para instrumentar las decisiones de política monetaria.
- Si la tasa día a día se comercia generalmente por arriba de la tasa meta, el Banco puede intervenir con Acuerdos Especiales de Reventa y Recompra comúnmente llamados “repos,” que agregan fondos al sistema, y de ese modo orientan la tasa día a día hacia la tasa meta.¹
- El Banco puede incrementar el nivel de saldos excedentes para liquidación depositados en el STAV, para apoyar la operación uniforme del sistema. (Por ejemplo, esto se hace típicamente a fin o casi a fin de mes.) Los ajustes en el nivel de los saldos excedentes para liquidación se emprendieron a raíz de los ataques terroristas contra Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001, en respuesta a un temporal incremento en la demanda para mantener saldos líquidos. El Banco incrementó el nivel de los saldos excedentes para liquidación en STAV a 1000 millones de dólares canadienses, en lugar de los típicos 50 millones de dólares canadienses. Esto tranquilizó a las instituciones financieras, pues aunque no recibieran los pagos previstos normalmente, continuarían teniendo acceso a los fondos que requirieran. Como parte de esta acción, el Banco también ofreció llevar a cabo Acuerdos Especiales de Reventa y Recompra con agentes primarios a la tasa día a día.
- En tiempos de elevada tensión financiera, el Banco puede también reforzar sus acciones a través de declaraciones públicas, para indicar que el Banco está dispuesto a asegurar la disponibilidad de liquidez suficiente en el sistema financiero, a fin de satisfacer plenamente cualquier incremento en la demanda, y para apoyar el funcionamiento sin contratiempos del sistema financiero canadiense.

¹ Si la tasa día a día se comercia generalmente por abajo de la tasa meta, el Banco puede intervenir con los Acuerdos de Venta y Recompra, a los que comúnmente se hace referencia como “repos en reversa”, que retiran fondos del sistema, y así estimulan la orientación de la tasa día a día hacia la tasa meta.

gado a prestar a una institución en incumplimiento sobre una base parcialmente no garantizada, para asegurar la liquidación del Sistema de Transferencias de Alto Valor y así protegerse contra el riesgo sistémico.

Como se ha indicado ya, la probabilidad de este escenario es sumamente remota, y el hecho de que los participantes comprometan suficiente garantía como para cubrir el incumplimiento único más grande posible, proporciona un amplio elemento de coaseguro (un deducible), que provee fuertes incentivos a los participantes en el STAV para manejar sus riesgos prudentemente en el sistema.

Finalmente, bajo lo dispuesto en la Ley de Compensaciones y Liquidaciones de Pagos, el Banco de Canadá está facultado para hacer préstamos de liquidez a la cámara de compensación o a la contraparte central de un sistema de compensación y liquidación, designado para la vigilancia por el Banco.

tancias posibles. Para mayores detalles acerca de este tema y otros puntos relacionados, véase Goodlet (1997, 2001).

Bibliografía

- Banco de Canadá (2004), “Bank of Canada Lender-of-Last-Resort Policies”, *Financial System Review*, diciembre.
- Dingle, J. (1998), “The STAV-Canada’s Large-Value Transfer System”, *Bank of Canada Review*, otoño, pp. 39-55.
- Goodlet, C. (1997), “Clearing and Settlement Systems and the Bank of Canada”, *Bank of Canada Review*, otoño, pp. 49-64.
- Goodlet, C. (2001), “Core Principles for Systemically Important Payments Systems and Their Application in Canada”, *Bank of Canada Review*, primavera, pp. 19-31.
- Howard, D. (1998), “A Primer on the Implementation of Monetary Policy in the STAV Environment”, *Bank of Canada Review*, otoño, pp. 57-66 (revisado en diciembre de 2002).
- Northcott, C. A. (2002), “Systemic Risk Designation, and the SACL”, *Financial System Review*, diciembre.
- Tuer, E. (2003), “Technical Note: Elimination of Retroactive Settlement in the SACL”, *Bank of Canada Review*, otoño, pp. 39-42.

Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda*

Sergio Clavijo

I. Introducción

Desde mediados de los años noventa los analistas de las cuentas fiscales han venido alertándonos sobre los graves desequilibrios que muestran las finanzas públicas, particularmente las del Gobierno central (Comisión de Gasto Público, 1997). Pues bien, hoy se reconoce con tristeza que, lentamente, las termitas del desordenado gasto público han logrado socavar nuestra estructura fiscal. No solo se tiene un déficit fiscal de tipo estructural que bordea cerca de 5% del PIB en el caso del Gobierno central, sino que el grueso de ese faltante corresponde a pagos corrientes (principalmente de transferencias territoriales, de fuerza pública, seguridad social e intereses). Dicho de otra manera, el Gobierno central viene desobedeciendo, desde 1995, la regla de oro fiscal de sólo endeudarse para asumir gastos de inversión (Clavijo, 1998). Actualmente cerca del 80% del financiamiento del Gobierno central se destina a pagar gastos de funcionamiento (incluidos los intereses). De esta forma, no debe sorprender que la deuda del Gobierno central haya pasado de representar tan solo 14% del PIB en 1995 a cerca del 53% del PIB al cierre

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el documento de S. Clavijo, miembro de la Junta Directiva, del Banco de la República, tomado de *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*, nº 46-I, edición especial, 2004, pp. 146-85. Las opiniones aquí expresadas son de la exclusiva responsabilidad del autor. Una primera versión se presentó en el Foro Nacional sobre "Control de la deuda pública en Colombia", organizado por la Contraloría General de la República y la Comisión de Seguimiento a los Órganos de Control Público de la Cámara de Representantes, el 29 de abril de 2004. Esta segunda versión recoge comentarios de Luis H. Barreto durante el "Seminario Fiscal", organizado por Olga Lucía Acosta y Hernán Rincón (editores invitados de *ESPE*) el 22 de julio de 2004, así como de los miembros del Comité de Evaluación Técnica de *ESPE*, a quienes el autor expresa sus agradecimientos.

de 2003 (Confis, 2004; Banco de la República, 2004).

Los últimos gobiernos y el Congreso han producido diversos diagnósticos y algunas medidas tendientes a atacar parcialmente las fuentes de estos desequilibrios fiscales. Los hechos más destacados pueden sintetizarse así:

- *Una acelerada y desorganizada descentralización fiscal*, que ha implicado que el Gobierno central tenga que transferir cerca del 50% de sus ingresos corrientes, sin que se haya generado un esfuerzo fiscal y tributario concomitante por parte de los departamentos y municipios (tal vez con la sola excepción de Bogotá). A pesar de haberse moderado el crecimiento potencial de estas transferencias por cuenta de la reforma constitucional de 2001, todavía resulta oneroso para el Gobierno central enfrentar crecimientos del orden de 2.5% real anual en estas partidas presupuestales, claramente por encima del crecimiento poblacional. Con relación al gasto, solo recientemente la Ley 617 de 2000 ha logrado poner orden al endeudamiento territorial y al ritmo de gastos operativos locales. También es justo aplaudir la aprobación de la Ley 715 de 2001, con la cual cabe poner en práctica de modo más juicioso el criterio de "pago por niño educado" o "por paciente atendido" a nivel territorial. La aplicación de la Ley 60 de 1993, infortunadamente, había dejado vivo, por casi una década, el ineficiente sistema de gastos educativos en bloque (con criterios de "oferta"), en vez de implantar el sistema de "pagos por demanda", que en el mundo ha probado ser el más eficaz y sujeto a menores desviaciones de recursos (Wiesner, 2003, pp. 41-53).
- *Un sistema de "salvamentos" en cabeza del Gobierno central* tendiente a subsanar los descalabros del

sector energético de los años ochenta (durante el periodo de 1992 a 1997) y otro sistema de “salvamento” de los graves faltantes del sector de la seguridad social (los cuales tendrán un impacto creciente entre 2003 y 2010). Esto último se ha visto agravado por el agotamiento de las reservas actuariales del Instituto del Seguro Social (ISS) durante 2004 y por la incapacidad estructural de incrementar las contribuciones del régimen pensional. Estas contribuciones apenas cobijan un 25% de la población económicamente activa (PEA), como resultado de las elevadas contribuciones parafiscales en cabeza de las empresas, todo lo cual ha agravado la informalidad laboral.

- *Gastos crecientes de la fuerza pública*, que en el conjunto de militares y policía se acercan hoy a casi 5% del PIB (incluyendo los recursos del Plan Colombia). Esta cifra es prácticamente el doble de los recursos que se dedicaban a este sector a mediados de la década pasada; aunque buena parte de estos gastos son impostergables y el país ya ha empezado a disfrutar de mejoras indudables en el orden público, es indispensable redoblar las labores de fiscalización para asegurar un uso eficiente de estos recursos.

Como resultado de esta dinámica de desfinanciamiento público, los déficit fiscales del Gobierno central se han ido incrementando hasta acumular esa deuda ya mencionada de 53% del PIB en cabeza del Gobierno central y que llega a 61% del PIB si se incluyen los pasivos del resto del sector público. El servicio de esta deuda también ha sido creciente y el gasto de intereses anualmente representa cerca del 5% del PIB en el consolidado público.

Como se verá a continuación, el sector público considerado en su conjunto también presenta una situación delicada, aunque ha dado muestras recientes de estarse enderezando. Esto ha sido posible gracias a los esfuerzos de ahorro en el sector territorial y al aporte clave que hacen las empresas superavitarias del Estado, especialmente Ecopetrol en estos años de favorables precios del crudo a nivel internacional.

En la segunda sección se ilustrará la situación del sector público no financiero (SPNF) en su conjunto, con el fin de identificar las fuentes del desequilibrio. En la tercera, se muestran los desafíos futuros que representan las llamadas cuentas contingentes (especialmente el pasivo pensional). Por último, se presentan las condiciones de superávit primario requerido para estabilizar y reducir la deuda pública en su conjunto, teniendo en cuenta las mejores perspectivas de crecimiento económico.

Una limitación del enfoque macroeconómico aquí adoptado es el que no se está en capacidad de analizar diversos impactos microeconómicos y sectoriales de las propuestas de ajuste tributario y/o de reducción de las transferencias pensionales y territoriales. La evaluación de estos impactos probablemente requeriría calibrar un modelo de equilibrio general para tal propósito, lo cual está fuera del alcance en este momento.

La conclusión fundamental es que el país requiere continuar avanzando en sus reformas estructurales de segunda generación (incluyendo las presupuestales, el ordenamiento tributario, y las referidas a las transferencias territoriales y pensionales). El Gobierno ha señalado que su meta más inmediata es consolidar los superávits primarios alrededor del 3% del PIB con el fin de lograr una gradual reducción del endeudamiento público, que hoy alcanza cerca del 61% del PIB. Nosotros coincidimos en la búsqueda de este objetivo de ahorro primario, pero somos menos optimistas en sus efectos de disminución rápida del nivel de endeudamiento, en razón a la existencia de presiones de caja significativas en años venideros por cuenta de las llamadas deudas contingentes (especialmente las pensionales). Estas deudas contingentes exigirán desembolsos de caja adicionales por cerca de un 1% del PIB en cada año. Esto implica que el alivio en el esfuerzo fiscal que provee las mejores perspectivas de crecimiento económico (4% anual) y las menores tasas de interés, tenderá a verse compensado por estas mayores cargas no incluidas en la relación deuda pública explícita/PIB.

II. La situación actual: una comparación entre los años 1990 y 2003

El ministro de Hacienda y Crédito Público ha ideado un símil pedagógico muy útil, pero dramático, sobre el estado de las finanzas públicas, mencionando que, tan pronto el Congreso aprueba el presupuesto, él tiene que proceder a girar tres cheques que lo dejan prácticamente sin recaudos: por transferencias territoriales gira uno que representa 5.3% del PIB; por gasto militar gira otro por el equivalente a 4.5% del PIB, y por intereses de la deuda 4% del PIB. Esto totaliza cerca del 14% del PIB en tan solo tres rubros (equivalente a la totalidad de sus recaudos tributarios), quedando pendientes todos los gastos operativos, los de la seguridad social y los de inversión. Ello implica que el Gobierno nacional debe salir a gastarse el remanente de los ingresos no tributarios (1.4% del PIB) y además, endeudarse anualmente por otro 5% del PIB para atender esos otros gastos. Todo esto

termina generando efectos financieros de tipo “bola de nieve” o los llamados “esquemas Ponzi”, donde aun el pago de los intereses corrientes se atiende emitiendo nueva deuda.

Siguiendo con esta idea, en el cuadro 1 se ilustra lo que ha ocurrido con las grandes partidas presupuestales del SPNF, para lo cual se compara la situación que se tenía en 1990 con la de 2003. La consolidación de estas cifras, netas de transferencias intergubernamentales, no es tarea fácil y encierra diversos desafíos contables al mezclar cifras de causación con las de caja; sin embargo, en principio, constituyen una aproximación bastante aceptable de la evolución del SPNF. En lo referente al manejo contable y las diversas definiciones fiscales, se ciñe a la metodología internacional que sigue el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2003, 2004; Confis, 2004).¹

En primer lugar, se quiere desafiar el “convencionalismo” establecido a través del cual se cree que hoy en Colombia se pagan bajos impuestos y que sus recaudos son pobres. La información más actualizada nos indica que la presión tributaria total fue cercana al 17.4% del PIB al cierre de 2003, donde el Gobierno central recaudó 14.1% del PIB, los departamentos el 1.4% del PIB y los municipios el 1.9% del PIB. Más aún, se verá que si se incluye dentro de la llamada “presión tributaria” las contribuciones a la seguridad social, se llega a la conclusión de que el gran total de recaudos en realidad ascendió a 19.7% del PIB en 2003 (véase cuadro 1, línea de memorando).

Es entonces evidente el esfuerzo tributario adicional del Gobierno central en el período de 1990 a 2003, al haber incrementado en 4.7% del PIB sus recaudos y en 0.5% del PIB las contribuciones de seguridad social en pensiones y salud (destinadas al sector público). Este desempeño contrasta con el relativo estancamiento observado a nivel del re-

¹ Respecto a esta metodología cabe destacar dos tópicos que han generado controversias internacionales. El primero tiene que ver con el tratamiento contable de “causación” o “devengado”, el cual intenta medir el impacto fiscal del gasto cuando este se ejecuta (efecto causación) y no necesariamente cuando se paga (efecto de caja). Esta metodología se puede aplicar sin mayores problemas a nivel del Gobierno Central y de las grandes empresas estatales, pero a nivel municipal o de entidades menores con frecuencia se adelanta un manejo de caja. Así, las cuentas fiscales del FMI, en realidad, terminan siendo en su mayoría de “causación”, pero tiene elementos de “caja” a nivel de algunas entidades descentralizadas. El segundo debate contable se refiere al cálculo del llamado déficit primario, donde el FMI descuenta los pagos de intereses, pero no los rendimientos financieros del SPNF. Si se descontaran estos últimos, el superávit primario sería menor en cerca de 0.2% del PIB en 2003. Aquí se sigue la metodología del FMI, que intenta medir qué tanto ahorro se ha generado antes de tener que pagar los intereses de la deuda.

caudo departamental (con un incremento de sólo 0.3% del PIB) y con el municipal (un incremento de 0.4% del PIB, aunque en este caso el comportamiento es muy desigual, destacándose el esfuerzo y logros de Bogotá).

Cuadro 1

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(En porcentaje del PIB)

	Colombia		Diferencia
	1990	2003	
<i>Ingresos</i>	23.7	31.2	7.5
Tributarios	12.0	17.4	5.4
Nacionales	9.4	14.1	4.7
Departamentales	1.1	1.4	0.3
Municipales	1.5	1.9	0.4
No tributarios ^a	9.9	11.5	1.6
Seguridad social ^b	1.8	2.3	0.5
<i>Gastos</i>	24.3	34.4	10.1
Operacionales	9.2	10.7	1.5
Transferencias al sector privado	4.8	10.3	5.5
Seguridad social	1.5	7.0	5.5
Otras ^c	3.3	3.3	0.0
Intereses	3.9	4.9	1.0
Inversiones ^d	6.4	8.5	2.1
<i>Déficit sector público no financiero</i>	-0.6	-3.2	-2.6
Superávit primario	3.3	1.7	-1.6
Memorando			
Transferencias territoriales	3.3	5.3	2.0
Tributación + contribuciones	13.8	19.7	5.9

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República y FMI. Cálculos del autor.

^a Incluye utilidades de empresas públicas. ^b Contribuciones a entidades públicas (ISS, Cajanal, etc.). ^c Incluye discrepancias estadísticas. ^d Formación bruta de capital fijo.

En este sentido, cabe celebrar la iniciativa del Ejecutivo y del Congreso por examinar en próximas legislaturas el tema de la tributación local. También es plausible que finalmente se hayan identificado mecanismos generales, similares a los utilizados en la aplicación de la sobretasa a la gasolina, para lograr que se eleven y recauden los impuestos prediales y superar así la connivencia de los consejos locales en materia tributaria local. Todo esto ha impedido materializar los esfuerzos tributarios de muchos alcaldes bien intencionados (Misión de Ingresos, 2002).

A nivel nacional las tasas de impuesto de renta, tanto a nivel personal como corporativo, se han incrementado del 30% en 1990 al 38.5% en 2003 a 2004 (incluyendo el 10% de la sobretasa). En el caso del gravamen del IVA, su tasa básica se ha in-

crementado del 10% al 16% (Shome, 1992; Shome, *et al.*, 1999), pero existen demasiadas tasas diferenciales (que van desde el fallido 2% hasta el 45%), cuya estructura se ha tornado altamente antitécnica. Este escalamiento de tasas y sobretasas de impuestos de renta e IVA hacen contraproducente pensar en elevar aún más dichas tasas; por el contrario, debe adelantarse una tarea de homogeneización de sus tasas y ampliación de sus bases de recaudo.

Una línea de acción complementaria ya había sido identificada por el propio Congreso en las discusiones de la Ley tributaria 788 de 2002: luchar contra la evasión (restituyendo inclusive la idea de cárcel para quien no presente declaración de renta debiendo hacerlo, además de los castigos ya existentes por desviación indebida de los dineros retenidos por IVA-renta). Además, debe incrementarse la lucha contra la elusión, mejorando el cruce de información con el sistema financiero y empresarial, a la vez que se eliminan las exenciones improductivas (como la de la reinversión de utilidades empresariales).

Los ingresos no tributarios se incrementaron en 1.6% del PIB en el período de 1990 a 2003, producto de las mayores rentas de las empresas públicas, especialmente de Ecopetrol. A su vez, las contribuciones de la seguridad social (en pensiones y salud destinadas a entidades públicas) se incrementaron tan solo en 0.5% del PIB, al pasar este de 1.8% a 2.3% en el mismo período. Así, el total de ingresos del SPNF pasó de 23.7% del PIB en 1990 a 31.2% en 2003, lográndose un incremento de 7.5% del PIB. Como se vio, el grueso de este incremento se debió al mayor recaudo tributario en cabeza del Gobierno central (4.7% del PIB).

Es entonces evidente que este nivel de recaudos tributarios y no tributarios es relativamente alto y, probablemente, sólo Chile y Brasil lo superan en la actualidad. En el caso de Brasil, país que se ha puesto de ejemplo reciente en materia tributaria, cabe aclarar que sus ingresos totales alcanzaron a ser de 33.3% del PIB en 2003, ligeramente superior al 31.2% del registrado en el de Colombia. Existen, sin embargo, diferencias apreciables en la composición de los ingresos tributarios territoriales y en la seguridad social en cada caso. Por ejemplo, en Brasil los ingresos por contribuciones de seguridad social (destinados a entidades públicas) fueron de 5.3% del PIB frente al 2.3% del observado en el de Colombia.

En síntesis, en Colombia hoy se tributa a tasas muy superiores respecto de lo que se tenía en 1990: la tasa de renta se ha incrementado en 8.5% y la de IVA en 6% al cierre de 2003, al tiempo que se han expandido sus bases de tributación. Estas

políticas han arrojado un incremento en tributación efectiva cercana a 5% del PIB. Existe, empero, un cierto margen para incrementar el recaudo total, probablemente en 2% del PIB, a través de reducir algunas exenciones en renta y extender moderadamente la base de gravamen del IVA (sin tener que afectar la canasta de consumo básico más básica) y sin que esto vaya en contravía de lo estipulado por la Corte Constitucional en su reciente fallo C-776 de 2003 (Clavijo, 2004).

Con estos incrementos en recaudos, muchos hubiéramos pronosticado que el país entraría en la senda del equilibrio fiscal; pero no ha sido así, por el contrario, ya se registró con asombro el cúmulo de deuda pública que se generó por cuenta del mayor gasto público (Hernández, 2003). En el cuadro 1 también se puede observar la evolución de los gastos consolidados. El rubro de transferencias totales (al sector privado) alcanzó a representar 10.3% del PIB en 2003, lo cual implica un incremento de 5.5% del PIB entre 1990 y 2003. Este incremento se explica fundamentalmente por las mayores cargas en seguridad social.

Estas cifras agregadas no permiten ver directamente el fenómeno del incremento en las transferencias territoriales por cuenta del Gobierno central, pero en la línea de memorando de ese mismo cuadro 1 se observa que las transferencias territoriales, a su vez, se han incrementado en 2% del PIB, al pasar de 3.3% del PIB en 1990 a 5.3% en 2003. Así, se observa que como resultado del mandato constitucional de aceleración de la descentralización fiscal y las posteriores leyes que endosaron incrementos salariales adicionales para los sectores de educación y salud, se tiene que la presión de las transferencias territoriales, como proporción de los ingresos tributarios del Gobierno central, se elevó del 35% en 1990 al 38% en 2003.

En términos de incrementos, le sigue en importancia al tema de las transferencias la expansión ocurrida en gastos de inversión pública, referida a formación bruta de capital fijo (FBKF), la que alcanzó 8.5% del PIB en 2003. Esto representa un incremento de 2.1% del PIB respecto a la inversión registrada en 1990 (FMI, 1994); luego no es cierto que el sector público haya dejado de hacer inversión productiva. Lo que pasa es que el grueso de esa inversión hoy corre por cuenta de los gobiernos locales y de las empresas públicas (7.4% del PIB), mientras que el Gobierno central tan sólo ha podido hacer 1.1% del PIB en inversión. Esto como resultado obvio de la profundización del esquema de transferencias territoriales.

Así, pues, este segundo “convencionalismo” acerca de que el sector público ha dejado de invertir, también debe reevaluarse a la luz de estas cifras

y precisarse que la inversión productiva (FBKF) ha pasado a ser liderada por los territorios y las empresas públicas descentralizadas, en vez de que lo haga el Gobierno central. Adicionalmente, se ha incrementado la inversión privada por cuenta de los esquemas de concesiones, contribuyendo a impulsar la tasa de inversión total del 12% del PIB que se tenía unos años atrás a cerca del 15.5% del PIB en 2003, la cual se viene constituyendo en la base del crecimiento sostenido para los años venideros.

El tercer elemento de expansión en el gasto público se relaciona con el rubro de intereses, el cual pasó de representar 3.9% del PIB en 1990 a cerca de 4.9% en 2003, arrojando un adicional de 1% del PIB. Este es apenas un resultado natural del incremento en el endeudamiento público, que ha pasado de 35% en 1990 al 61% en 2003, como ya se comentó. A este respecto la solución de fondo consiste en atacar los problemas estructurales relacionados con la tributación y la dinámica perniciosa de las transferencias de seguridad social y territoriales y no, como se ha planteado erróneamente, en recurrir a la “ingeniería financiera” que apunta a reestructuraciones involuntarias de la deuda pública. Los canjes de deuda voluntaria, que han afectado cerca de un tercio de la deuda pública y que han logrado extender vencimientos, han abierto algún espacio de tiempo para poder implementar ahora las soluciones estructurales, pero no es en la “ingeniería financiera” donde se encontrarán las verdaderas soluciones de tipo estructural. Esto es así no sólo porque el campo internacional para continuar con ese tipo de operaciones es estrecho y peligroso, sino porque termina desviando los esfuerzos de la necesaria disciplina fiscal.

En síntesis, en relación con el gasto, han sido los crecimientos en transferencias de seguridad social y territoriales los que mayor incremento han representado en materia de gasto (5.5% del PIB y 2%, respectivamente), mientras que los gastos operacionales se han incrementado en 1.5% del PIB. Esto último impulsado principalmente por el gasto de tipo militar. El nivel de gasto total alcanza hoy en Colombia el 34.4% del PIB, lo que al cotejarlo con ingresos de 31.2% del PIB arroja el conocido déficit de 3.2% del PIB para el SPNF en 2003. El déficit combinado fue de 2.7% del PIB en 2003, una vez se tiene en cuenta el efecto neto de las utilidades del Banco de la República y los gastos financieros de Fogafin.

El balance de todo lo anterior indica que el país ha tenido ingresos adicionales por 7.5% del PIB entre 1990-2003, principalmente como resultado de la mayor tributación a nivel nacional, pero ese esfuerzo de recaudo ha sido desbordado por un

incremento en los gastos de 10.1% del PIB, lo cual arroja un desbalance estructural equivalente a 3% del PIB en el SPNF. Esto implica un claro deterioro respecto del equilibrio que se tenía en las cuentas de 1990, cuando se registró un déficit inferior al 1% del PIB (0.6%) y un superávit primario (o sea, antes del pago de intereses) equivalente a 3.3% del PIB (cuadro 1). En el año 2002 no hubo superávit primario y solo en 2003 se ha empezado a consolidar este esfuerzo de ahorro antes del pago de intereses, al haber logrado uno de 1.7% del PIB. Este resultado, en asocio con el mayor crecimiento económico y el incremento en los recaudos, la menor devaluación de fin de año y las menores tasas de interés, lograron estabilizar la deuda pública alrededor del 61% del producto interno bruto al cierre de 2003.

III. Las deudas contingentes y su presión sobre la deuda pública futura

Los ejercicios tradicionales sobre sostenibilidad de la deuda casi siempre toman en cuenta los costos de la llamada deuda pública “cierta”, representada por la deuda externa e interna desembolsada al sector público. Rara vez se hace mención a la llamada deuda contingente, comprendida por los pasivos pensionales, los bonos de apoyo al sistema financiero o las garantías públicas extendidas en los proyectos de riesgo compartido con el sector privado.

En el caso de la deuda pública “cierta” es posible establecer el costo real de servir dicha deuda a futuro a través de asignarle una tasa de interés real y de suponer otros valores macroeconómicos. En cambio, en el caso de las deudas contingentes el costo de dicha deuda vendrá determinado por otros factores específicos a dichas áreas, como son los factores demográficos, los del sector financiero, los del tráfico vehicular, energético y de telecomunicaciones. Aunque no es posible resumir los costos de esta deuda contingente en una única variable como la tasa de interés real, es fundamental tener en cuenta estas obligaciones futuras a la hora de calcular el esfuerzo fiscal requerido para evitar que este conjunto de deudas ciertas y contingentes tomen un curso explosivo o insostenible.

Siguiendo dicha metodología (Clavijo, 2002), en el cuadro 2 se ilustra de forma aproximada el acervo de deuda pública que se encontraba vigente al finalizar el año 2003, distinguiendo los pasivos ciertos de los contingentes, tanto en sus conceptos brutos como en los netos. En primer término, cabe destacar que la deuda pública cierta con el SPNF representaba cerca del 61% del PIB y aquella con el

Cuadro 2

DEUDAS DEL SECTOR PÚBLICO COLOMBIANO: PASIVOS CIERTOS Y PASIVOS CONTINGENTES

(En porcentaje del PIB al finalizar 2003)

	Pasivos ciertos			Pasivos contingentes		
	Sector no finan- ciero (SPNF)	Sector finan- ciero (SF)	Total	Pensionales	Financiero (Fogafin)	Otros (Garantías)
Deuda bruta (1)	61.0	1.3	62.3	180.0	4.7	5.5
Activos líquidos (o intrasecto- riales) (2)	10.0 ^a		10.0 ^a	10.0 ^b	1.0 ^b	
Deuda neta (3) = (1) - (2)	51.0	1.3	52.3	170.0	3.7	5.5

FUENTE: Cálculos del autor.

^a Activos líquidos. ^b Activos intrasectoriales.

sector financiero ascendía a 1.3% del PIB, para un total de 62.3% del PIB al finalizar 2003. Es sobre este total de deuda pública cierta que cabe estimar la carga que representa tal o cual nivel de la tasa de interés real, ajustando sus efectos según se trate de tasas variables o tasas fijas. Para el caso de la deuda pública externa es necesario calcular la tasa de cambio real que se cree habrá de prevalecer en el futuro e inferir de allí su costo equivalente en términos de una tasa de interés real de mediano plazo (convirtiendo todo el acervo a pesos, para poder unificar los cálculos).

En segundo término, están los pasivos contingentes, sobre los que ya se ha argumentado existen serias dificultades para asignarle un costo en función de una tasa de interés real, pues juegan allí otro tipo de determinantes más directos. Más aún, la suma aritmética de estos pasivos contingentes puede no tener mucho sentido económico, ya que los horizontes a los cuales se calcula el valor presente neto no son homogéneos.

Por ejemplo, el valor presente neto de los pasivos pensionales públicos (o con garantía pública) había sido estimado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) en cerca del 206% del PIB, calculado a un horizonte de 50 años vista (Echeverry *et al.*, 2001), el cual se ha reducido a cerca de 180% del PIB tras la aprobación de la reciente reforma pensional de la Ley 797 de 2002. Es claro que el solo cambio en el cálculo del horizonte afectaría el valor de este pasivo. Asimismo, sólo una parte de este pasivo tiene el carácter de “deuda cierta a futuro”, pues un componente cercano al 50% dependerá de los factores demográficos y de la densidad de las cotizaciones.

Más aún, el cálculo de estas obligaciones pensionales a futuro son altamente sensibles a cambios macroeconómicos y jurídicos. Por ejemplo, la Corte Constitucional (C-623 de 2004) avaló la obligación de que los nuevos funcionarios públicos se afi-

lien al ISS durante los tres primeros años (Art. 3 de la Ley 797 de 2003), alterando reglas de largo plazo que impulsaban la inversión extranjera directa. Pues bien, esta medida en realidad eleva el pasivo pensional actuarial del ISS, sin que se mejore la liquidez. Más grave aún ha resultado que dicha Corte, en su fallo C-754, haya declarado inexecutable el Art. 4 de la Ley 860 de 2003. Con esta actuación, la Corte derrumbó todo el régimen de transición pensional que conducía a moderar los excesivos beneficios que llevaron a la quiebra pensional del ISS. Su costo fiscal preliminar se ha estimado en cerca de 16% del PIB, con lo cual el valor presente neto de las obligaciones pensionales en realidad estaría regresando a un valor cercano al 200% del PIB.

Si se tratara de una falla de procedimiento legislativo, pues debe enmendarse rápidamente. Pero si el debate jurídico lleva a concluir que las “expectativas cercanas de beneficios pensionales” impiden moderar las exageradas pensiones, entonces sólo quedaría el tortuoso camino de una mayor tributación generalizada. Se habría configurado entonces la peor inequidad, donde menos del 20% de la población trabajadora disfrutaría de elevados subsidios, a costa de mayores cargas tributarias generalizadas.

En el mismo cuadro 2 se observa que existe también una serie de activos pensionales líquidos que permitirá enfrentar parcialmente dichos pasivos. Se ha estimado que dichos activos pensionales representaban cerca de 10% del PIB al finalizar 2001, donde 6% del PIB correspondía a las administradoras de fondos de pensiones (AFP), 2% del PIB al ISS y un 2% del PIB a Ecopetrol, Fonpet y otras entidades públicas. Así, la deuda pensional neta probablemente ascendía al 170% del PIB al finalizar 2003.

Ahora bien, como esta deuda tiene un horizonte amplio, usualmente lo que se hace es establecer las

necesidades de caja que estos pasivos netos representarán para el SPNF, digamos, en la próxima década. Así, cuando se trate de averiguar sobre la viabilidad de la deuda del SPNF, deberá sumársele a las obligaciones de los pasivos ciertos esta carga proveniente de los pasivos pensionales contingentes año tras año. Estos costos se reflejarán por “encima de la línea” en el componente de pago de intereses de la deuda cierta (en lo referente al SPNF) y en los pagos de transferencias (en lo referente a la deuda contingente proveniente de las pensiones).

Nótese que sería erróneo ignorar que, adicionalmente al costo de los intereses representados por la deuda del SPNF, existe una carga proveniente de la deuda pensional, solo porque esta última no puede expresarse en forma de una tasa de interés real (de manera directa). Alternativamente, también sería erróneo sumar las deudas del SPNF y la deuda del pasivo contingente y asignarle directamente un costo en términos de la tasa de interés vigente para el SPNF, pues, como lo explicamos, las deudas contingentes tienen otros determinantes.

Otro componente importante de la deuda contingente viene dado por los bonos de Fogafin, que se emitieron para salvar al sistema financiero de una crisis que amenazaba con volverse sistémica al finalizar 1998. El valor presente neto de esta deuda, a ocho años vista, se ha estimado en cerca de 4.7% del PIB al finalizar 2003. Nótese que este valor incluye el costo de servir esta deuda, cuyo valor principal bordeaba los \$6 billones a esa fecha. En este caso sería erróneo asignarle un costo en términos de una tasa de interés real a dicho acervo, pues allí ya está incluido el servicio de esa deuda. Al igual que con la deuda pensional, deben establecerse los flujos necesarios para poder servir esa deuda año tras año e incluirla como una transferencia a favor del sector cuasifiscal. A su vez, este sector cuasifiscal debe incluir como parte de sus ingresos las utilidades del Banco de la República, las que han jugado históricamente un papel importante.

En este caso también puede argumentarse que existen activos líquidos que permitirían enjugar estas deudas. En efecto, se ha estimado que Fogafin podría llegar a vender parte de sus activos (cartera o acciones de la banca pública) y obtener el equivalente al 1% del PIB, dejando la deuda neta en 3.7% del PIB (cuadro 2). Al igual que en el caso de la deuda pensional neta, la mejor forma de evaluar las implicaciones fiscales a futuro es montando un cronograma detallado, año tras año, de las necesidades de caja que generarán estos pasivos contingentes netos. Estos no siempre corresponderán a la tasa de interés vigente para la deuda

cierta del SPNF, pues de hecho buena parte de esta deuda tiene un costo equivalente a la DTF. Sin embargo, es claro que sería un error ignorar que el servicio de la misma presionará al alza las necesidades de recursos públicos a futuro.

Por último, se hace referencia a las deudas contingentes no pensionales, las cuales tienen su principal origen en las garantías públicas (Clavijo, 1998, pp. 453-455). A raíz de la generación de inversiones públicas bajo el sistema de concesiones al sector privado, se ha vuelto común otorgar garantías mínimas en tráfico vehicular o de telecomunicaciones, al igual que en compras mínimas de energía a las empresas generadoras, etc. Se ha estimado, bajo un escenario relativamente conservador, que el Estado colombiano deberá responder por garantías que representan cerca del 6% del PIB en el curso de la próxima década (Cardona *et al.*, 2002, p. 109).

En el cuadro 3 se presenta una discriminación de lo que podrían representar (Uribe, 2003), en término de exigencias de caja para el período de 2004 a 2008, estas obligaciones de tipo contingente, incluyendo los pagos pensionales más inmediatos y las garantías antes mencionadas. Nótese que las obligaciones no pensionales fluctuarían entre 0.7% y 0.8% del PIB, mientras las pensionales lo harían entre 0.3% y 1.0% del PIB en cada año.

Cuadro 3

ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE CAJA DE LAS OBLIGACIONES CONTINGENTES, 2004-2008

(En porcentaje del PIB)

Concepto	2004	2005	2006	2007	2008
Tráfico vehicular (concesiones)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Generación de energía (PPA)	0.08	0.08	0.07	0.06	0.06
Telecomunicaciones (Joint-ventures)	0.31	0.32	0.31	0.31	0.30
Garantías crediticias-territoriales	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
Garantías crediticias-empresariales	0.25	0.21	0.19	0.17	0.16
Demandas judiciales	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08
Pagos pensionales (incrementales)	0.80	1.04	0.30	0.30	0.30
<i>Total</i>	<i>1.60</i>	<i>1.80</i>	<i>1.04</i>	<i>1.01</i>	<i>0.99</i>

FUENTES: Presupuesto 2004 (Uribe 2003) Confis (2004) y Banco de la República (2004). Cálculos del autor

En conclusión, la aritmética de las obligaciones contingentes nos indica que el Gobierno debe estar preparado para enfrentar pagos adicionales a los tradicionalmente contemplados en el presupuesto por cerca de 1.3% del PIB durante las vi-

gencias de 2004 a 2008, como bien se explicó en el ejercicio presupuestal del año 2004.² Nótese que esta metodología se aplicó por primera vez en el año 2004, siguiendo los lineamientos de la recién aprobada Ley de Responsabilidad Fiscal 819 de 2003. La experiencia internacional a este respecto ha sido que por cuenta de estas obligaciones contingentes, no lo suficientemente provistas para las vigencias futuras, la mayoría de las relaciones de deuda pública/PIB han tendido a deteriorarse (FMI, 2003a, p. 118).

La discusión anterior nos deja las siguientes conclusiones. En primer lugar, es importante establecer la cuantía de la deuda pública cierta, sobre la cual deben servirse unos determinados intereses reales. Este costo real de la deuda pública vendrá determinado por las variables macroeconómicas (incluyendo la tasa de cambio) y por las diferentes formas de contratación, bien se trate de tasas fijas o flotantes, de deuda interna o externa. En principio, estas formas de contratación pueden reducirse a un horizonte de mediano plazo en el cual se estará pagando una tasa de interés real (promedio ponderado). Como se verá más adelante, esta tasa real constituye una de las variables claves para aclarar bajo qué condiciones resultaría posible honrar dicha deuda pública.

En segundo lugar, se estableció otro tipo de deudas de carácter contingente, sobre las cuales resulta difícil asignar un costo neto vía tasa de interés. Estas dependen más de factores demográficos (el caso de las pensiones), de la evolución del sistema financiero (el caso de la deuda de Fogafin) o de las condiciones de determinados negocios vehiculares, energéticos o de telecomunicaciones (el caso de las garantías públicas). En este caso no es correcto atar la obligación pública a una determinada tasa de interés, sino que se requiere estimar, año tras año, la probabilidad de que se haga efectiva dicha garantía, siguiendo los lineamientos de las leyes 448 de 1998 y 819 de 2003. A partir de allí deben establecerse los costos anuales en términos de las transferencias fiscales que implicará honrar estas garantías.

Tradicionalmente, los ejercicios de sostenibilidad fiscal se han realizado asignando unos parámetros macroeconómicos al acervo de la deuda del SPNF, pero se ha tendido a ignorar los cuantiosos costos fiscales de las deudas contingentes ya señaladas. Ante la dificultad de asignarle a esta última una tasa de interés real que resuma el costo de ser-

servir los pasivos contingentes, probablemente la mejor aproximación al problema de sostenibilidad fiscal consista en continuar realizando este tipo de ejercicios macroeconómicos, pero con la salvedad de asignar un buen margen de seguridad de “ahorro fiscal adicional” para poder enfrentar los pagos contingentes que necesariamente irán apareciendo año tras año. El ejercicio preliminar de las obligaciones de caja adicionales por cuenta de las deudas contingentes para el período de 2004 a 2008 nos indica que el Gobierno debería estar abasteciendo ahorros fiscales adicionales por cerca de un 1% del PIB, por encima de los requerimientos que exijan los ejercicios de estabilidad de la deuda bruta a niveles del 61% del PIB.

IV. La dinámica de la deuda pública cierta

Conocida la magnitud de la deuda pública cierta, en cabeza del SPNF, en esta sección se analizarán los problemas de sostenibilidad de dicha deuda pública. Inicialmente, se seguirá la metodología tradicional de asignar una serie de parámetros macroeconómicos (tasa de interés real y crecimiento económico) para establecer la magnitud del ahorro fiscal requerido para estabilizar la relación de deuda/PIB. A continuación, se evalúa la sensibilidad de este ahorro ante los cambios en las tasas de interés reales, el crecimiento económico y la eficiencia del recaudo tributario.

La literatura económica sobre la dinámica de la deuda pública resume esta discusión preguntándose por la magnitud del superávit primario requerido para estabilizar la relación de deuda/PIB. Siguiendo a Blanchard (1990) y Meijdam *et al.* (1996), se tiene que la ecuación de equilibrio de la deuda pública puede expresarse así:

$$\Delta [\text{Deuda pública/PIB}] = (\text{tasa de interés real} - \text{Tasa de crecimiento Econ. real})$$

$$* [\text{deuda pública/PIB}]$$

$$- [\text{superávit primario/PIB}]$$

Nótese que aquí se toma la deuda bruta y no la que se “netea” por cuenta de las tenencias de la deuda intragubernamental (como la del ISS), como se plantea en el Confis (2002). Ello se debe a que estas últimas deudas también generan un costo en términos de intereses. Solo sería correcto “netearlas” si se tratara de realizar un ejercicio sobre el pasivo pensional neto, el cual aquí se está capturando por fuera de esta simulación.

Segundo, se debe anotar que el último componente corresponde al llamado superávit primario

² El presupuesto del año 2005 indica que las obligaciones de caja derivadas de estas deudas contingentes en realidad serán mayores a las estimadas en el presupuesto de 2004, especialmente en el frente pensional.

= superávit antes del pago de intereses. Dicho superávit primario tiene la utilidad de permitir evaluar, en el margen, el ajuste fiscal que se viene haciendo, antes de tomar en cuenta el efecto histórico de la deuda. Tercero, cabe aclarar que estos valores de los superávit primarios necesariamente deberán interpretarse como los mínimos requeridos para estabilizar la relación de deuda/PIB, ya que las deudas contingentes exigirán erogaciones adicionales de por lo menos 1% del PIB por año durante el período de 2004 a 2008, tal como ya se comentó.

Por último, en esta fórmula se omite el efecto del señoreaje que, bajo determinadas circunstancias, podría ayudar a amortiguar estas necesidades de ahorro fiscal. Desde el punto de vista metodológico, esto simplifica bastante los cálculos. A este respecto, pueden consultarse los interesantes trabajos de Hernández *et al.* (2000), Posada y Arango (2001) y Villar (2004), donde se tratan explícitamente los efectos del señoreaje y de la tasa de cambio sobre la dinámica de la deuda pública. Ahora bien, desde el punto de vista práctico, esta omisión del señoreaje no afecta nuestras conclusiones básicas, pues los recursos del señoreaje se están contemplando como parte del “colchón” requerido para enjugar las deudas contingentes, especialmente las referidas a los bonos Fogafin, tal como ya se explicó.

En la parte superior del cuadro 4 se reproduce el valor de la relación (superávit primario)/PIB requerido para estabilizar la razón de (deuda pública)/PIB, ante diversos escenarios de endeudamiento y de tasas de interés reales. Inicialmente, se supone una tasa de crecimiento del 2% real (fija) para nuestra economía y una elasticidad unitaria (constante) de los recaudos tributarios a dicha tasa de crecimiento del PIB-real.

Allí se puede observar que, para los actuales valores de tasa de interés real (cercana al 7% anual) y la razón de deuda pública/PIB vigente (cercana al 60%), el superávit primario requerido bordea el 3% del PIB. Si mantenemos la tasa de crecimiento del PIB-real al 2% anual y la eficiencia tributaria constante, se ve que esa exigencia de superávit primarios se incrementa si ocurren alzas en la tasa de interés reales. En efecto, un incremento al 9% en la tasa de interés real elevará las necesidades de ahorro primario al 3.6% del PIB. Una tasa de interés del 10% real implicará generar un superávit primario del 4.8% del PIB, si el objetivo es no desbordar los niveles actuales en la relación de deuda pública/PIB más allá del 60 por ciento.

Se observa que cada punto de incremento en la tasa de interés real de la deuda pública, todo lo demás constante, exige realizar un esfuerzo adi-

cional de ahorro público equivalente a medio punto del producto. Si el gasto público no se reduce para generar dicho ahorro, no quedará alternativa diferente a la de impulsar más reformas tributarias. Durante la última década, dichas reformas tributarias han generado, en promedio, cerca de 0.5% del PIB por año y ellas han ocurrido, más o menos, cada año y medio. Esta mayor tributación, sin embargo, ha resultado insuficiente y se ha generado una escalada en las necesidades de financiamiento público, tal como se explicó en la primera sección. Esto se debe a los mayores déficit fiscales, lo cual incrementa el acervo de la deuda pública, al menor crecimiento del sector privado y, en menor cuantía, al efecto de las mayores tasas de interés reales (Hernández *et al.*, 2000, pp. 166-170).

Cuadro 4

SUPERÁVIT PRIMARIO REQUERIDO PARA ESTABILIZAR LA DEUDA PÚBLICA

(En porcentaje del PIB)

Relación porcentual deuda/PIB	Supuestos: crecimiento real al 2% fijo Tasa de interés real			
	7.0	8.0	9.0	10.0
30	1.5	1.8	2.1	2.4
40	2.0	2.4	2.8	3.2
50	2.5	3.0	3.5	4.0
60	3.0	3.6	4.2	4.8
	Supuestos: crecimiento real al 8% fijo Tasa de interés real			
	2.0	3.0	4.0	5.0
30	1.8	1.5	1.2	0.9
40	2.4	2.0	1.6	1.2
50	3.0	2.5	2.0	1.5
60	3.6	3.0	2.4	1.8
	Supuestos: tasa de interés real del 8% y crecimiento real de 4% fijo Elasticidad del recaudo			
	0.4	0.6	0.8	1.0
30	1.6	1.4	1.1	0.9
40	2.2	1.8	1.5	1.2
50	2.7	2.3	1.9	1.5
60	3.2	2.8	2.3	1.8

FUENTES: Meijdam *et al.* (1996) y cálculos del autor.

Como ya se comentó, en 2003 se generó un superávit primario cercano al 2% del PIB. Además, con el crecimiento económico del 4% y la reforma tributaria se logró un incremento en los recaudos del Gobierno central de 10% real. Esto, aunado a un menor ritmo de depreciación de la tasa de cambio al cierre de 2003, arrojó como resultado una reducción de la deuda pública de 62% a 61%

del PIB. En la medida que se logre la consolidación anunciada por el Gobierno de buscar una generación de superávit primarios de 2.5% del PIB en 2004 y de 3% del PIB hacia el futuro, será posible pensar en reducir la relación de deuda pública/PIB de modo más sustantivo en los próximos años venideros.

Sin embargo, no se debe olvidar que la presión de caja que ejercerán las deudas contingentes hacia el futuro haría poco recomendable pensar en disminuir esta meta de superávit primarios cercanos al 3% del PIB por año, aun si la economía lograra crecer a ritmos sostenidos del 4% real por año. En la parte media de ese mismo cuadro, se puede observar que un mayor crecimiento económico implicaría un menor esfuerzo de ahorro público primario. Por ejemplo, un crecimiento del 4% resultaría compatible con la generación de un superávit primario del 2.4% del PIB, en vez de uno de 3.6% del PIB, resultante de suponer un crecimiento económico de tan sólo el 2% real (dejando constante la tasa real de interés en el 8% anual). Empero, ese esfuerzo del 2.4% del PIB debería incrementarse por cuenta de las obligaciones contingentes en cerca de un 1% del PIB en los años venideros, haciendo recomendable mantener como meta un superávit primario cercano al 3.5% del PIB por año, aun con las perspectivas de mayor crecimiento.

Por último, en la parte inferior del cuadro 4 se presenta la sensibilidad de estos superávit primarios ante los cambios en la eficiencia tributaria. Allí se observa que, a un nivel de elasticidad unitaria entre los recaudos y el crecimiento económico, se requeriría un ahorro primario del orden de 1.8% del PIB, para evitar que la relación de deuda/PIB supere el 60% actual. Sin embargo, estos niveles de eficiencia en gestión tributaria son difíciles de sostener, a menos que se emprenda una reingeniería profunda de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales. Si, por ejemplo, dicha eficiencia cayera en los próximos años, esto se reflejaría en una elasticidad entre recaudos y crecimiento de tan solo el 0.6%-0.8%, con lo cual el superávit fiscal debería elevarse a 2.3%-2.8% del PIB, aun suponiendo crecimientos del 4% real por año. Al tener en cuenta las obligaciones contingentes, se llega nuevamente a la recomendación de continuar con la meta del 3% del PIB de superávit primario.

Como ha sido tradicional en Colombia, en muchas ocasiones el mayor crecimiento económico no se traduce en mayores recaudos debido a los serios problemas de evasión y elusión tributaria. Se sabe, por ejemplo, que la evasión en los recaudos de renta alcanzaba tasas cercanas al 25%-30%, y en el IVA del 30%-32% (Shome *et al.*, 1999, p. 42; Clavijo, 1998, pp. 30-33), lo cual ha sido ratificado re-

cientemente por la Misión de Ingresos (2002) para la década anterior.

La conclusión de estos ejercicios de simulación sobre la dinámica de la deuda pública es la de que es necesario continuar con el proceso de ordenamiento de las finanzas públicas, de lo contrario podría entrarse en una senda explosiva, dados los elevados niveles de deuda que se han alcanzado.

Colombia transita actualmente por el filo de la navaja: los ajustes fiscales de segunda generación permitirían restablecer la dinámica del crecimiento real en cabeza del sector privado, pero si esto no se da, tanto el incremento en las tasas de interés como el menor crecimiento económico tornarían muy difícil contener la espiral alcista del endeudamiento público.

V. Conclusiones

¿Cómo obtener el cometido de superávit primarios que logren reducir la deuda pública con relación al PIB? Para nadie debe ser sorpresa que se repita aquí que necesariamente el país debe enfrentar una profundización de algunas de las medidas ya tomadas, si es que verdaderamente se quiere asegurar una trayectoria estable de nuestras finanzas públicas.

En primer lugar, más temprano que tarde, será necesario trabajar en el frente de los ingresos, logrando una mejor estructura tributaria, sujeta a menores evasiones. Es indispensable continuar combatiendo las altas tasas de evasión en renta (cercana al 33%) y en IVA (cercana al 30%). La extensión del gravamen del IVA (no necesariamente a toda la canasta de consumo básico) y la mejor fiscalización tributaria bien pueden redundar en un incremento neto de la tributación en cerca de 2% del PIB.

Esto permitiría que los recaudos del Gobierno central se eleven de los actuales niveles del 14% del PIB a cerca del 16% del PIB en los próximos años; si a esto se añade la tributación local (3.4% del PIB, más 0.5% del PIB por mayor eficiencia) y las contribuciones de la seguridad social (2.3% del PIB), se concluye que el nivel de tributación total estaría llegando a cerca del 23% del PIB en los próximos años. A este respecto parece existir un consenso (incluyendo al FMI) tendiente a buscar una mejor estructura tributaria (menos alivios tributarios inoficiosos o tributos distorsionantes como el del 4 por 1,000) y más recaudo eficiente, lo cual permitirá asegurar que se mantenga la exitosa tendencia de años recientes.

En segundo lugar, es crucial retomar lo antes posible las reformas estructurales que aseguren un

mayor ordenamiento del gasto público. El Gobierno viene impulsando una reforma tendiente a organizar el Estatuto Orgánico Presupuestal (Rentería, 2004), de tal manera que las reglas ya establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal logren mejor su cometido de evitar las rentas de destinación específica y de limitar el gasto inoficioso. Pero esto claramente no es suficiente, se requiere atacar los problemas de las transferencias en su fuente.

Esto implica, de una parte, gestionar una reforma constitucional para eliminar los regímenes pensionales especiales (remanentes), evitar que las convenciones colectivas se sigan burlando de las reformas pensionales ya aprobadas, e incrementar las edades de pensión en línea con las ganancias ya probadas en las expectativas de la población colombiana, las cuales ya bordean los 70 años (al momento del nacimiento). Por último, se requiere llegar a un nuevo acuerdo sobre el manejo más apropiado de las transferencias territoriales, teniendo en cuenta la aplicación que se viene haciendo del sistema de “capitación”, gracias a la Ley 715 de 2001. Las ganancias por eficiencia en este frente son sustanciales y deberían abrir espacio para lograr mejores coberturas, manteniendo las transferencias territoriales en sus actuales niveles en términos reales.

Nuestros resultados indican que se requiere generar de forma sostenida un ahorro primario equivalente al 3% del PIB para estabilizar la relación de deuda pública (cierta)/PIB alrededor del 60%, suponiendo un crecimiento del 4% real en la economía y que habrán de venir obligaciones de caja, por cuentas de las deudas contingentes, que promediarán un 1% del PIB en los años venideros.

El país tiene ahora la opción de poder culminar exitosamente el ajuste fiscal del período de 1999 a 2004, sabiendo que los frutos ya se han empezado a manifestar a través de la baja inflación, la tranquilidad cambiaria, la estabilidad monetaria y el mayor crecimiento económico. No es este el momento para aducir “fatiga con las reformas estructurales”, pues el mercado internacional, en vez de reconocer y premiarnos por los logros ya conseguidos, rápidamente nos castigaría al llevarse la impresión de que este proceso se estaría abandonando en momentos en que se ven llegar los mejores frutos del crecimiento y la generación del empleo. La crisis política y social sufrida por la Argentina durante los años 2001 y 2002 debería servirnos de lección para evitar ese tortuoso camino del facilismo fiscal, el cual siempre termina con una grave crisis de la deuda, cuyos daños sociales tomaría décadas reparar.

Referencias

- Banco de la República (2004), *Estadísticas sobre deuda pública: Boletín Mensual*, Subgerencia de Estudios Económicos.
- Blanchard, O. J. (1990), *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OCDE (documento de trabajo).
- Cardona, J. E., et al. (2002), *El manejo de pasivos contingentes en el marco de la disciplina fiscal en Colombia*, en XIV Seminario Regional de Política Fiscal, 28-30 de enero, Santiago de Chile.
- Clavijo, S. (1998), *Política fiscal y Estado en Colombia*, Universidad de los Andes-Banco de la República.
- Clavijo, S. (2002), “Deuda pública ‘cierta’ y ‘contingente’: el caso de Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, nº 895, mayo.
- Clavijo, S. (2004), *Descifrando la “Nueva” Corte Constitucional*, Libros de Cambio, Editorial Alfaomega, febrero.
- Comisión de Racionalización del Gasto y las Finanzas Públicas (1997), *Informe Final*, seis tomos, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Confis (2002), *La deuda pública colombiana: definiciones, estadísticas y sostenibilidad*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo.
- Confis (2004), *Cierre fiscal de 2003*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo.
- Echeverry, J. C., et al. (2001), “Elementos para el debate sobre una nueva reforma pensional en Colombia”, en *Archivos de Macroeconomía*, DNP, septiembre.
- Fondo Monetario Internacional (1994), *Colombia: Recent Economic Developments*, diciembre (SM/94/312).
- Fondo Monetario Internacional (2003), *Colombia: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria*, 24 de diciembre.
- Fondo Monetario Internacional (2004), *Colombia: Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion*, 16 de junio.
- Hernández, A. (2003), “Intervención del contralor general de la República ante la Comisión III del Senado sobre el Informe del Banco de la República”, 17 de junio.
- Hernández, A., L. I. Lozano y M. Misas (2000), “La disyuntiva de la deuda pública: pagar o sisar”, en *Revista de Economía Institucional*, Universidad Externado de Colombia, nº 3.
- Meijdam, L., M. van de Ven y H. A. A. Verbon (1996), “The Dynamics of Government Debt”, en *European Journal of Political Economy*, vol. 12.
- Misión de Ingresos Tributarios (2002), *Informe Final*, Fedesarrollo.

- Posada, C. E., y L. E. Arango (2001), “¿Podremos sostener la deuda pública?”, en *Revista del Banco de la República*, n° 886, agosto.
- Rentería, C. (2004), *Reforma a la Ley Orgánica Presupuestal*, intervención de la directora de Presupuesto del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en el Foro de Fedesarrollo, marzo.
- Shome, P. (1992), *Trends and Future Directions in Tax Policy Reform: A Latin American Perspective*, FMI, junio (Documento de Trabajo, WP/92/43).
- Shome, P., E. Haindl y O. Schenone (1999), *Colombia: la política tributaria, 1995-1999*, Fondo Monetario Internacional, noviembre.
- Uribe Vélez, A. (2003), *Mensaje presidencial sobre el proyecto de Ley de Presupuesto General de la Nación 2004*, Presidencia de la República, septiembre.
- Villar, L. (2004), “Inflación y finanzas públicas”, en *Borradores de Economía*, Banco de la República, n° 297.
- Wiesner, E. (2003), *Fiscal Federalism in Latin America: From Entitlements to Markets*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D. C.

Reflexiones sobre el sistema financiero internacional*

Jean-Claude Trichet

I. Introducción

Es un honor para mí ser invitado a dar la conferencia de este año en el Bundesbank y dirigir la palabra a tan distinguido auditorio. Constituye asimismo para mí un placer particular hablar en Berlín, que simboliza en mayor medida que cualquier otra ciudad la pacífica reintegración histórica de Europa. Me gustaría, pues, expresar mi cálida gratitud al Presidente Axel Weber y a la Junta del Bundesbank por su invitación para venir a Berlín esta tarde.

En mi conferencia, trataré de tomar en cuenta y prever los desafíos que nuestra economía encara hoy día, con un enfoque en los retos que plantea la integración financiera global para el sistema financiero internacional, su arquitectura y su funcionamiento.

En mi opinión, la integración financiera internacional y el estado del sistema financiero internacional son temas mucho menos abstractos de lo que podría pensarse a primera vista. Reflejan uno de los aspectos más complejos, intrigantes y poderosos del fenómeno al que generalmente nos referimos como la globalización. Este fenómeno representa una cuestión clave que los formuladores de política en Europa y aun más allá tienen que esforzarse por abordar. Es, por tanto, de la mayor importancia comprender el significado de este problema para nuestro papel como formuladores de política económica, y es teniendo esto como telón de fondo que me gustaría reflexionar ahora sobre la integración financiera internacional y el sistema financiero internacional.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, esta conferencia pronunciada por J.-C. Trichet, Presidente del Banco Central Europeo (BCE), del original en inglés difundido por Press and Information Division del BCE. El autor sustentó esta "Bundesbank Lecture", en Berlín, el 21 de junio de 2005.

Los formuladores de política a menudo enfrentan preocupaciones muy específicas acerca de la incertidumbre económica y el riesgo de inestabilidad, por lo que debemos abordar dichas preocupaciones. La política monetaria también tiene que desempeñar su papel. Hemos creado una moneda estable para 307 millones de personas. Hemos creado confianza en esta moneda. Hemos sujetado las expectativas de inflación por debajo (aunque cerca) del 2%. Hemos asegurado la estabilidad monetaria en nuestro continente. En la misma forma, otras políticas tienen que contribuir a abordar los desafíos del futuro. Deben reforzar la confianza y así, asegurar que la apertura de las fronteras se transforme finalmente en algo válido en términos de desarrollo económico y cooperación institucional.

En estas reflexiones describiré los recientes acontecimientos en el sistema financiero internacional y de qué manera han moldeado la estructura institucional de este sistema en años recientes. A continuación abordaré los actuales desafíos que encaran a la vez la comunidad internacional y Europa, y las implicaciones de estos retos.

II. Integración financiera internacional

El más claro ejemplo de la integración económica global es el comercio, lo cual es particularmente cierto para este país. La etiqueta "Hecho en Alemania" tiene el reconocimiento del mundo entero como muestra de muy elevada calidad, aunque el comercio internacional no constituye un proceso en que sólo gana una de las partes. Cada exportación corresponde a una importación y las economías se benefician mutuamente entre sí. Muchos de los bienes que se compran en el área del euro son producidos en otros países, muy lejanos de quienes los consumen. Los costos de transportación

han disminuido. La tecnología se ha vuelto universal, la información está disponible a bajo costo, y los gustos están convergiendo. Durante las últimas tres décadas los aranceles se han reducido a la mitad y más de 230 convenios comerciales entre varios países han entrado en vigor. Todos estos sucesos han dado por resultado la gradual apertura de los mercados europeos y mundiales. A principios de los años de la década de los setenta, las exportaciones globales contribuían solamente con una décima parte del PIB mundial, pero han venido creciendo y ahora representan un cuarto del PIB mundial. Esto es un reflejo de la dramática profundización de las interrelaciones económicas globales en años recientes. En mi opinión, es importante tener en cuenta que la integración del comercio regional no estorba la integración global, sino que de hecho es una manera eficiente de promoverlo.

Hay también un fenómeno más reciente y menos visible, pero aún más dinámico, que es la integración financiera global. Con esto me refiero a la integración de los mercados locales y nacionales en un mercado financiero internacional más unificado. No hace más que unas cuantas décadas, la realización de un proyecto de inversión estaba en gran parte condicionado por la disponibilidad de capital en la economía local. Hoy día, las oportunidades de allegarse financiamiento, así como de invertir capital, son realmente globales. El sustancial número de tratados de inversión bilateral y la liberalización de las cuentas de capital han estimulado las inversiones transfronterizas.¹ Mientras que en los años setenta más del 80% de todos los países restringían el acceso al capital extranjero, en la actualidad sólo el 60% de los países en desarrollo no industrializados tienen cuentas de capital que están más o menos cerradas.² En los años setenta, las tenencias de activos transfronterizos a escala mundial ascendían a solamente un décimo del PIB mundial. Desde entonces, los flujos de capital transfronterizos han venido creciendo gradualmente y los países tienen acumulados activos extranjeros por una cantidad equivalente al PIB anual del mundo entero. En 2003, los residentes del área euro tenían capital extranjero por un valor total de 7.6 billones de euros, cifra que es algo mayor que el PIB anual del área euro.

¹ De conformidad con la base de datos de los Tratados Bilaterales de Inversión de la Comisión de las Naciones Unidas para el Comercio y Desarrollo (UNCTAD), el número de tratados bilaterales de inversión se elevó durante los años de la década de 1990 de alrededor de 500 a más de 2000.

² Véase: M. Ayhan Kose y Eswar Prasad, *Liberalizing capital*, Departamento de Finanzas y Desarrollo del Fondo Monetario Internacional, septiembre de 2004.

Empero, la integración financiera está también intrínsecamente vinculada a la economía real. Durante los últimos 30 años, la inversión extranjera directa (IED) creció en el mundo de alrededor de 8.500 millones de euros (10.000 millones de dólares de Estados Unidos) a casi un billón de euros (alrededor de 1 billón 200.000 dólares de Estados Unidos). El valor de las compañías de propiedad extranjera en todo el mundo (el acervo de IED) es igual al PIB anual del área euro. En conjunto, estas compañías totalizarían una economía cercana a un tercio del tamaño que tiene el área euro. Cada año producen bienes y servicios de un valor equivalente al PIB alemán y emplean una y media veces la fuerza de trabajo de Alemania. Para Europa, estos vínculos internacionales son de particular importancia. Los negocios corporativos europeos figuran entre los más dinámicos del mundo y generan la mitad de las IED del mundo. Al mismo tiempo, la mitad de las IED mundiales se invierten en Europa.³ Las compañías de propiedad extranjera contribuyen con entre el 10% y el 20% del PIB del área euro.⁴ Como consecuencia, la relación entre el área euro y la economía global se caracteriza hoy más por los vínculos financieros que por el comercio. Como formuladores de política, nosotros hemos tenido que estar al tanto de estos vínculos, dado que pueden constituir un mecanismo muy poderoso y de rápida transmisión de los choques.

Los beneficios de esta integración son obvios: una gran variedad de bienes y la presión para que bajen los precios benefician a los consumidores y hogares en general. Los beneficios, sin embargo, son aún más sustanciales, ya que la producción requiere tanto capital humano como financiero. Una fuerza de trabajo experta no puede poner en juego todo su potencial sin capital financiero. La impresionante recuperación económica de Europa después de la Segunda Guerra Mundial hubiera sido inconcebible sin su integración en la economía global y su concentración en exportaciones de alta calidad.

Ahora, muchas economías asiáticas se benefician de la integración económica global. La inversión en las tecnologías apropiadas permite a estos países competir en el mercado mundial e incrementar su bienestar sustancialmente. Esto, de ninguna manera es un fenómeno que sólo aparece en las cuentas nacionales, sino que se comprueba que las disparidades en el mundo han declinado significa-

³ Para un informe detallado del papel que juegan las inversiones extranjeras directas en la economía global, véase el *World Investment Report 2004*, UNCTAD, 2004.

⁴ Jos Jensen y Ad Stockman, *Foreign Direct Investment and International Business Cycle Comovement*, Banco Central Europeo, 2004 (Documento de Trabajo, n° 401).

tivamente.⁵ No es sorprendente que los beneficios de esta integración financiera sean particularmente claros para las economías abiertas, que han registrado tasas de crecimiento superiores al promedio en años recientes.⁶

¿Cómo debemos evaluar estos recientes acontecimientos en el sistema financiero internacional? Nos damos cuenta de que los beneficios superan a los costos, pero existen costos de ajuste, frecuentemente a principios de periodo y concentrados en regiones y sectores específicos, que deben ser tomados en consideración. El cambio en la estructura de la economía global también requiere ajustes estructurales en las economías locales. Sabemos que la capacidad de un país para beneficiarse de la integración financiera global, depende sobre todo de la calidad de su entorno estructural e institucional. Todas las economías, incluidas las avanzadas, tales como el área euro, tienen que adaptarse a las necesidades cambiantes de la economía mundial. La economía europea ha experimentado y continuará experimentando sustanciales cambios estructurales, que son necesarios y benéficos, ya que aseguran el lugar que ocupa Europa en la economía global. El ajuste estructural ha sido y continuará siendo un fenómeno de primera importancia en los próximos años. Como principal exportador mundial, Europa claramente tiene un gran interés en la integración económica mundial y está bien colocada para beneficiarse de ello.

Los escépticos están preocupados por la sostenibilidad de la integración financiera global. Afirman que la integración financiera ha ido demasiado lejos, que el volumen de operaciones en el mercado ha alcanzado niveles poco saludables. Cada día, las transacciones de divisas se realizan por el valor equivalente al PIB anual de Francia. La integración financiera tiene el potencial, según consideran por algunos, de desestabilizar la economía global.

Empero, la opinión opuesta tiene sus partidarios. Según ella, la integración global no sólo contribuye a un crecimiento más elevado, sino que reduce los riesgos de la economía global. También declara que la disponibilidad de financiamiento y las oportunidades de inversión son cruciales para la estabilización de los resultados económicos. Permítanme citarles dos ejemplos.

La preferencia de los inversionistas por invertir en activos locales más que diversificarse internacionalmente, conocida en la literatura económica

como “sesgo localista” no ha desaparecido todavía. En un mundo sin transacciones y costos de información, todos los países deberían tener la misma cartera. Cada país debería diversificar sus inversiones en todos los demás países en relación con el tamaño de sus mercados financieros. Esto proporcionaría el mejor seguro contra choques dirigidos a determinada economía en el mundo, incluida la economía del país en cuestión y, al mismo tiempo, incrementaría los rendimientos para todas las naciones. Durante la última década, de hecho, los países han venido reduciendo sus posiciones de riesgo a través de este mecanismo. Sin embargo, la economía mundial está muy lejos todavía de una cartera teóricamente óptima y, hasta el momento, no existe sólida evidencia empírica para una estabilización económica que sea el resultado de la participación en los riesgos. Esto debe tomarse como indicación de que todavía hay margen para una mayor reducción de riesgo y estabilización del ingreso.⁷

El segundo ejemplo se relaciona con el hecho de que la mayoría de los países en desarrollo no pueden todavía tomar préstamos internacionalmente en sus monedas locales, y tienen que recurrir a la moneda extranjera. La deuda en moneda extranjera hace a estos países más vulnerables a los movimientos del tipo de cambio. Por ejemplo, el efecto positivo de la depreciación en la competitividad internacional puede ser superado por el servicio de la deuda más elevado del gobierno en bonos de moneda extranjera y por las deterioradas condiciones económicas.⁸ Recientes tendencias en los mercados financieros internos e internacionales indican a países en desarrollo que también disponen de acceso mejorado a diferentes tipos de financiamiento. En consecuencia, nuevos progresos en el desarrollo y la integración de los mercados financieros puede contribuir a estabilizar los resultados económicos en estos países, que también beneficiarían a las economías industriales como socios comerciales.

En conjunto, considero que los recientes acontecimientos en la integración financiera internacional son bienvenidos, ya que reflejan tendencias hacia una eficiente asignación de recursos y, en esta forma, apoyan el crecimiento y promueven el bienestar en la economía global. No sólo benefician a las economías receptoras, sino también a los países de

⁵ Xavier Sala-i-Martin, *The Disturbing 'Rise' of Global Income Inequality*, National Bureau of Economic Research, 2002 (Documento de Trabajo, nº 8904).

⁶ Jeffrey Sachs y Andrew Warner, “Fundamental sources of long-run growth”, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 1997.

⁷ Bent E. Sorensen, Yi-Tsung Wu, Oved Yosha y Yu Zhu, *Home bias and international risk sharing: Twin Puzzles Separated at Birth*, 2005.

⁸ Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, The University of Chicago Press, Chicago, 2005.

origen, a los que facilitan la participación en los riesgos y en los rendimientos procedentes del exterior. Sin embargo, la rápida integración de los mercados financieros a través de las fronteras no deja de tener riesgos. Los mismos incluyen dinámicas de mercado adversas, injustificados despilfarros y desafíos para la estabilidad financiera internacional. Y esto me lleva a otra parte de mis reflexiones, que conciernen a la gobernanza del sistema financiero internacional.

III. ¿Está la arquitectura financiera internacional a la altura de la tarea?

Los riesgos potenciales que se originan por la integración financiera internacional deben ser encarados mediante una gobernanza firme, que requiere sólidos cimientos institucionales y políticos. Estos cimientos institucionales, a los que a menudo se hace referencia como la arquitectura financiera internacional del sistema, contribuirán a prevenir presiones financieras adversas y hacerles frente cuando surjan.⁹ De ahí que las cuestiones clave para los formuladores de política sean si la arquitectura financiera internacional está ya suficientemente equipada para abordar esta tarea, y si se ajusta con suficiente rapidez a los cambios en curso en la integración financiera internacional.

Claramente, no se trata de cuestiones triviales, y dar respuestas definidas requiere el beneficio de tener perspicacia. Es fácil llevar la cuenta de las crisis que han ocurrido, pero resulta imposible contar las que se han evitado. Empero, sin olvidar la necesaria nota de prudencia, considero que los ajustes implementados en el sistema financiero internacional a raíz de la crisis financiera asiática, son lo suficientemente importantes como para constituir en la actualidad un sistema que es significativamente diferente del que prevalecía antes de la crisis. Por ello yo clasificaría algunos de los cambios instrumentados en la arquitectura financiera internacional después de la crisis asiática, como de primera importancia. Permítanme que amplíe esta hipótesis.

La crisis asiática fue en verdad severa. Se estima en 600.000 millones de dólares las pérdidas de ingreso nacional durante el primer año de la crisis (1997-1998).¹⁰ Es importante darse cuenta que las significativas debilidades en los diversos sistemas

financieros y la carencia de orientación de mercado constituyen las raíces de la crisis. Estas debilidades incluyen desajustes en las hojas de balance, vulnerabilidades del sector bancario, y supervisión inadecuada. La crisis asiática fue desencadenada por un cambio en el sentir del mercado que condujo a masivas reversiones en los flujos de capital.¹¹ Este cambio en el sentir del mercado se extendió rápidamente a través de la región, y después en otras regiones, haciendo del contagio un importante factor en el desarrollo de la crisis.

Si lo vemos con atención, el hecho es que ni las autoridades nacionales ni las instituciones internacionales se dieron cuenta en forma suficiente de los riesgos, y tal vez no se hallaban equipadas en el grado necesario para encararlos una vez que se materializaron. Un subsecuente diagnóstico de los orígenes de la crisis puso de manifiesto tres grandes deficiencias: primera, considerables brechas de información entre las autoridades; los participantes en el mercado financiero y la comunidad internacional; segunda, insuficiente atención a las cuestiones del sector financiero en la vigilancia macroeconómica; y tercera, el inadecuado involucramiento de los países emergentes en los foros internacionales. Estas deficiencias han sido abordadas en años recientes, lo que ha conducido a importantes cambios en la actuación de las instituciones financieras internacionales, las autoridades nacionales y los participantes en el mercado. El principal objetivo de estos cambios ha sido reforzar la orientación del mercado mediante la mejora de la arquitectura financiera internacional. Ahora, permítanme que analice brevemente una a una estas tres series de cambios.

En primer lugar, en lo que concierne a la provisión de información, el FMI ha dado grandes pasos en años recientes hacia una incrementada transparencia. Ahora, el grueso de los informes de consulta bilateral se publican y el Fondo ha presionado para una mayor diseminación de datos económicos y financieros clave. El hecho de que en la actualidad fluyan los datos sobre reservas de divisas, deuda externa, y balanza de pagos, y que, así como otros datos clave, sean dignos de confianza y estén disponibles con pequeño retraso, ha constituido una parte importante de la transición hacia un sistema financiero internacional que el mercado conduce más de cerca.¹² Esto ha permitido a los

⁹ Con respecto a la arquitectura financiera internacional, véase, por ejemplo, P. Kenen, *The International Financial Architecture: What's new? What's missing?*, noviembre de 2001.

¹⁰ Javad K. Shirazi, *The East Asian Crisis: Origins, Policy Challenges, and Prospects*, junio de 1998.

¹¹ En 1997, las afluencias de capital privado neto a Asia declinaron en casi 100.000 millones de dólares en comparación con 1996. La variación de 1996-1997 en los flujos hacia los países asiáticos representaron alrededor del 11% de su PIB.

¹² Véase Padoa Schioppa y F. Saccomanni, "Managing a market-led global financial system", en P. Kenen (ed.), *Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods*, 1994.

participantes en el mercado evaluar precio y riesgo respecto a cada prestatario particular de manera confiable y efectiva y ha contribuido a contener los despilfarros en los mercados.

Las autoridades nacionales han realizado también considerables progresos para incrementar la transparencia, incluyendo la revelación pública de sus políticas fiscales y otros datos. Todos los bancos centrales grandes han realizado notables esfuerzos para incrementar la transparencia de su estructura de política monetaria y consideran una comunicación clara esencial para la formular políticas monetarias efectivas. En nuestros días, más de 15 de los 20 mayores bancos centrales publican boletines o informes de inflación, a menudo con detalladas explicaciones de las decisiones políticas y el trasfondo de los datos. También es importante que muchos países que fueron golpeados por una crisis en años recientes están publicando sus informes sobre la inflación, incluidos México, Corea, Tailandia y Brasil. Esto conduce asimismo a un proceso de toma de decisiones más informado en los mercados, lo que reduce la dinámica adversa de los mercados y el contagio.

Los propios participantes en el mercado, se han embarcado también en un proceso destinado a fortalecer al sistema financiero internacional, que comprende la provisión de información. En mi opinión, recientemente ha constituido un importante hito el acuerdo entre emisores de bonos soberanos y participantes privados en el mercado, acerca de un código voluntario de comportamiento para mantener en los buenos tiempos abiertos los canales de comunicación y en casos de apuro por parte de un emisor soberano, facilitar la colaboración en las soluciones, así como en una posible reestructuración de su deuda. Yo mismo lancé esta idea en un discurso pronunciado en Washington, en septiembre del 2001. Este acuerdo dio por resultado los "Principios para la estabilidad de los flujos de capital y reestructuración equitativa de la deuda en los mercados emergentes", previamente conocido como el "Código de Conducta", y fue aprobado a fines del año pasado por los ministros y gobernadores del G20, cuando nos reunimos aquí, en Berlín.¹³ Damos la bienvenida al hecho de que los emisores soberanos y participantes en el mercado han desarrollado una actitud pragmática y voluntaria, para reforzar el sistema financiero internacional y así, han tomado en sus manos la importante tarea de fortalecer el actual sistema financiero.

¹³ Véase el Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) *et al.*, *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*, noviembre de 2004.

El segundo cambio importante desde la crisis asiática concierne al enfoque de la comunidad internacional en las cuestiones financieras, pues se consideró que no se prestaba suficiente atención a la vigilancia del sector financiero. Mientras tanto, el FMI ha llevado las cuestiones del sector financiero a primer plano de su trabajo, por lo que ahora son regularmente incluidas en las consultas. Se ha establecido la vigilancia del mercado global, y al mismo tiempo se han reforzado los instrumentos analíticos para mejor comprender la detección de la crisis. El FMI ha establecido también el llamado Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF o Financial Sector Assessment Program, FSAP), destinado a promover la solidez del sistema financiero en los países miembros del FMI. Una parte importante del Programa es la evaluación por el FMI del cumplimiento de las normas y códigos del sector financiero, que han sido aprobados por la comunidad internacional. De hecho, el FMI está elaborando informes separados sobre el Cumplimiento de las Normas y Códigos como subproducto del Programa. La afiliación casi universal al FMI lo sitúa bien para realizar este importante trabajo, y pienso que si 120 países han participado ya en el Programa de Evaluación del Sector Financiero desde su lanzamiento en 1999, o bien proyectan participar, este hecho constituye clara evidencia de lo dicho.

Con objeto de ampliar el examen de los vínculos entre la estabilidad financiera y macroeconómica, así como a través de sectores del sistema financiero en escala global, se creó el Foro para la Estabilidad Financiera en 1999. El propósito del FEF consiste en promover la estabilidad financiera internacional y reducir los riesgos que se derivan del sistema financiero internacional. El FEF ocupa una posición única para desempeñar esta tarea, ya que sus miembros incluyen, en particular, las principales instituciones financieras internacionales (con lo cual quiero decir bancos, firmas de títulos, y compañías de seguros), los comités internacionales de expertos de bancos centrales en los campos de los mercados financieros y sistemas de pagos y liquidaciones, así como las autoridades ejecutivas monetarias y supervisoras de los principales centros financieros. A mi juicio, esto constituye la primera tentativa seria de considerar el sistema financiero global como un verdadero sistema único, una entidad estructural integrada acerca de la cual es de la mayor importancia que cada institución o autoridad ya sea el FMI o el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, o el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board, IASB), por ejemplo, esté plenamente enterada de las implicaciones sis-

témicas de sus propias orientaciones y decisiones. Desde este punto de vista, considero que el Foro de Estabilidad Financiera es una cámara de compensación conceptual y global, cuyo papel probablemente será cada vez más importante, hasta el punto de que el propio sistema financiero global (conducido por la tecnología y la globalización) es más y más complejo, universal e integrado.

La tercera deficiencia que fue detectada en la arquitectura financiera internacional durante la crisis asiática, fue el inadecuado involucramiento de los países emergentes en el foro internacional. Durante el desarrollo de la crisis asiática, la participación de los mercados emergentes fue abordada con el establecimiento del G20, que presenció su reunión inaugural aquí, en Berlín, en diciembre de 1999. El G20 fue establecido a fin de reflejar plenamente la nueva naturaleza de la economía global, una economía en la que las economías emergentes desempeñaban un papel muy importante desde el punto de vista sistémico. El G20 es en verdad un foro global. Da realce a la disseminación de información al reunir a países industriales clave con otros emergentes, en un escenario informal, con objeto de llegar a un consenso en cierto número de temas relacionados con la arquitectura internacional financiera. Desde su establecimiento en 1999, el G20 ha sido el instrumento para implementar normas y códigos que se aplican a nivel global, así como ha constituido un ejemplo en la realización de los Programas de Evaluación del Sector Financiero del FMI y los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas en una fase temprana. En la actualidad, dos tercios de los miembros del FMI han participado en estos informes, que evalúan su cumplimiento de las normas y códigos internacionalmente reconocidos. El G20 ha contribuido también a la identificación de las 12 normas o estándares en que se han concentrado ahora los esfuerzos globales. Estas normas principales incluyen supervisión bancaria, gobernanza corporativa, transparencia fiscal, transparencia de política monetaria y financiera, y regulación de títulos. Sin esta clase de propiedad global de los nuevos conceptos y las mejores prácticas, sin la implementación de los Principios para la estabilidad de los flujos de capital y la reestructuración equitativa de la deuda en mercados emergentes que el G20 ha logrado imponer, nuestra actual arquitectura financiera no sería tan fuerte como lo es hoy.

Estas tres grandes mejoras (promoción de la transparencia como guía estratégica de primera importancia, el enfoque sobre una apreciación conceptual más sistémica, en particular a través del Foro de Estabilidad Financiera, y el desarrollo y perfeccionamiento de la propiedad global, en

particular mediante el establecimiento del G20) han contribuido a un sistema financiero internacional más flexible que el anterior. El sistema financiero internacional está hoy mejor equipado para detectar las vulnerabilidades y hacer frente a los choques de lo que lo estaba en 1997 ó 1998. Aunque el éxito de la prevención de crisis sólo puede evaluarse tras un examen minucioso, la ausencia de contagio financiero internacional durante los últimos años constituye una valiosa observación.

Una importante lección de las recientes crisis ha sido que el sector privado debe desempeñar su papel en el manejo de la crisis. La participación del sector privado se requiere a fin de evitar el problema del riesgo moral inherente a la amplia asistencia financiera que provee el sector oficial.¹⁴ Lo que es más, el papel del sector privado en la gestión de la crisis es esencial porque los apoyos oficiales probablemente serán insuficientes para cubrir las necesidades financieras de un país en crisis, en los momentos de crecientes salidas de capital. Se han realizado ciertos progresos concretos en el área de la participación del sector privado, especialmente en el incrementado uso de las cláusulas de acción colectiva en los bonos soberanos.

Subsisten cierto número de cuestiones no completamente cubiertas en el sistema financiero internacional que necesitan una reflexión más atenta. Una de esas cuestiones es el papel del sector oficial en la resolución de la crisis. Acerca de esto, la comunidad internacional ha comenzado a hacer hincapié en la importancia de contar con reglas más claras para el apoyo del sector oficial. La tarea se emprendió con el fin de reforzar los incentivos para un manejo prudente del riesgo por parte tanto de los formuladores de política como por los inversionistas del sector privado. El FMI ha establecido una estructura, denominada política de acceso excepcional, para los grandes programas de asistencia financiera, que establecen las guías con objeto de que se puedan predecir con mayor certeza los préstamos del FMI. Corresponde ahora a la comunidad internacional seguir esas reglas. Otra cuestión que permanece abierta es la falta de guías claras para la participación del FMI en el proceso de reestructuración de la deuda soberana, en caso de que algún país encare una insostenible situación en cuanto a la deuda. El caso de Argentina es un ejemplo de lo muy difícil que es el proceso de reestructuración de la deuda, que se ha lleva-

¹⁴ Véase *Managing Financial Crisis in Emerging Market Economies: Experience with the Involvement of Private Sector Creditors*, BCE, 2005 (Documento Ocasional, nº 32), para un examen general de los instrumentos para la participación del sector privado y la reciente experiencia.

do largo tiempo en completarse y que ha sido causa de incertidumbre para todas las partes interesadas. El proceso de reestructuración de la deuda de Argentina ha demostrado que la comunidad internacional sigue necesitando un mejor marco para la resolución de la crisis. Las autoridades deben cooperar con el FMI y los acreedores internacionales. El FMI, por su parte, ha seguido involucrándose de cerca en el proceso y tiene que desempeñar un papel activo a efecto de proveer información.

El FMI está realizando ahora una revisión estratégica de sus actividades, que debería establecer la ruta a seguir por el Fondo en los próximos años. Esta revisión estratégica, comprende el examen de medidas que permitan una vigilancia más efectiva. Yo apoyo los recientes esfuerzos para dar mayor énfasis a la vigilancia regional, a fin de reflejar el enfoque fuertemente regional de los patrones comerciales, visibles no solamente en Europa y Asia, sino también en otras partes del mundo. Asimismo, apoyo las tentativas de revisar el funcionamiento del sistema monetario internacional y el papel que el Fondo desempeña en ello. Específicamente, en este contexto, el FMI está particularmente bien situado para analizar cuestiones como acumulación de reservas y la evolución de los regímenes de tipo de cambio en mercados emergentes, con objeto de llevar debida cuenta de su implicación global. Finalmente, es importante revisar la posición financiera del FMI y las implicaciones de su menor actividad como prestamista en el presupuesto operativo del Fondo.

IV. Desafíos macroeconómicos vigentes

Mis reflexiones sobre el actual estado del sistema financiero internacional quedarían incompletas, sin hacerlas figurar en el contexto de la presente situación económica global. En primer lugar, debo hacer notar que estos no son tiempos de complacencia y que en la actualidad nos encontramos ante una situación que nos desafía.

La economía global se está expandiendo a una tasa confortable, pero existen grandes desequilibrios globales, que de hecho se han ampliado en años recientes. Estos desequilibrios abarcan a los países industrializados en conjunto, pues tienen un déficit de cuenta corriente grande en el agregado y, entre ellos, más particularmente, Estados Unidos, cuyo déficit en cuenta corriente alcanza niveles no vistos antes. Este incremento en cuenta corriente en años recientes se ha presentado con un trasfondo de declinación en el ahorro nacional, a su vez atribuible a los crecientes déficit presupuestarios y una tasa de ahorro de los hogares que ha

declinado a niveles no muy arriba de cero. El financiamiento del déficit en cuenta corriente, que requiere la entrada de flujos de una magnitud de alrededor de dos mil millones de dólares cada día laborable, proviene en gran medida de Asia. Los bancos centrales en la región han venido interviniendo en gran medida por varias razones, tales como evitar que sus monedas se revalúen, y se han convertido en compradores a gran escala de títulos de la deuda de Estados Unidos en años recientes. Aunque la actual situación es racionalizada por algunos observadores, en particular dado el apoyo que da a un fuerte crecimiento en ambas regiones y la suavización del curso de ajuste, al mismo tiempo plantea claramente interrogantes con respecto a la sostenibilidad de recientes acontecimientos y políticas asociadas a los mismos.

Japón y Europa también figuran en el cuadro. Japón porque dispone de amplio excedente en cuenta corriente y tiene un crecimiento lento, y Europa porque si bien su cuenta corriente está bien equilibrada, debería también contribuir a un incrementado desarrollo global (elevando su tasa potencial de crecimiento), con lo cual aliviaría los desequilibrios globales. La ordenada y efectiva corrección de los desequilibrios globales es uno de los principales objetivos de la comunidad internacional. Estos desequilibrios representan un gran riesgo para la estabilidad financiera de todo el mundo y, por lo tanto, para el crecimiento global. No existe solución individual nacional o continental para ese problema. Confío en que hay necesidad absoluta de emprender una estrategia cooperativa que comprenda a los cuatro principales socios. Estados Unidos tiene que resolver su estructural falta de ahorro, mediante la reducción del desahorro público y el incremento del ahorro familiar u hogareño. Europa tiene que aumentar su crecimiento potencial a través de la aplicación de reformas estructurales que generen ese crecimiento y contribuir así al mismo en escala global. Japón también deberá acrecentar su crecimiento potencial, mediante la instrumentación de las reformas estructurales. Y, como miembro de pleno derecho de esta tarea colectiva, cooperativa y global, las economías emergentes asiáticas tendrán que aceptar un ordenado realineamiento de sus monedas. Me gustaría subrayar que esos cuatro socios en conjunto no sólo disponen de una estrategia ganadora para resolver los desequilibrios globales, sino que además, individualmente, cada uno de ellos, hará lo que corresponde a su mejor interés. Esto es verdad tanto para China como para el Asia emergente. Es verdad, también, tanto para Estados Unidos como para Japón.

Asimismo es verdad para Europa. Debemos

convencer a la gente que las reformas estructurales son necesarias para revitalizar nuestras economías y hacer que se ajusten a la competencia global. Lo que es más, pueden aumentar la elasticidad frente a los choques inherentes en las economías abiertas. Las reformas estructurales son esenciales para que Europa tenga la capacidad de responder a los desafíos derivados de la profundización en curso de la división del trabajo global, el rápido avance del cambio tecnológico, y el envejecimiento de la población. En mi opinión, todas las condiciones para beneficiarse de la integración se encuentran reunidas, y debemos hacer los ajustes estructurales necesarios con plena confianza en sus beneficios a largo plazo para nuestra economía.

V. Conclusión

En conclusión me gustaría hacer hincapié en tres puntos. Primero, considero digno de nota que los actuales desequilibrios globales hayan traído de nuevo a primer plano la importancia de las cuestiones monetarias y de tipo de cambio en la economía global, o sea, cuestiones de configuraciones del tipo de cambio, acumulación de reservas y liquidez global. Esto subraya el hecho de que el enfoque en cuestiones como el sector financiero y en el mercado como institución, no debe hacerse a expensas de la vigilancia macroeconómica y del tipo de cambio. Esto es particularmente verdad por lo que respecta a la vigilancia del Fondo Monetario Internacional.

Segundo, la revolución científica y tecnológica, el fenómeno de la globalización y los cambios es-

tructurales que están en curso en todos los continentes, no digamos en Europa, exigen la mayor vigilancia y la adaptación permanente de la arquitectura financiera internacional. Debemos mantener un control constante acerca de si hemos tomado en consideración de manera apropiada la interacción sistémica entre los diversos pilares de la arquitectura financiera internacional. Queda mucho por hacer a este respecto y como ya se dijo, no es tiempo de complacencia. El Banco Central Europeo está muy atento a desempeñar su papel a este respecto, no sólo mediante su activa participación en el G7, el G20, y el Foro de Estabilidad Financiera, y plenamente dedicado al grupo de gobernadores del G10, aunque también reclamando, cuando es necesario, una visión sistémica más amplia, más comprehensiva en cierto número de importantes campos. Por ejemplo, se sugieren consideraciones adicionales de estabilidad financiera en el contexto el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, lo que se ha realizado ahora a nuestra satisfacción.

Resta por hacer el trabajo de lograr la inclusión plena de las economías emergentes y de las economías en transición en la arquitectura financiera internacional. El G20, como ya he dicho, es una ilustración emblemática de esta nueva característica que ya tiene demasiado retraso. En el campo de la banca central, la reunión económica global de los gobernadores de bancos centrales de las economías industrializadas y emergentes en todo el mundo, es otro importante ejemplo del nuevo e incluyente manejo de cuestiones que son a la vez sistémicas y globales.

Gracias por su atención.

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *miembros*: Pandora Johnson y Carleton Williams. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *inspector de Bancos y compañías fiduciarias*: Michael Foot; *gerentes*: Cassandra Nottage (Supervisión bancaria), Cecil M. Sherman (Operaciones de banco), Keith Jones (Contabilidad), Bert A. Sherman (Computación), Gerard Horton (Control de cambios), Sylvia Carey (Recursos humanos) y John A. Rolle (Investigaciones); *consejero legal*: Rochelle A. Deleveaux; *subgerente de Administración*: Selvin Basden.

(Información oficial, junio de 2005)

CENTRAL BANK OF BARBADOS

Gobernadora: Marion V. Williams. *Subgobernadores*: Victor M. Springer, *a. i.* (Operaciones) y Carlos A. Holder (Investigaciones y supervisión). *Secretaria*: Sonia L. Richards. *Asesor*: Harold E. Codrington. *Directores*: Michael Carrington (Control financiero [Contaduría]), Cleviston L. Haynes (Supervisión bancaria), Julia A. Weekes, *a. i.* (Banca y circulante), Abdul R. Mehter (Medios de administración), Jefferson O. Reeves (Control de cambios y créditos para la exportación), Hensley T. Sobers (Recursos humanos), Patricia A. Forde-Blanchard (Auditoría interna), Janice D. Marshall (Sistemas de información) y Daniel O. Boamah (Investigaciones).

(Información oficial, mayo de 2005)

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gobernador: Henrique de Campos Meirelles. JUNTA DIRECTIVA. *Subgobernadores*: Rodrigo Telles da Rocha Azevedo (Política monetaria), Paulo-Sérgio Cavalheiro (Supervisión), Antônio-Gustavo Matos do Vale (Privatización y liquidación bancaria), Sérgio Darcy da Silva Alves (Organización y regulación del sistema financiero), João-Antônio Fleury Teixeira (Administración), Afonso Sant'Anna Bevilaqua (Política económica), Alexandre Schwartzman (Asuntos internacionales) y Alexandre Tombini (Estudios especiales); *consultores principales*: Flávio Pinheiro de Melo, Alvir-Alberto Hoffmann, Marco-Antônio Belém da Silva y Cláudio Jaloretto, Clarence-Joseph Hillerman Júnior, Carolina de Assis Barros, Catherine Hennings, Dalmir-Sérgio Louzada, y Eduardo Fernandes. OFICINA DEL GOBERNADOR. *Jefe*: José-Augusto Varanda; *asesor principal de la Junta*: Alexandre Pundek Rocha; *secretarios*: Hélio-José Ferreira (Secretaría Ejecutiva), Emídio Rodrigues Cordeiro (Secretaría de Relaciones institucionales) y Sérgio Albuquerque de Abreu e Lima (Secretaría de la Junta directiva y asuntos del Consejo monetario nacional); *asesores especiales*: Luiz do Couto Neto, João Batista do Nascimento Magalhães y Jocimar Nastari (Prensa). *Jefes de departamento*: Jefferson Moreira (Administración financiera), Eduardo de Lima Rocha (Auditoría interna), Sérgio Almeida de Souza Lima (Gestión de informaciones del sistema financiero), José-Antônio Marciano (Operaciones bancarias y sistema de pagos), José-Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación bancaria), Fernando de Abreu Faria (Informática), Francisco-José de Siqueira (Legal), Clarence-Joseph Hillerman Júnior (Normas del sistema financiero), Vânio-Cesar Pickler Aguiar (Supervisión indirecta), Osvaldo Watanabe (Supervisión directa), Ivan-Luiz Gonçalves

de Oliveira Lima (Operaciones de mercado abierto), Dimas-Luis Rodrigues da Costa (Administración de recursos materiales), Amaro-Luiz de Oliveira Gomes (Regulación del sistema financiero), Luiz-Edson Feltrim (Organización del sistema financiero), Ricardo Liao (Combate a ilícitos cambiarios y financieros), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Relaciones internacionales y deuda externa), Altamir Lopes (Investigación económica), Ricardo Liao (Vigilancia de actividades ilegales), Marcelo Kfoury Muinhos (Estudios e investigaciones), Miriam de Oliveira (Organización de recursos humanos), Daso Maranhão Coimbra (Operaciones de reservas internacionales), José-Clóvis Batista Dattoli (Planeamiento y organización), José dos Santos Barbosa (Medio circulante), Cornelio Farias Pimentel (Supervisión indirecta), Oswaldo Watanabe (Supervisión directa) y Sidinei Corrêa Marques (Capital extranjero y cambios). *Gerentes:* José-Pedro Ramos Fachada Martins da Silva (Relaciones con grupos de inversores), José-Maria Ferreira de Carvalho (Regulación de capital extranjero y cambios) y Geraldo Pereira Júnior (Privatización bancaria).

(Información oficial, junio de 2005)

BANCO CENTRAL DE CHILE

Presidente: Vittorio Corbo Lioi. *Vicepresidente:* José de Gregorio Rebeco. *Consejeros:* María-Elena Ovalle Molina, Jorge Desormeaux Jiménez y Manuel Marfán Lewis. *Gerente general:* Camilo Carrasco Alfonso. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Revisor general:* Alejandro Zurbuchen Silva. *Gerentes de división:* Luis-Óscar Herrera Barriga (Política financiera), Esteban Jadresic Marinovic (Internacional), Rodrigo Valdés Pulido (Estudios) y Luis González Bannura (Gestión y desarrollo). *Gerentes:* Jerónimo García Cañete (Informática), Mabel Cabezas Bullemore (Servicios logísticos y seguridad), Pablo García Silva (Análisis macroeconómico), Osvaldo Garay Hidalgo (Gestión estratégica y riesgo), José-Manuel Garrido Bouzo (Análisis financiero), Sergio Lehmann Beresi (Análisis internacional), Iván Montoya Lara (Tesorería), Cecilia Feliú Carrizo (Recursos humanos), Gloria Peña Tapia (Cambios internacionales y política comercial), Jorge Pérez Etchegaray (Operaciones monetarias), Cristián Salinas Cerda (Inversiones internacionales), Klaus Schmidt-Hebbel (Investigación económica), Ricardo Vicuña Poblete (Información e investigación estadística) y Eduardo Arriagada Cardini (Comunicaciones). *Abogado jefe:* Juan-Esteban Laval Zaldívar. *Auditor jefe:* Mario Ulloa López.

Capacitación: Carla Cruces Carrasco. *Bibliotecaria:* Rubeth Silva Canto.

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO DE LA REPÚBLICA (COLOMBIA)

Gerente general: José-Darío Uribe Escobar. *Gerentes:* Hernando Vargas Herrera (Técnico) y Gerardo-Alfredo Hernández Correa (Ejecutivo). *Subgerentes:* Jorge-Hernán Toro Córdoba (Estudios económicos), José Tolosa Buitrago (Monetario y de Reservas), Néstor-Eduardo Plazas Bonilla (Área industrial y tesorería), Luis-Fernando Restrepo Valencia (Administración), Luis-Francisco Rivas Dueñas (Informática), Darío Jaramillo Agudelo (Cultural) y Joaquín Bernal Ramírez (Operación bancaria). *Directores:* Fernando Albán Díaz del Castillo (Relaciones públicas), Jorge-Orlando Melo González (Biblioteca), Bernardo Calvo Regueros (Tesorería), Rafael-Ignacio de Fex Retamoso (Reservas internacionales) y Diana-Margarita Mejía Anzola (Comunicación institucional). *Jefes de sección:* María-Clemencia Martínez Acosta (Capacitación) y Luis-Miguel Cataño Cataño (Mesa de dinero). *Auditor general:* Luis-José Orjuela Rodríguez. *Contador general:* Jairo Contreras Arciniegas. *Asesora de la Gerencia general:* Juana Téllez Corredor.

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez; *vicepresidente:* Luis Mesalles Jorba; *miembros:* Federico Carrillo Zurcher, Jorge Alfaro Alfaro, Hilda-Pepita Echandi Murillo, José-Eduardo Angulo Aguilar y vacante; y *secretario general:* Jorge Monge Bonilla. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente:* Roy González Rojas; *auditor interno:* Ernesto Retana Delvó; y *subauditor:* Bolívar Montenegro Rodríguez. *Directores de división:* William Calvo Villegas (Económica), Rosa Roig Oller (Administrativa), Carlos Melegatty Sarlo (Servicios financieros), Héctor Ávila Valverde (Gestión de activos y pasivos), Luis-Fernando Mora Jiménez (Tecnologías de información), José-Aníbal Cascante Soto (Asesoría jurídica) y Jorge Monge Bonilla (Secretaría general). CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. *Presidente:* Luis-Diego Vargas Chinchilla; *miembros:* Alejandro Matamoros Bolaños, Juan-José Flores Sittenfeld, Álvaro García Bolaños, Marta Arrea Brenes, Federico Carrillo Zurcher,

Ovidio Pacheco Salazar, Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez y Roy González Rojas. PERSONAL EJECUTIVO. *Superintendentes generales*: Óscar Rodríguez Ulloa (Entidades financieras), Javier Cascante Elizondo (Pensiones) y Danilo Montero Rodríguez (Valores).

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO CENTRAL DE CUBA

Ministro-presidente: Francisco Soberón Valdés. *Primer vicepresidente*: Jorge Barrera Ortega. *Vicepresidentes*: René Lazo Fernández, Arnaldo Alayón Bazo, Mercedes López Marrero y Ana-Rosa Sardiñas Jarel. *Superintendente*: Esteban Martel Sotolongo. *Tesorera*: Juana-Lilia Delgado Portal. *Secretaria*: Michelle Abdo Cuza. *Auditor*: Julio González Pérez. *Directores*: Katerine Aliño Carballo (Estudios económicos y financieros), Carlos Pérez Soto (Política monetaria), Yamile Berra Cires (Deuda externa), Julio-César Guerrero Valdés (Estadísticas monetarias y financieras), Nelson Martínez Díaz (Análisis a instituciones), Nelson Pérez López (Desarrollo estratégico), Marlié León Simón (Regulaciones de control de cambio), Ramón Muñoz Pérez (Sistema de pagos), Rebeca López Marrero (Operaciones de fondos centralizados), Lilia Moreno Padilla (Sistemas automatizados), Jorge Torres Sanabria (Contabilidad), Juan-Luis Gamboa Santana (Emisión y valores), Gilma Rodríguez Madera (Recursos humanos), Adolfo Cossío Recio (Centro nacional de superación bancaria), Aracelis Cejas Rodríguez (Centro de información bancaria económica), María-Elena Cuervo Céspedes (Inspección), José-Luis Roda Romero (Riesgo), Jorge-Ramón Antuña Caro (Regulaciones) y Francisco-Jesús Mayobre Lence (Control de cambio); *adjuntos*: Benigno Regueira Ortega y Marta Sánchez Rumayor.

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

DIRECTORIO. *Presidente*: Ángel-Polibio Córdova; *miembros*: Leopoldo Báez Carrera, Pablo Rosero, Eduardo Velarde Barrera y Robert Andrade Torres. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente general (a. i.)*: Mauricio Pareja Canelos; *subgerente general (a. i.)*: Diego Mancheno Ponce; *gerentes de sucursal*: Tomás Plúas Albán, a. i. (Guayaquil) y Ramiro Viteri (Cuenca); *directores generales*: Wilson Pérez, a. i. (Estudios), Jhon Arroyo, a. i. (Banca), Pablo Grijalva, a. i. (Inversiones), Pablo Freire, a. i. (Servicios fi-

nancieros), Raúl Larrea, a. i. (Servicios bancarios nacionales), Elena Andrade (Servicios bancarios internacionales), Miguel Robayo Páez (Servicios corporativos), Paulo Bermeo (Informática), Gladys Palán (Recursos humanos), Mónica del Pozo (Finanzas), Francisco Reyes (Administración), Francisco Cevallos (Desarrollo organizacional), Catalina Manosalvas (Riesgos financieros), Patricio Naranjo (Imagen corporativa) y Verónica Zambrano (Programa del muchacho trabajador); *auditora general (a. i.)*: Paulina Naranjo; *secretario general (a. i.)*: Pablo Guerrero Torres; y *asesor legal*: Francisco Grijalva Muñoz.

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR

Presidenta: Luz-María de Portillo. *Primera vicepresidenta*: Carmen-Elena de Alemán. *Directores propietarios*: Guillermo Ruiz Maida y Ricardo-Antonio Morales Estupinián; *suplentes*: Jesús Amado Campos y Ricardo-Salvador Calvo. *Asesor*: Ramón Ávila Qüehl. *Gerentes*: Luis-Adalberto Aquino (Estudios y estadísticas económicas), Sonia Gómez (Sistema financiero), Marta-Evelyn de Rivera (Internacional), Francisco López (Desarrollo institucional), Juan-Alberto Hernández (Tesorería) y Rafael Avillar Gómez (Administración). *Jefes de departamento*: Óscar Ovidio Cabrera (Investigaciones económica y financiera), María-Luisa Calderón de Castro (Comunicaciones), Vilma de Mendoza (Servicio jurídico), Mayra-Azalia de Munguía (Auditoría interna) y Delmy de Corpiño (Informática).

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO DE GUATEMALA

Presidente: Lizardo-Arturo Sosa López. *Vicepresidente*: Mario-Alberto García Lara. *Gerentes*: Edwin-Haroldo Matul Ruano (General), José-Alfredo Blanco Valdés (Economía), Manuel-Augusto Alonzo Araujo (Administración), Carlos-Rafael García (Finanzas) y Leonel-Hipólito Moreno Mérida (Servicios jurídicos); *asesor III de la Gerencia general*: Sergio-Francisco Recinos Rivera. *Secretario de la Junta monetaria*: Armando-Felipe García Salas Alvarado. *Auditor interno*: Bernardino González Leiva; *subauditor*: Erwin-Roberto Camposeco Córdova. *Director de Desarrollo organizacional*: Romeo-Eduardo Campos Sánchez; *subdirector*: José-René Lorente Méndez. *Asesoría jurídica*: asesores III: Ge-

rardo-Noel Orozco Godínez y Beatriz-Eugenia Ordóñez Porta de Leal; *asesor II*: César-Augusto Martínez Alarcón. *Directores de departamento*: Enrique-Antonio Amurrio Comparini (Comunicaciones y relaciones institucionales), Salvador-Orlando Carrillo Grajeda (Recursos humanos), Óscar-Roberto Monterroso Sazo (Estudios económicos), Fernando Diéguez Díaz (Operaciones de mercado abierto), Juan-Carlos Castañeda Fuentes (Investigaciones económicas), Mynor-Humberto Saravia Sánchez (Suministros y servicios diversos), Édgar-Rolando Lemus Ramírez (Cambios e internacional), Ariel Rodas Calderón (Informática) y Carlos-Andrés Meléndez Marroquín (Análisis bancario y financiero); *subdirectores*: Erick Prado Carvajal, Carlos-Arnoldo Trejo Ajvix, Otto-René López Fernández, Jorge-Vinicio Cáceres Dávila, Sergio-Javier López Toledo, Mario-Roberto León Ardón, Rómulo-Oswaldo Divas Muñoz, Héctor-Adelso del Cid Solórzano, José-Fernando Ramírez Velásquez, Mario-Alfredo Salguero Samayoa, Fernando-Wladimir Estrada Pérez, Byron-Saúl Girón Mayén y Luis-Felipe Granados Ambrosy.

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO CENTRAL DE HONDURAS

Presidenta: María-Elena Mondragón de Villar. *Vicepresidenta*: Analía Napky. *Directores*: Suyapa Funes Castro, Manuel Fontecha Ferrari y Óscar Núñez. *Gerente*: Ariel Pavón. *Subgerentes*: Manuel de Jesús Bautista, Héctor Méndez Cáliz y Liliana Castillo de Sierra (Estudios económicos). *Jefes de departamento*: Gerardo Casco (Internacional), Claudia Matus de Banegas (Recursos humanos), César-Antonio García Madrid (Informática y tecnología), Justo-Ernesto Murillo (Servicio jurídico), José-Francisco Lagos (Servicios generales), Saúl-Moisés León (Emisión y tesorería), Nicardo-Florentino Palma (Contaduría), Jorge Romero (Crédito y valores), José-María Palacios (Organización y planeamiento), Matilde Maradiaga de Franco (Previsión social) y Pedro Pavón (Seguridad e investigaciones especiales). *Jefes de unidad*: José-Antonio Borjas (Servicios fiscales), Martha-Betulia Moradel Díaz (Servicios bibliotecarios), Ina Chacón de González (Comunicaciones y relaciones internas), Manuel Rodríguez (Agregados económicos), Jorge Oviedo Imbodem (Agregados financieros), Ángel-Alberto Arita Orellana (Programación financiera) y Carlos Espinoza (Investigación económica).

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO. *Gobernador*: Guillermo Ortiz; *subgobernadores*: José-Julián Sidaoui Dib, Everardo Elizondo Almaguer, Jesús Marcos Yacamán y Guillermo Güémez García. *Directores generales*: David Margolín Schabes (Operaciones de banca central), Manuel Ramos Francia (Investigación económica), José Quijano León (Análisis del sistema financiero), Alejandro Garay Espinosa (Administración interna), Francisco Moreno y Gutiérrez (Jurídica) y Jaime Pacreu Vizcaya (Emisión). *Contralor*: Jorge Nicolás Fischer. *Directores*: Javier Duclaud González de Castilla (Operaciones), Ricardo Medina Álvarez (Sistemas operativos y de pagos), Samuel Alfaro Desentis (Análisis y evaluación de mercados), José-Antonio Cortés Olvera (Trámite operativo), Javier Guzmán Calafell (Asuntos internacionales), Jesús Cervantes González (Medición económica), Alejandro Díaz de León Carrillo (Análisis macroeconómico), Javier Salas Martín del Campo (Precios, salarios y productividad), Gabriel Vera y Ferrer (Sistematización de información económica y servicios), Pascual O'Dogherty Madrazo (Análisis del sistema financiero), Cuauhtémoc Montes Campos (Información del sistema financiero), Joaquín Araico Río (Administración), Manuel Galán Medina (Programación y distribución de efectivos), Gerardo Zúñiga Villarce (Contabilidad), Alejandro Alegre Rabiela (Seguridad), Fernando Corvera Caraza (Disposiciones de banca central), Humberto Ruiz Torres (Jurídica), Javier Cárdenas Rioseco (Intermediarios financieros de fomento), Alejandro García Kobeh (Coordinación de la información), Federico Rubli Kaiser (Relaciones externas) y Fernando Castañeda Ramos (Sistemas).

(Información oficial, abril de 2005)

COLABORADORES

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y SEGUROS (ECUADOR)

Superintendente: Alejandro Maldonado García. *Intendente general*: Alberto Cririboga Acosta. *Asesor general*: Roberto Sandoval Cevallos. *Secretario general*: Pablo Cobo Luna. *Intendentes nacionales*: Óscar Andrade Veloz (Instituciones financieras), Renán Calderón Villacís (Seguros privados) y Camilo Valdivieso Cueva (Servicio jurídico). *Directores nacionales*: Carmen Corral Ponce (Seguridad social), Rodrigo Espinosa Bermeo (Estudios y estadísticas), Rodrigo Mora Guzmán (Ries-

gos), Ramiro Aguinaga Cádema (Finanzas y administración), Alberto Pazmiño Proaño (Recursos tecnológicos) y Luis Guzmán Maldonado (Estrategia y gestión). *Intendentes regionales*: Alejandro Pazmiño Arias (Guayaquil), Fernando Arteaga Tamáriz (Cuenca) y Zoraya Ibarra Mendoza (Portoviejo).

(Información oficial, abril de 2005)

SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y Superintendente*: Luis-Armando Montenegro Monterrosa; *directores propietarios*: Antonio Azucena Fuentes, Pedro-Fausto Arieta Vega, Francisco-José Morales E. y José-Everardo Rivera; *suplentes*: Sonia-Alejandra López de Aguilar, José-Adolfo Torres Lemus, Manuel-Antonio Escobar Chávez y Jorge-Alberto Escobar Polanco. PERSONAL EJECUTIVO. *Intendentes*: William Durán (Supervisión) y José-Franklin Hernández (Jurídico); *directores*: Julia del Carmen Zaldivar de Stephan (Administración y finanzas), Ivette Rodríguez de Díaz (Informática) y Cristian Marcel Menjívar (Comunicaciones).

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO DE ESPAÑA

CONSEJO DE GOBIERNO. *Gobernador*: Jaime Caruana; *subgobernador*: Gonzalo Gil; *consejeros*: Julio Segura, Juan Muñoz, Jesús Leguina, Ángel-Luis López Roa, Guillem López y José-María Marín; *directora general del Tesoro y Política financiera*: Soledad Núñez; *vicepresidente de la Comisión Nacional del mercado de valores*: Carlos Arenillas; *secretario*: José-Antonio Alepuz; *directores generales*: F. Javier Aríztegui, José-Luis Malo de Molina, José-María Roldán, Pedro-Pablo Villasante y José-María Viñals; y *representante del personal*: Luciano Murias. COMISIÓN EJECUTIVA. *Gobernador*: Jaime Caruana; *subgobernador*: Gonzalo Gil; *consejeros*: Ángel-Luis López Roa y Julio Segura; *secretario*: José-Antonio Alepuz; y, *directores generales*: F. Javier Aríztegui (Operaciones, mercados y sistemas de pago), José-Luis Malo de Molina (Servicio de estudios), José-María Roldán (Regulación), Pedro-Pablo Villasante (Supervisión) y José-María Viñals (Asuntos internacionales).

(Información oficial, mayo de 2005)

COMISIÓN NACIONAL DE BANCOS Y SEGUROS (HONDURAS)

Presidenta: Ana-Cristina de Pereira. *Comisionados propietarios*: Rosalinda Cruz de Williams y Jorge Castellanos Ruiz. *Superintendentes*: César F. Carranza (Bancos, financieras y asociación de ahorro y préstamo), Roberto-Antonio Jerez (Seguros y pensiones) y Lesly Ancántara de Herrera (Valores y otras instituciones). *Encargada de la Unidad de Información financiera*: Belia Martínez Sosa. *Gerentes*: José-Fernando Neda Brito (Administración), Violeta Zúñiga de Godoy (Estudios) y Luis-Eduardo Lupiac (Informática). *Secretario general*: José-Orlando Moreno. *Encargado de la Dirección de Asesoría legal*: Joaquín Donato Alcerro. *Encargados de división*: Carmen Chévez (Central de riesgos), Roberto-Carlos Salinas (Actuaría), Edwin-Alberto Pinto (Auditoría de sistemas), Vera Irías de Centeno (Contabilidad), Vivian-Ivette Suazo (Desarrollo de sistemas), Jeannette Peña de Bonilla (Estadísticas y publicaciones), Miguel-Ángel Escobar (Estudios y análisis financiero), Mario-Antonio Murillo (Inspección de bancos, financieras y asociaciones de ahorro y préstamos), Alejandro Erazo (Inspección de seguros), Evasio-Asencio Rodríguez (Inspección de otras instituciones), Tania Sagastume (Valores), Francis-Miguel Sánchez (Operaciones de sistemas), Marta Lastenia García (Recursos humanos), Jorge Flores Padilla (Seguimiento de bancos, financieras y asociaciones de ahorro y préstamo), Leticia de Lagos (Seguimiento de seguros), Ramón Martínez (Seguimiento de otras instituciones) y José-Ramón González (Servicios de tecnología al sistema financiero).

(Información oficial, abril de 2005)

BANCO DE PORTUGAL

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. *Gobernador*: Vítor-Manuel Ribeiro Constâncio; *subgobernadores*: António-Manuel Martins Pereira Marta y José-Agostinho Martins de Matos; *administradores*: Manuel Ramos de Sousa Sebastião, Vítor-Manuel da Silva Rodrigues Pessoa y José-António Silveira Godinho. CONSEJO DE AUDITORÍA. *Presidente*: Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar; *revisor*: José Vieira dos Reis; *vocales*: Rui-José da Conceição Nunes y Modesto Teixeira Alves. *Secretario de Consejos*: Paulo-Ernesto Amorim (Relaciones internacionales). *Directores de departamento*: José da Cunha Nunes Pereira (Auditoría), José Simões Patrício (Servicios jurídicos), Vítor-Manuel Gingeira Pimenta e Silva (Contabilidad y control), João Cadete de Matos (Estadística), Ana-

Cristina Leal, *a. i.* (Estudios económicos), António Pinto Pereira (Gestión y desenvolvimiento de recursos humanos), José da Rui-Manuel Rodrigues Carvalho (Mercados y Gerencia de reservas), Manuel Pimentel Castelhana (Emisión, Tesorería y delegaciones), Paulino-Alexandre de Magalhães Corrêa (Organización, sistemas y tecnología de información), Henrique Möller Miranda (Servicios de apoyo), Carlos-Eduardo de Lemos (Supervisión bancaria) y Eugénio Fernandes Gaspar (Sistemas de pagos).

(Información oficial, abril de 2005)

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS
(REPÚBLICA DOMINICANA)

Superintendente: Rafael Camilo Abreu. *Intendente:* Daris Javier. *Gerente:* Alejandro-Eduardo Fernán-

dez W. *Subgerente:* Atahualpa Domínguez. *Asesores:* Luis Montes de Oca (General) y Andrés-Isidro Bordas Butler (Técnico). *Directores:* Sonia-Deyanira Jiménez Then (Recursos humanos), César-Augusto Díaz (Instituciones intervenidas y en liquidación), Elbin-Francisco Cuevas Trinidad (Inspección), Pablo Herasme Méndez (Análisis financiero), Felipe-Antonio Llaugel Emiliano (Tecnología y operaciones), Jorge-Alfredo Víctor Rojas (Supervisión cambiaria), Luis-José Santos Burgos (Normas y estadísticas), Ramón-Antonio Rodríguez Sánchez (Auditoría interna), Rafael Méndez (Secretaría y comunicaciones), Ramón A. Cabrera (Administración), Yeimy M. Lora Peralta (Regional norte) y Teófilo E. Regús Comas (Legal). *Directores de departamento:* Jaime Ortega (Proyectos y relaciones internacionales), Heiromy Castro (Inteligencia financiera) y Melanea Paulino (Finanzas).

(Información oficial, abril de 2005)

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2005

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Estadísticas Monetarias y Financieras	Banco Central de Venezuela Caracas, 4 – 15 de abril
Sistemas de Pagos	México, D. F., 18 – 22 de abril
Sistema Integrado de Gestión y Administración de Deuda Externa	DRI-Banco Central de Bolivia La Paz, 9 – 13 de mayo
Banca Central	Banco Central de Venezuela Caracas, 16 – 27 de mayo
<i>Seminarios</i>	
Análisis de Sostenibilidad de Deuda para el Gobierno Central	Debt Relief International (DRI) La Paz, 1 ^o – 8 de marzo
Formulación de un Programa de Entrenamiento para Gobiernos Subnacionales	DRI La Paz, 4 de marzo
New Financing Training	DRI Georgetown, 4 – 12 de abril
Sensitization	DRI Georgetown, 20 de abril
<i>Taller</i>	
Iniciativa de Sistemas de Reporte de Préstamos Bancarios y Créditos del Hemisferio Occidental	The Western Hemisphere Credit & Loan Reporting Initiative (Banco Mundial) México, D. F., 17 – 18 de mayo

Reuniones

Comité de Alternos del CEMLA	Banco Central de Barbados Bridgetown, 4 de marzo
XLII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano	Banco de la República (Colombia) Cartagena de Indias, 28 de abril
Junta de Gobierno del CEMLA	Banco de la República (Colombia) Cartagena de Indias, 28 de abril
LXXIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Banco de la República (Colombia) Cartagena de Indias, 29 de abril
Asamblea del CEMLA	Banco de la República (Colombia) Cartagena de Indias, 29 de abril
VI Reunión sobre Administración de Reservas Internacionales	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 11 - 13 de mayo
XXXI Reunión de Sistematización de Banca Central	Banco de España Madrid, 31 de mayo - 3 de junio

Misiones

Apoyo al Gobierno de Honduras acerca de Aspectos de análisis de la calidad de la cooperación (nuevo financiamiento), así como en la preparación de la futuras negociaciones con el Club de París	DRI Tegucigalpa, 7 - 18 de marzo
Evaluación de los Sistemas de Préstamos Bancarios y Créditos del Uruguay	First Initiative Montevideo, 28 de abril - 5 de mayo
Institucional a fin de discutir y definir el proyecto acerca del Programa de Fortalecimiento de Capacidades en Capital Extranjero Privado en Nicaragua	Development Finance International Managua, 5 - 9 de mayo

Publicaciones:

Joanna Place

Análisis básico de bonos

Serie ENSAYOS



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El principal cometido de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicadas en español e inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Genoveva de María y Campos

CEMLA

Durango n° 54, México, D. F., 06700, México

Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 260

Telefax: (5255) 55-25-44-32

E-mail: publicaciones@cemla.org

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas