

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVIII, NÚMERO 3

---

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2002

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

*Presidente:* Banco de México

*Miembros:* Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director general*  
Kenneth Coates

*Subdirector general*  
Carlos-Alberto R. Queiroz

*Directora de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Directora de Estudios*  
Flavia Rodríguez Torres

*Director de Relaciones internacionales*  
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

*Director de Administración*  
Carlos Pinedo Rodríguez

---

*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

- 105 **Nota editorial**
- 107 **Burbujas de precios de los activos y sus implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera**  
Jean-Claude Trichet
- 114 **La reforma de la reestructuración de la deuda soberana: un enfoque de vías gemelas**  
Anne Krueger
- 118 **Efectividad de la política monetaria en Chile y reactivación económica**  
Carlos Massad A.
- 128 **Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente**  
Lakshman Alles
- 140 **El papel de la liberalización financiera en la promoción y la asignación del ahorro interno: conclusiones y lecciones de política**  
Javier Guzmán Calafell
- 145 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 151 **Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2002**

---

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

---

VOLUMEN XLVIII

NÚMERO 3

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2002

---

## *Nota editorial*

*En este número del Boletín los temas de los artículos escogidos versan principalmente sobre estabilidad financiera, política monetaria y deuda externa. Los autores de los mismos son autoridades ejecutivas de máximo nivel de la banca central actual, funcionarios de la alta dirección del Fondo Monetario Internacional e investigadores de carácter académico o directivo procedentes del mismo género de instituciones.*

*Así, incluimos como primer artículo una ponencia de J. C. Trichet, Gobernador del Banco de Francia, sobre Burbujas de precios de los activos y sus implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera. En ella el gobernador Trichet analiza las principales implicaciones de la evolución y las burbujas de precios de los activos tanto para la política monetaria como para la estabilidad financiera. Los cambios observados en los últimos años en los mercados financieros y su creciente papel en el financiamiento de la economía, así como el papel clave asumido por los factores financieros en la configuración y amplificación del ciclo económico, han puesto de manifiesto la importancia de los precios de los activos y los efectos de la riqueza para la economía real.*

*También se publica una exposición muy objetiva y clara de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, sobre la Efectividad de la política monetaria en Chile y reactivación económica. Sus reflexiones permiten comprender los alcances de la política monetaria y la importancia que tiene la acción de un banco central en el logro de los resultados macroeconómicos.*

*Por otra parte, en materia de deuda externa, se incluyen los planteamientos que presentó Anne Krueger, Primera Directora Gerente Alternativa del Fondo Monetario Internacional, ante los gobernadores de los bancos centrales de la región. La señora Krueger habló sobre el enfoque de vías gemelas como marco para reformar la reestructuración de la deuda soberana de los países.*

*El cuarto artículo publicado, elaborado por L. Alles, investigador académico que colaboró con el Fondo Monetario Internacional, examina las cuestiones y desafíos que atañen a instituciones, formuladores de políticas y legisladores en los países menos desarrollados, en sus esfuerzos por imple-*

*mentar las técnicas de bursatilización o titularización de activos en sus mercados financieros. Se examinan también otros desafíos y problemas en las áreas de desarrollo de mercados, legislación, contabilidad, regulación y estructuración, teniendo en cuenta los recientes acontecimientos en lo que concierne a las técnicas de bursatilización.*

*Por último, se incluye un interesante y completo informe sobre liberalización financiera y su función en la promoción y asignación del ahorro interno, presentado por J. Guzmán, Director de Asuntos Internacionales del Banco de México, ante los Ministros de Finanzas de la APEC (Cooperación Económica Asia-Pacífico).*

# Burbujas de precios de los activos y sus implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera\*

Jean-Claude Trichet

Señoras y señores:

Constituye un gran honor y placer para mí tomar la palabra hoy en Chicago por invitación del Banco Mundial y el Banco Federal de la Reserva de Chicago ante tan distinguida audiencia, sobre el tema de las burbujas de precios de los activos. Como banquero central, me centraré principalmente en las implicaciones de la evolución y las burbujas de precios de los activos, tanto para la política monetaria como para la estabilidad financiera.

Los cambios de largo alcance que se han observado durante la última década en los mercados financieros, el papel creciente de estos mercados para el financiamiento de la economía, y la evidencia acumulada durante el reciente periodo sobre el papel clave que los factores financieros pueden desempeñar en la configuración y la amplificación del ciclo económico, han atraído la atención sobre la relativa importancia de los precios de activos y los efectos de la riqueza para la economía real.

Hay al menos dos razones por las cuales los precios de activos y los efectos de la riqueza han podido haberse incrementado durante el último decenio:

- *primera*, los cambios en la valuación de los activos, impulsados en particular por el alza de los precios de las acciones en la nueva economía a partir de mediados de los años 90, y su subsecuente colapso en el 2000, han sido dramáticos. Esto se documenta muy bien por el caso de Estados Unidos. Sin embargo, aun en Europa, donde la influencia de la llamada “nueva eco-

nomía” es más modesta, el alza de los precios de las acciones también ha sido significativo.

- *segunda*, estos cambios han influido probablemente en el gasto privado más que los movimientos de los precios de activos en el pasado, a causa de la amplitud que ha cobrado la propiedad de participaciones en cierto número de países industrializados. En lo que concierne a Francia, la capitalización del mercado como porcentaje del PIB aproximadamente se cuadruplicó entre 1990 y 2000 (de 28% a 110,5%), y contamos con pruebas de que la participación de las tenencias de acciones de los hogares en activos financieros también se ha elevado.

Todos estos acontecimientos han hecho que recientemente se plantee si la política monetaria debe reaccionar a los precios de los activos financieros, y más generalmente a los precios de activos. La motivación es doble: no sólo podrían las grandes fluctuaciones, desalineaciones o aun las burbujas de los precios de activos poner en peligro la estabilidad de los precios, que es el principal objetivo de la mayoría de los bancos centrales, sino que también podrían interferir con la estabilidad financiera, otro de los importantes objetivos de los bancos centrales. Permítanme desarrollar ahora estos dos puntos.

## I. Implicaciones para la política monetaria

### 1) Canales de transmisión de la política monetaria

El papel que los precios de activos pueden desempeñar en el mecanismo de transmisión de la política monetaria es bien conocido teóricamente,

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso de J.-C. Trichet, gobernador del Banco de Francia, pronunciado en el Banco Federal de Reserva de Chicago, el 23 de abril de 2002.

aunque bastante difícil de caracterizar empíricamente. La política monetaria se ocupa principalmente de controlar la tasa interbancaria para préstamos día a día, que no es directamente relevante para una decisión económica material. La forma en que la política monetaria afecta la economía real es cuando impacta en los precios financieros relevantes, es decir, cuando mueve toda la curva de rendimiento, o cuando afecta el tipo de cambio y otros precios de activos.

Puede haber varios canales a través de los cuales la política de tasas puede afectar los precios de los activos o valuaciones de los activos:

- *primero*, los cambios en la tasa de interés modifican las expectativas de la gente acerca del crecimiento económico futuro, y en consecuencia también sus expectativas de utilidades;
- *segundo*, las decisiones de política monetaria pueden cambiar la serie de factores de descuento que los agentes económicos aplican a sus expectativas de utilidades o a la futura corriente de servicios o ingresos por parte de los activos que tienen (vivienda, por ejemplo);
- *finalmente*, los cambios en las tasas de interés pueden inducir variaciones en las carteras entre los activos que, a su vez, afectarían los precios relativos.

Además de esto, y para simplificar, a través de lo que llamaré “el canal de la tasa de interés”, los cambios en los precios de los activos también generan efectos de riqueza que pueden ejercer un significativo impacto sobre varios componentes de la demanda agregada, por ejemplo el consumo y la inversión. Estos efectos de riqueza alimentan directamente a la economía a través de diversos canales, tales como el incremento directo de la riqueza neta, que puede conducir a una alza del consumo a causa del comportamiento nivelador intertemporal de los hogares; vía  $Q$  de Tobin, que activa las inversiones de las firmas; o vía el incremento del valor de las garantías, lo que puede reducir las constricciones financieras de los agentes externos y reforzar el gasto final, de conformidad con el “amplio canal de crédito”. Aunque la evidencia es diversa acerca de la eficacia del canal de riqueza, incluso en Estados Unidos,<sup>1</sup> es probable que la misma haya aumentado en años recientes. Asimismo,

<sup>1</sup> Cf. Martin Lettau y Sydney Ludvigson (2001): *Understanding Trend and cycle in asset values: bulls, bears and the wealth effect on consumption*, documento para discusión del CEPR, nº 3104, diciembre.

las fluctuaciones o cambios de los precios de activos pueden también activar ciertos canales de confianza o expectativa que, a su vez, influyen en las decisiones de gasto de los hogares y firmas. Por todas estas razones, los precios de los activos juegan un papel particular en la conducta de la política monetaria.

## 2) ¿Cómo deben reaccionar los bancos?

¿Significa esto que la política monetaria debe reaccionar directamente a los precios de activos? O más precisamente, ¿deben los precios de activos ser tomados en cuenta directamente por la función de reacción del banco central? Esta cuestión es todavía objeto de debate entre investigadores y académicos; mi opinión es que debemos ser sumamente cautelosos en esta cuestión, quizás porque sería como abrir la Caja de Pandora si comenzáramos a establecer nuestra política de tasas clave de acuerdo con los cambios en los precios de activos. Otra razón para mostrarse extremadamente prudente es que la estimación valorativa de los precios de activos constituye todo un desafío. Y lo que importa es no solamente el nivel del precio de los activos *per se*, o el ritmo de sus cambios, sino también su desviación de un valor fundamental sumamente hipotético, que básicamente resulta difícil de medir o determinar.

Aunque, de vez en cuando, puede parecer que las dinámicas del precio de los activos no están realmente correlacionadas con el desarrollo económico global, resulta generalmente difícil evaluar si estas dinámicas están enraizadas en profundos cambios fundamentales o si los precios de los activos se desenvuelven de acuerdo con algún “curso patológico”. La reciente “burbuja de las acciones tecnológicas” nos ofrece una ilustración de esa dificultad: en tanto éramos testigos de la “irracional exuberancia” en 1996, el auge en el gasto de capital, asociado con el desarrollo de las nuevas tecnologías dio por resultado un crecimiento más acelerado de la productividad, que a su vez impulsó los precios de las acciones. Por esa época, la incertidumbre acerca de hechos fundamentales (¿se trataba de un milagro norteamericano?) dificultaba la tarea de estimar adecuadamente la valoración de los activos, aunque los fuertes movimientos en los precios de los activos constituían una preocupación para los bancos centrales.

Sin embargo, cuando las expectativas se revierten, por ejemplo a causa de una nueva evaluación de la esperada utilidad para la economía, y en consecuencia los precios de los activos decrecen, el punto a determinar es si la actitud del banco central debiera ser diferente, con objeto de preservar

la estabilidad monetaria y financiera. Es decir, se podría argumentar que la respuesta del banco central debería ser asimétrica. En la fase de auge, mientras la estabilidad de los precios no se halle en peligro, los bancos centrales no reaccionan a una alza en los precios de activos. A la inversa, en fase de recesión o cuando una burbuja estalla, los bancos centrales podrían considerar necesario reaccionar si consideran que la estabilidad monetaria y financiera está en peligro. ¿Qué podría impedir que lo hicieran así? Sin embargo, una reacción asimétrica como la contemplada, tanto más por cuanto parece sistemática, tiene de hecho un costo, el cual ha sido señalado en la literatura, puesto que puede generar algunos problemas de riesgo o vulnerabilidad moral: mientras los agentes económicos crean que el banco central hará uso en último término de su “red de seguridad”, existirá un incentivo para invertir en proyectos más arriesgados, a fin de acrecentar los rendimientos esperados, pues al mismo tiempo se piensa que las pérdidas potenciales probablemente serán limitadas.

¿Podría, entonces, una reacción sistemáticamente simétrica por parte del banco central ante los cambios de precio de activos resolver este problema? No lo creo, puesto que los bancos centrales no pueden evaluar con exactitud la desviación que tienen los precios de activos con respecto a su sumamente hipotético valor fundamental. A fin de ilustrar mi punto, pasemos a considerar una situación en la que el banco central no acierta a diagnosticar la presencia de una burbuja, y por lo tanto no reacciona apropiadamente al aumento de los precios de activos, por lo que los agentes pueden verse involucrados en proyectos más arriesgados, sin haber asumido conscientemente la decisión de que están aceptando un mayor riesgo, sino con base en lo que interpretaron como un entorno financiero y económico sólidos. Como resultado, hemos pasado a enfrentar otro problema, que se refleja en la idea expresada como “miopía del desastre”.<sup>2</sup>

### 3) La cuestión de cómo medir la estabilidad de precios

Esto, empero, plantea otro problema, especialmente en el actual contexto de silenciosas presiones inflacionarias, pero amplias fluctuaciones en los precios de activos: ¿Estamos midiendo la inflación con exactitud? ¿Está siendo asegurada la estabilidad de precios, en un contexto de amplios movimientos de los activos de precios? ¿No deben tomarse en cuenta los precios de activos al definir la

estabilidad de los precios? Hasta ahora, este debate se ha centrado en el papel que los precios de activos pueden desempeñar como indicadores adelantados de la inflación: las expectativas racionales en que se basa esta manera de pensar pueden ser que la valoración del activo se computa desde un punto de vista anticipatorio, y en consecuencia los precios de activos comprenden las expectativas acerca del futuro crecimiento económico y las futuras presiones inflacionarias. La evidencia empírica obtenida de ello, tiende a apoyar la idea de que algunos precios de activos, los precios de vivienda, en particular, pueden, de hecho, desempeñar ese papel. Sin embargo, esta teoría debe ser condicionada por el hecho, ya mencionado por mi anteriormente, de que los efectos de riqueza son difíciles de establecer de manera definitiva. Esto probablemente no es tan axiomático para Estados Unidos, aunque ello está sujeto a debate y podría ser discutido en esta conferencia, pero probablemente sí lo es para el área del euro. Lo que es más, existe el peligro de que los precios de activos se desvíen del CPI (Índice de Precios al Consumidor), lo que se ha venido observando durante los últimos años. Podría haber un conflicto interno en este caso, si el objetivo de estabilidad de los precios se define mediante la agregación de los cambios en el CPI y los cambios en los precios de activos, lo que constituye un asunto crucial, dado que la naturaleza de los dos tipos de precios es bastante diferente.

Entonces, ¿acaso los precios de activos tienen un papel clave que desempeñar en la conducción de la política monetaria? Para responder a esta pregunta, haré una breve descripción de la forma en que procedemos con los precios de activos en la conducción de la política monetaria única europea. Como ya saben ustedes, la estrategia de política monetaria del ECB (Banco Central Europeo) tiene un enfoque basado en dos pilares. Este concepto de la política monetaria tenía por objeto promover la conducción de una sólida política monetaria y simultáneamente hacer frente a una compleja serie de determinantes principales de la inflación, lo que ha sido plenamente reconocido por el Consejo de Gobierno del ECB. Esta es la razón de que dependamos de una visión binocular para los factores de inflación, es decir, como fenómeno monetario, según el pilar 1, y como resultado de desarrollos inflacionarios a corto y mediano plazo, según el pilar 2. Este marco resulta también adecuado para abordar la cuestión de la burbuja de precios de los activos.

En este contexto, el primer pilar es una gran ayuda para analizar cómo dentro del área del euro existe una amplia liquidez, o sea, en qué medida el agregado ( $M_3$ ) de la masa monetaria en sentido

<sup>2</sup> J. M. Guttentag y R. J. Herring (1986), *Disaster myopia in International Banking*. Ensayos de Finanzas Internacionales, 164, Universidad de Princeton.

amplio se desvía de su valor de referencia, y de qué modo los agentes económicos usan esta liquidez: los procesos de crédito y préstamo son cuidadosamente monitoreados, en línea con los acontecimientos económicos y financieros. Las variaciones de cartera también son parte importante del análisis monetario. Una expansión demasiado rápida del crédito a los sectores privados, asociada con grandes variaciones de cartera hacia acciones y una fuerte alza de los valores o precios de activos serían indicios, en condiciones económicas normales, de riesgo de formación de burbuja.

El segundo pilar consiste en una extensa serie de indicadores económicos y sociales: precios de acciones y bonos, precios de viviendas; los tipos de cambio también son analizados en profundidad. Obviamente, la evaluación se realiza en el contexto del esfuerzo por mantener la estabilidad de los precios a mediano plazo, y el ECB no reacciona a sus señales, a menos de que la estabilidad de los precios esté en peligro. Para recapitular, si la política monetaria no reacciona directamente a lo acontecido en los precios de activos o a una burbuja de los precios de activos, tendrá claramente que tomar en consideración todas las consecuencias de estos acontecimientos en la demanda agregada y la oferta agregada, así como en la confianza y expectativas de los agentes económicos, puesto que en cierto momento podrán afectar la evolución de los precios.

Permítanme ahora, abordar mi segundo punto, es decir, las implicaciones de las burbujas de los precios de activos para la estabilidad financiera.

## II. Implicaciones para la estabilidad financiera

Durante la última década, hemos experimentado varias crisis financieras y episodios de contagio: para no nombrar más que unos cuantos: la crisis mexicana en 1994-95, la rusa-LTCM en 1998, la “Burbuja Tecnológica” que terminó en 2000, o más recientemente las crisis financieras en Argentina y Turquía. Sin embargo, recientes investigaciones<sup>3</sup> han revelado que, si la frecuencia de las crisis financieras no es significativamente diferente de lo que se observó en periodos previos a largo plazo (1883-1998), los recientes episodios fueron ciertamente más breves, pero tal vez más severos.

Aunque la globalización financiera ha aportado una mayor eficiencia macroeconómica, vía una asignación más efectiva de los recursos y capital, la

<sup>3</sup> M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel y M. S. Martínez-Pería: *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, CEPR, septiembre del 2000.

liberalización de los flujos de capitales, una incrementada competencia en los mercados financieros, y acrecentada transparencia (¡aparte del reciente episodio de ENRON!), los cambios en los precios de activos se han vuelto también más pronunciados y han experimentado evidentes desalineaciones o desviaciones de sus niveles de “equilibrio”. Además, el crédito parece haber desempeñado un papel más importante en las fluctuaciones de los precios de activos. Esta tendencia, inicialmente observada durante las “burbujas especulativas” de la década que se inició en 1980 y principios de los años 90, ha persistido, o quizás se ha amplificado.

Varios factores pueden explicar estos patrones recientes y anormales en los precios de activos. A continuación daré unos cuantos ejemplos.

– *Primero, “el cortoplacismo”*: algunos participantes en el mercado pueden haberse vuelto más inclinados a preocuparse principalmente con los resultados de corto plazo. Esta tendencia puede dar por resultado, en particular, una creciente presión para que se obtengan buenos rendimientos de manera inmediata. Sin embargo, estos resultados no necesariamente son sostenibles. La revaluación de los productos financieros a precios de mercado puede también haber contribuido al extendido enfoque sobre el logro de resultados financieros inmediatos. Este énfasis sobre el desempeño a corto plazo puede dar por resultado una creciente volatilidad en el proceso de formación de precios: cuanto más breve el horizonte de inversión de los participantes en los mercados, mayor el impacto de cualquier nueva información sobre los precios.

– *Segundo, el comportamiento gregario (de rebaño) o mimético*: el comportamiento mimético es, desde luego, sin la menor duda, un nuevo fenómeno en los mercados financieros. Los acontecimientos tecnológicos en los mercados, empero, pueden haber reforzado gradualmente este tipo de comportamiento, ya que los participantes están bajo creciente presión para seguir a sus pares y tener un desempeño que tenga un mismo punto de referencia. No hay duda que la generalización de tomar un mismo indicador de resultados permite a los gestores de fondos y clientes evaluar mejor su desempeño por comparación con el de otros fondos. Sin embargo, en el contexto de una creciente competencia dentro del sector, es muy posible que haya incrementado el comportamiento mimético. Algunos participantes operadores en el mercado (cuya compensación propia está estrechamente vinculada a las utilidades y pérdidas no tanto absolutas, sino relati-

vas, que generan) pueden muy bien haber llegado a la conclusión de que sería mejor equivocarse junto con todo el mundo, más bien que correr el riesgo de estar en lo cierto, pero solo. Un ejemplo sorprendente de comportamiento mimético racional es la influencia que los fondos de cobertura gozaron como “líderes de opinión” y forjadores de tendencias. Por su propia naturaleza, el seguimiento de la tendencia amplifica el equilibrio que en cierto punto puede afectar al mercado, y potencialmente puede conducir a círculos viciosos de ajustes de precios y liquidación de posiciones. Empero, también cada vez más y más participantes pueden tener acceso directo a los mercados financieros, en tanto que la habilidad pericial para dominar una extensa serie de información técnica no está equitativamente distribuida. Esto puede también reforzar el papel de los “gurús”.

- *Tercero, gestión de índices:* como técnica de manejo de un fondo ha demostrado ser muy popular en los mercados por acciones y puede haber contribuido a exacerbar los movimientos en los precios financieros de activos. Como su propósito consiste en imitar el desempeño de los índices, ‘los gestores pasivos’ se esfuerzan constantemente por ajustarse a la composición de su indicador de referencia. En consecuencia, contribuyen a amplificar las tendencias del mercado, al comprar más a medida que el mercado entra en alza y liquidar también más a medida que el mercado declina. Es posible argüir que los fondos del índice distorsionan el precio de los índices escogidos como meta y que, como resultado, los índices terminan por crear más bien que medir el desempeño.
- *Por último, aunque no menos importante:* el impacto de las técnicas de manejo de riesgo en la dinámica del mercado aclara en forma particular la cuestión del reajuste excesivo de los precios de activos. Los cálculos valor/riesgo se han vuelto un elemento crucial de la norma usada por los participantes en el mercado para evaluar el riesgo inherente en sus actividades de mercado y para establecer sus límites de exposición. Claro está que los bancos centrales y las instituciones financieras deben continuar alentando el uso de estos instrumentos, aunque, en épocas de perturbaciones financieras, el uso creciente de técnicas sofisticadas para el manejo del riesgo por parte de los intermediarios financieros pueden haber tenido el efecto paradójico de amplificar el choque inicial, al agotar la liquidez y contribuir al fenómeno de contagio. Cualesquiera que

sean las cualidades intrínsecas de estas herramientas de gestión de riesgos, vemos que su creciente uso de la misma manera por todos los participantes en el mercado puede haber tenido efectos perniciosos. Cuando los participantes en el mercado dependen de evaluaciones de riesgo convergentes, tienden a tomar las mismas decisiones al mismo tiempo, con lo que amplifican el choque inicial a los precios y volúmenes negociados.

Todos estos factores tienen una consecuencia en común: alientan las reacciones y el comportamiento homogéneos, en detrimento de la diversidad que resulta indispensable para el funcionamiento sin tensiones de los mercados financieros.

Entonces, ¿cuáles son las posibles implicaciones políticas de estas recientes pautas o tendencias en los mercados financieros? Mi opinión es que las autoridades financieras podrían reflexionar de varias maneras para fomentar la diversidad de comportamientos en los mercados financieros. Como acabamos de verlo, ciertos aspectos específicos, como el cortoplacismo, el comportamiento mimético, etc., han tendido a hacer a los “opositores” o a los “que llevan la contra” (*contrarians*) menos proactivos en los mercados financieros. En consecuencia, a fin de salvaguardar el funcionamiento suave o sin tensiones de los mercados, la diversidad de comportamiento de los participantes debe ser protegida o aun reforzada. Esta necesaria diversidad debe reflejar lógicamente las naturales diferencias de horizontes de tiempo, estrategias y funciones de reacción de los participantes en el mercado. Sobre este punto, me gustaría explorar entre muchas otras, tres posibles avenidas para la futura acción de las autoridades monetarias o financieras y la industria financiera.

*1) Primera avenida: Consolidar los continuos esfuerzos para lograr la transparencia del mercado*

La experiencia demuestra que la incertidumbre y la información incompleta son factores determinantes en el comportamiento mimético. Estas deficiencias en la transparencia del mercado, hacen que los agentes consideren racional el comportamiento mimético, que prefieran seguir a los participantes más importantes, los cuales se piensa que están mejor informados, en lugar de desarrollar sus propios análisis. En consecuencia, el fortalecimiento de la transparencia sigue siendo la prioridad. De la misma manera, debe prestarse atención a la expansión de las habilidades y competencias requeridas para los análisis de una información más completa y detallada. La transparencia es inútil

si sólo un número limitado de expertos son capaces de sacarle provecho.

Uno de los objetivos de la transparencia es permitir una mejor diferenciación de la capacidad crediticia de los prestatarios. Una característica clave del comportamiento mimético es pensar que todos los prestatarios “están cortados por el mismo patrón”. De modo que cuando una economía emergente tropieza con dificultades, todos los países vecinos son tratados de la misma manera, sin tomar en cuenta su real situación económica y financiera. Lo mismo se aplica a los negocios que operan en el mismo sector económico. Es posible que la transparencia haya mejorado desde la crisis asiática, lo que puede explicar por qué los efectos contagiosos se han atenuado en la actualidad (véase Argentina...). Continuemos ahora y reforzemos estos esfuerzos.

*2) Segunda posible avenida: Tomando en cuenta la perspectiva a mediano y largo plazos de algunos participantes en el mercado*

Algunos inversionistas, tales como los fondos de pensión y compañías de seguros, tienen que invertir con objeto de permitir a sus clientes erigir riqueza en el mediano y largo plazos, particularmente con vistas a su retiro. En consecuencia, estos tipos de inversores tienen, según se supone, un comportamiento diferente al de los operadores e inversionistas a corto plazo, que operan con horizontes de tiempo muy diferentes. Sin embargo, al parecer ocurre a veces que ellos también se ven empujados a comportarse en una forma muy similar, con base también en un horizonte a corto plazo.

Para preservar, e incluso restaurar, lo que se considera su manera específica de invertir, estos inversores podrían estar mejor escudados de las excesivas presiones a corto plazo. Este objetivo plantea considerables dificultades, ya que atañe a la forma en que es evaluado el desempeño de los fondos y compañías de seguros a mediano y largo plazos. En otras palabras, este objetivo concierne a las normas y prácticas contables que utilizan. Podría implicarse que algunas reglas y estándares estarían adaptados a los horizontes de mediano y largo plazo que usan estas entidades.

*3) Tercera posible avenida: Diversificar los instrumentos para el manejo de riesgos de las instituciones financieras*

Como lo mencioné anteriormente, aun las mejores técnicas pueden tener efectos adversos cuando se usan sobre una base estándar y por todos los participantes. Hasta cierto punto, esto es tal vez lo que ha ocurrido con las técnicas de cálculo de va-

lor/riesgo que, por muy buenas razones, han sido masivamente adoptadas por la industria financiera. Como utilizan parámetros más o menos similares y padecen las mismas debilidades (por ejemplo, no se tomó en cuenta adecuadamente la liquidez del mercado en la crisis de 1998), tales herramientas pueden tender a dar señales convergentes a los que las usan. En esta forma, se alienta el comportamiento mimético que ya comenté previamente.

Desde luego, el hecho de que algunos de los participantes en el mercado son más sofisticados que el promedio, constituye una garantía de que la estandarización seguirá siendo limitada, puesto que estos últimos desarrollarán técnicas que son poco usadas por los demás.

Sin embargo, los supervisores pueden ayudar, y obviamente están ayudando ya a difundir la idea de que las instituciones financieras deberían completar su actual serie de instrumentos para el manejo de riesgo con la inclusión del uso extensivo de verificación de tensiones. Esta técnica refleja mejor las diversas situaciones en que se hallan las instituciones y las diversas percepciones que las instituciones tienen de sucesos excepcionales. Los resultados de la aplicación de técnicas de verificación de tensiones son, pues, inherentemente más diversificados que los obtenidos por métodos basados por medio del cálculo valor/riesgo.

### III. Conclusión

Lo que concierne a los precios de activos es una seria causa de preocupación para los bancos centrales, puesto que pueden causar impacto tanto en los precios como en la estabilidad financiera. Y me gustaría hacer hincapié en lo que siento que es la naturaleza altamente complementaria de los objetivos de la estabilidad de precios y la estabilidad financiera: la estabilidad de los precios es el sólido fundamento en que descansa la estabilidad financiera

Sin embargo, en mi opinión, es evidente que no resulta oportuno introducir los precios de activos en una regla de política monetaria a la cual el banco central debiera comprometerse o bien figurar en la función de reacción del banco central. Además de estos razonamientos que he expuesto, otra cuestión es: ¿qué precio de activo deberíamos tomar en cuenta? ¿Debemos limitarnos a los precios de las acciones, o extender la regla a los precios de vivienda, tipo de cambio, costo de capital, etc.,? Tampoco apoyaría la idea de introducir los precios de activos en la medida de la inflación o en la definición de la estabilidad de los precios. Mi primera razón es que la naturaleza de los bienes y servicios, por una parte, y de los activos por otra, es muy di-

ferente, y lo mismo se aplica a la información contenida en sus precios. Otra razón es que los precios de activos son sumamente volátiles, mucho más que otros precios, especialmente en el contexto actual de baja inflación. En consecuencia, podría resultar difícil implementar una sólida política monetaria con el enfoque en indicadores altamente volátiles. Finalmente, es sumamente dudoso que se pueda determinar científicamente cual es el valor de equilibrio del precio de un activo. Algunos participantes probablemente abordarán algunos de estos temas durante la conferencia, los cuales son de gran interés para los banqueros centrales.

Asimismo les proporcioné algunos ejemplos de las posibles opciones que se presentan a las autori-

dades monetarias y financieras, a fin de mejorar el funcionamiento de los ciclos financieros. No cabe duda de lo meritorio que es emprender una revisión global de las normas reguladoras de los impuestos y reglas contables, así como de los códigos de buena conducta y buenas prácticas, y finalmente, de la evolución estructural de los propios mercados. Estoy convencido de que esta revisión, que surge no solamente de consideraciones macrofinancieras, sino también de dramáticas microobservaciones, como ENRON, probablemente ayudará a identificar posibles enmiendas y mejoras que podrían proteger y reforzar no solamente la integridad, sino también la diversidad conceptual y de comportamiento que debería constituir una característica esencial de los mercados financieros modernos. Gracias por su atención.

# La reforma de la reestructuración de la deuda soberana: un enfoque de vías gemelas\*

Anne Krueger

## I. Introducción

Durante los cinco meses que han transcurrido desde que expresé la posibilidad de tener un nuevo enfoque sobre la reestructuración de la deuda soberana, hemos tenido una serie de discusiones con las autoridades miembros del FMI, con la comunidad crediticia privada y con otras partes interesadas.

Los grupos anteriores expresan un acuerdo generalizado con respecto a nuestro diagnóstico básico: carecemos de incentivos para lograr una reestructuración ordenada y oportuna de las deudas soberanas insostenibles.

Lo anterior puede dejar al sector oficial ante una elección de mal sabor de boca: o aceptar un incumplimiento unilateral desequilibrado y potencialmente contagioso, o servir de fiadores de los acreedores privados y por lo tanto contribuir al riesgo moral.

El Comité Financiero y Monetario Internacional también ha evaluado este punto de vista y el mes pasado apoyó un enfoque de vías gemelas para enfrentarlo, a saber:

- En primer lugar, un uso más ambicioso de cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos que limiten la capacidad de los acreedores disidentes de obtener la reestructuración.
- En segundo lugar, un enfoque estatutario en el que los acreedores, no el Fondo, puedan decidir por una supermayoría respecto a los términos

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia presentada por A. Krueger, primera subdirectora gerente, del Fondo Monetario Internacional, en la LXXIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en Willemstad, Curazao, Antillas Holandesas, el 9 de mayo de 2002.

de un trato sobre la reestructuración y hacer que esos términos amarren (liguen) legalmente a todos los acreedores.

Estados Unidos ha sido explícito en lo que se refiere a apoyar el progreso de ambos frentes. Así el secretario del Tesoro, Paul O. Nelly, señaló hace pocos días ante el Comité Bancario del Senado: “Nosotros creemos que los dos enfoques son complementarios”.

Permítanme decir algo más acerca de los méritos del enfoque de las vías gemelas. En particular, me gustaría enfatizar que los países de mercado emergentes no tienen nada que temer y sí mucho que ganar de una reforma que siga estos lineamientos.

## II. ¿Por qué se beneficiarían los mercados emergentes de esta reforma?

En primer lugar describiré nuestra concepción del problema y por qué razones creemos que los países de mercado emergentes se encuentran en una posición desventajosa.

Las últimas dos décadas han visto una mayor integración de los mercados de capital y un cambio de los préstamos de bancos sindicados hacia las emisiones de bonos.

Los prestatarios soberanos emiten deuda cada vez más dentro de un rango de jurisdicciones legales, utilizando una variedad de instrumentos de parte de un diverso y difuso grupo de acreedores.

Lo anterior ha ampliado las fuentes de financiamiento disponibles para los mercados emergentes soberanos, ayudando al fortalecimiento de la inversión y al crecimiento. Desde la perspectiva del inversionista lo anterior también le ha facilitado diversificar el riesgo.

Sin embargo, la multiplicidad de acreedores y de instrumentos también ha aumentado los problemas de coordinación, de acción colectiva y de capital accionario entre acreedores cuando la deuda necesita reestructurarse

Los tenedores de bonos también tienen mayores incentivos para persuadir que los bancos. En el caso de Perú, un fondo rapaz logró obtener apalancamiento a base de bloquear pagos a otros acreedores y no a base de seguir la ruta tradicional de embargar activos

En suma, la reestructuración es más difícil y menos predecible de lo que era en los años ochenta. El problema de no ceder muy probablemente se empeorará en lugar de mejorarse.

El temor de una resolución desordenada desanima a los países que tienen deudas insostenibles a buscar reestructuraciones más largas de lo que deberían.

Lo anterior incrementa la pérdida de reservas y el desquiciamiento económico ulterior final. También empuja hacia abajo el valor de los títulos acreedores en el mercado secundario y por lo mismo incrementa aún más el costo del empréstito.

Una reforma que reduzca un mes o dos el tiempo que toma alcanzar una reestructuración necesaria generaría beneficios significativos.

Una mayor claridad y capacidad de producción en el proceso de reestructuración también beneficiaría a los mercados soberanos emergentes en tiempos normales, al facilitarle a los inversionistas la distinción entre riesgos buenos y malos.

Para los países soberanos que tienen buenas políticas, lo anterior probablemente mejorará el acceso al capital y reducirá los costos de los empréstitos. Para los países soberanos que siguen políticas débiles les ayudará a prevenir la formación de cargas de deuda grandes y destructivas a la larga.

En general, debería hacer más atractiva la clase de los activos de los mercados emergentes.

### **III. Rasgos nucleares del mecanismo de reestructuración de deuda soberana**

Por lo tanto ¿qué reformas hacen falta para lograr estos beneficios?

El rasgo clave consiste en permitir que una super mayoría de acreedores, mediante el uso de una amplia gama de instrumentos de crédito, elabore los términos de una reestructuración comprometida con los demás

Lo anterior debe estimular y facilitar la reestructuración previa al incumplimiento, pero si llegara el caso de que este no fuera posible, el mecanismo también requeriría:

- Dar al deudor una protección legal con respecto a los acreedores durante la negociación
- Dar al acreedor las seguridades de que el deudor negociará en términos de buena fe y de que adoptará políticas para proteger el valor de los activos y restaurar el crecimiento.
- Garantizar que los préstamos privados frescos no se reestructuren.

Se requiere también un organismo que verifique los títulos, supervise las votaciones y dirima disputas.

Algunas personas temen que el mecanismo se utilice para forzar la reestructuración de países soberanos que no desean hacerlo, debilitando con ello el acceso al capital privado en el futuro.

Permítanme ser muy clara en esto: el uso del mecanismo sería un derecho de solicitud que tendrían los deudores, no sería un derecho de imposición por parte del Fondo.

Como en los regímenes de bancarrota doméstica la existencia de un marco predecible debería por sí mismo catalizar los acuerdos voluntarios “a la sombra de la ley”.

### **IV. El enfoque contractual**

El uso más ambicioso de cláusulas de acción colectivas (CAC) es una de las vías para proporcionar los aspectos anteriores. La ventaja principal es que se puede progresar rápidamente en este terreno.

Pero hay inconvenientes. Las actuales CAC sólo obligan a los tenedores de emisión única de un banco. Una reestructuración comprensiva necesita que se haga la suma de todos los títulos, incluyendo a los bancos.

Sin embargo, las “supercláusulas de acción colectiva” son problemáticas, por diversas razones:

- En primer término ¿cómo se hace para persuadir a los acreedores y deudores de que las adopten?

Muchos países soberanos están renuentes a emitir CAC actuales por temor a generar una mayor probabilidad de incumplimiento. También sería necesario cambiar acervos de deuda existente por instrumentos que contengan las cláusulas nuevas.

Se han hecho varias sugerencias, tendientes por ejemplo a:

- Lograr que haya más países industriales a los que se pueda guiar en este sentido, haciendo que se reduzca la mala impresión que hay al

respecto (el G7 ha indicado que hay progreso en este campo).

- Solicitar al sector privado que ayude a desarrollar cláusulas modelo.
- Identificar y estimular la utilización de CAC en los informes correspondientes al artículo IV.
- Corregir las pautas del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial sobre Manejo de Deuda Pública para incluir el uso de CAC como un elemento deseable.
- Reducir las tasas de interés para los préstamos del Fondo a los países que usan CAC (lo anterior plantea cuestiones legales complicadas).
- Requerir el recurso a las CAC como condición para el préstamo del Fondo (sin embargo, este será el momento en el que el sector privado esté más reticente a prestar y cuando el deudor esté reticente a aceptar las CAC).
- Un segundo problema consiste en que generalmente los mercados emergentes solicitan empréstitos en varias jurisdicciones legales. Ahora bien, el uso de idénticos lenguajes sobre reestructuración en las CAC no necesariamente garantiza que se den interpretaciones o aplicaciones uniformes.
- En tercer lugar, la legislación actual de algunos de nuestros países miembros (por ejemplo, Alemania) no proporciona una base estatutaria clara que permita que se modifiquen los derechos de las minorías de acreedores sin su consentimiento

Estamos lidiando con estas desventajas, pero a fin de cuentas necesitaremos también un apuntalamiento estatutario para un mecanismo de derechos especiales de giro (SDRM). Por lo tanto la segunda vía. Esto es más difícil de implementar, pero será más simple cuando esté montado y funcionando.

## V. El enfoque estatutario

En noviembre pasado hice la sugerencia de que el Fondo podría decidir el momento en que una solicitud de un miembro para permanecer en litigio crediticio puede tener inicio y ser ampliada, y de

que el Fondo debería de aprobar los términos de cualquier reestructuración.

Sin embargo, después de hacer amplias consultas parece más apropiado dejar estas decisiones en manos del deudor y de una super mayoría de acreedores

Otorgar esta fuerza estatutaria mediante la introducción de cambios en las legislaciones nacionales con la seguridad de que tengan un lenguaje cuyas palabras e interpretaciones sean idénticas, constituiría una labor hercúlea.

Establecer un compromiso tipo tratado universal a través de una modificación de los artículos del Fondo tendría una serie de ventajas, a saber:

- En primer lugar, evitaría que los acreedores anduvieran buscando jurisdicciones en las que ellos podrían reforzar sus derechos legales mediante las cortes.
- En segundo término, aseguraría uniformidad de texto y permitiría que se le diera autoridad a una sola institución para garantizar uniformidad de interpretación.
- En tercer lugar, impediría el problema de los aprovechados (*free-riders*) que se refiere al hecho de que hay países que estarían renuentes a introducir la legislación hasta que otros lo hayan hecho.
- En cuarto término, facilitaría la creación de una sola entidad judicial internacional que podría arbitrar disputas y supervisar votaciones (cabe aclarar que las funciones de este organismo estarían muy rígidamente constreñidas y no implicarían la elaboración de juicios sobre los méritos de las propuestas de reestructuración).
- En quinto lugar, la universalidad se podría alcanzar sin la unanimidad. Una modificación apoyada por dos tercios de los miembros del Fondo que tengan el 85% del poder de votos obligaría a todos los miembros a aceptarla.

La modificación de los artículos del FMI sólo se usaría como herramienta para dar este poder a los acreedores y a los deudores. No ampliaría la autoridad legal del Fondo.

La única influencia del Fondo sería sólo a través de sus decisiones normales de préstamo.

## VI. Hacia donde vamos después

Existe una multitud de aspectos prácticos sobre los que hay que trabajar, a saber:

- En primer término, cómo se tramita una solicitud inicial de un miembro que quiere acogerse a la propuesta, cuando tomará cierto tiempo para que los acreedores estén en posición de votar.
- En segundo lugar ¿qué categorías de la deuda externa se deberían incluir? ¿Por ejemplo, cómo tratamos la deuda del Club de París?
- En tercer término ¿de qué forma deberíamos tratar la deuda soberana contraída con los acreedores domésticos dados los objetivos, algunas veces conflictivos, de las acciones entre acreedores y los sistemas financieros domésticos de apoyo?
- En cuarto lugar ¿cómo se manejaron las cuestiones de señoreaje con diferentes clases de deuda, por ejemplo, créditos comerciales y depósitos bancarios?
- En quinto término ¿qué papel deberán desempeñar los controles cambiarios en el proceso?
- En sexto lugar, ¿cómo se puede promover una interacción de colaboración entre deudores y acreedores?

## **VII. Conclusión**

- Hay mucho que ponderar en este tema y toda opinión al respecto es bienvenida.
- El progreso en este tema es del interés no sólo del sistema financiero internacional como un todo, sino de los países de mercado emergentes en particular.

# Efectividad de la política monetaria en Chile y reactivación económica\*

Carlos Massad A.

## I. Introducción

La política monetaria en Chile ha tenido que hacer frente a situaciones de gran complejidad desde 1997, cuando se desató la crisis asiática. Además, debió encarar un complicado panorama externo, como fueron los graves problemas financieros de las economías emergentes en 1998-1999, un fuerte *shock* petrolero en el 2000, y una recesión o una gran desaceleración en las principales economías industrializadas que, durante el año 2001, complicaron el manejo económico.

Por la magnitud de estos *shocks*, la política económica, en general, y la monetaria, en particular, no han estado exentas de debate, involucrando desde los instrumentos y los objetivos de la política, hasta la existencia misma de una transmisión desde la política monetaria hacia sus objetivos, es decir, su efectividad. Esta discusión tiene su origen, en parte, en lo que ha sucedido con la macroeconomía durante los últimos 18 meses, siendo dos los hechos claves de esta controversia.

El primero es que, durante los últimos trimestres, el producto ha crecido sustancialmente menos que lo proyectado por las autoridades y por los analistas privados. El tamaño exacto de las revisiones de proyección ha variado según la fuente, pero el signo es el mismo. Además, como es habitual frente a las sorpresas, las proyecciones de crecimiento se han ajustado sistemáticamente, dando la idea de un proceso interminable.

Los datos históricos son reveladores: en septiembre de 2000, los analistas privados proyecta-

ban un crecimiento de 5.8% para el 2001; en mayo de ese mismo año ya lo habían ajustado a 4.2%. El crecimiento efectivo fue 2.8%. Asimismo, en mayo de 2001 el mercado esperaba un crecimiento de 4.2% para el 2002. Un año más tarde la estimación había caído a 3%. Actualmente (julio), el crecimiento esperado se ubica en 2.7%. Las proyecciones del banco central han seguido un curso parecido (cuadro 1).

Cuadro 1

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO: 2001 Y 2002

(En porcentajes)

	Encuesta expectativas <sup>a</sup>		Consensus Forecasts		Banco central <sup>b</sup>	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Sep.	5.8	4.5	5.8	4.5	5.7	5.0
Enero	5.3	3.0	5.4	3.0	5.6	3.3
Mayo	4.2	3.0	4.1	2.9	4.3	3.0
Julio	3.6	2.7	3.5	2.6	4.3	-
Agosto	3.6	2.5	-	-	-	-
Efectivo	-	-	-	2.8	-	-

<sup>a</sup> Encuesta mensual del Banco Central de Chile. <sup>b</sup> Proyecciones contenidas en el IPoM, respectivo.

Las estimaciones anteriores no eran antojadizas, sino que se sustentaban en una recuperación prevista de la demanda externa, un aumento esperado de los términos de intercambio, la disminución de las tasas de interés de largo plazo y la relativa mayor estabilidad financiera de las economías emergentes. Se presentaban, sin embargo, como una corrección a la baja respecto de proyecciones anteriores, en parte, por la constatación de que la demanda interna sería menos dinámica que lo anticipado.

\* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, la exposición de C. Massad A., presidente, del Banco Central de Chile, en el Desayuno Conferencia organizado por la Asociación de Ingenieros Comerciales de la Universidad de Chile, el 9 de agosto de 2002, publicada en el *Boletín Mensual*, n° 894, agosto de 2002, pp. 2003-12.

El segundo hecho es que la política monetaria fue más expansiva durante el 2001. Considerando las señales de desaceleración de la demanda interna y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales, el banco central rebajó sucesivamente la tasa de interés durante el primer semestre del año 2001. Se recortó la tasa en cinco oportunidades, pasando desde UF + 5% en enero a UF + 3.5% en junio. Esto se sumaba a un recorte de 50 puntos base (pb.) realizado en agosto del año anterior, cuando la demanda interna mostró los primeros síntomas de debilidad (cuadro 2).

**Cuadro 2**

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

(En porcentajes)

5.5	Nominalización
<u>5.0</u> (ago. 2000)	
<u>4.75</u> (ene. 2001)	
<u>4.5</u> (feb. 2001)	
<u>4.0</u> (mar. 2001)	
<u>5.75</u> (abr. 2001)	
—	
3.5 (jun. 2001)	6.0 (ene/02)
	5.5 (feb/02)
	4.75 (mar/02)
	4.0 (may /02)
	3.25 (jul/02)

El nivel de las tasas de interés se mantuvo inalterado durante el segundo semestre de 2001, aunque en agosto hubo un cambio importante de política al fijarse la tasa de política en términos nominales. Durante este año se inició un nuevo proceso de recortes de tasas de interés, rebajándose otros 325 pb.

El conjunto de todas estas reducciones ha servido de base para un intenso debate respecto de la efectividad de la política monetaria. A la luz de los resultados observados, muchos se preguntan si los recortes o la política monetaria tienen efectos verdaderamente significativos. Incluso, algunos han argumentado que es inútil, que todo es un “problema de expectativas”.

Conviene recordar que en el debate de 1997, frente a la acelerada expansión del consumo, ocurrió algo similar. No faltó quien afirmara que aumentar la tasa de interés no tenía ningún efecto y, por tanto, mal podría regular su crecimiento. Se llegó a decir que la política monetaria podía tener efectos paradójicos: que para controlar la expansión del gasto se debía disminuir la tasa de interés.

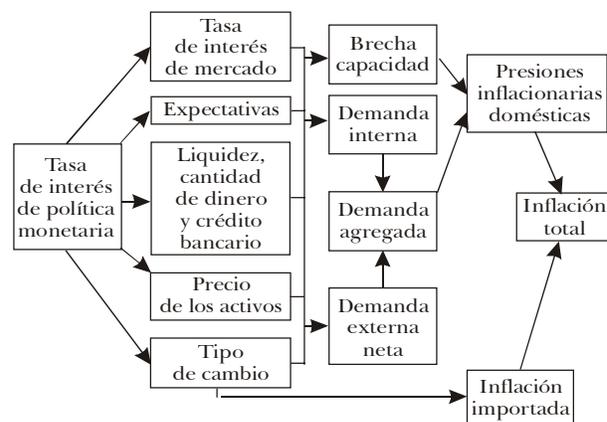
## II. Canales de transmisión y efectos de la política monetaria

El punto de partida para que la transmisión monetaria sea un tema de debate es que la política monetaria tenga efectos reales en el corto plazo. Si hay una completa dicotomía entre variables nominales y reales, el objetivo de estabilidad macroeconómica se reduce a encontrar una estrategia que garantice la estabilidad de precios. Sin embargo, ya sea por asimetrías de información,<sup>1</sup> por costos de ajuste<sup>2</sup> o simplemente por rigideces de precios en mercados clave, las acciones de la autoridad monetaria pueden tener efectos reales en el corto plazo.

Asumiendo, entonces, algún tipo de rigidez en la economía, una conducción adecuada de la política monetaria requiere tener claridad sobre cómo ésta puede afectar la economía y las magnitudes y tiempos involucrados.

**Cuadro 3**

CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



La literatura ha identificado al menos cinco canales distintos para la transmisión de la política monetaria (cuadro 3):

- i) El efecto directo de las tasas de interés sobre la brecha gasto-producto. En este canal, movimientos de la tasa de política tienen efectos sobre las tasas de mercado (por ejemplo, las de colocación del sistema bancario) las que influyen las decisiones de consumo e inversión y, a través de estas, la brecha gasto-producto y luego la inflación.
- ii) El canal del crédito. En una economía con intermediación financiera, las firmas y las perso-

<sup>1</sup> Lucas (1972).

<sup>2</sup> Mankiw (1985).

nas pueden financiarse a través de dos fuentes: una intermediada a través del sector bancario y otra directa vía fondos propios o mediante la colocación de bonos o acciones. El canal del crédito centra su atención en los agentes para los cuales la segunda opción —por problemas de información asimétrica, costos de transacción— se encuentra total o parcialmente restringida, con lo cual sus decisiones de inversión y gasto quedan determinadas por su acceso al crédito bancario. Más adelante me referiré con más detalle a este canal.

iii) El canal de precios de activos. Esta es una visión más monetarista que enfatiza el efecto de la política monetaria sobre un espectro amplio de precios de activos, alterando la riqueza de los agentes y las decisiones de inversión y de consumo. Esto se debe, por ejemplo, a que un aumento en la tasa de interés hace más oneroso financiar la compra de activos, tales como las acciones, con lo cual el precio de éstas cae, reduciendo el valor de las empresas y los incentivos a invertir en ellas; o al efecto riqueza que genera, reduciendo el consumo y la demanda agregada.

iv) El canal del tipo de cambio. Una tasa de interés más alta aprecia la moneda por condiciones de arbitraje. Los movimientos cambiarios afectan el costo de los bienes importados —parte del componente transable de la inflación— y con ello la competitividad relativa de los sectores productivos, lo que a su vez repercute sobre la demanda externa neta. Por otro lado, si una parte importante de la deuda de las firmas y familias está en dólares, la apreciación genera una reducción de esta y, por lo tanto, puede tener efectos expansivos sobre la actividad económica.

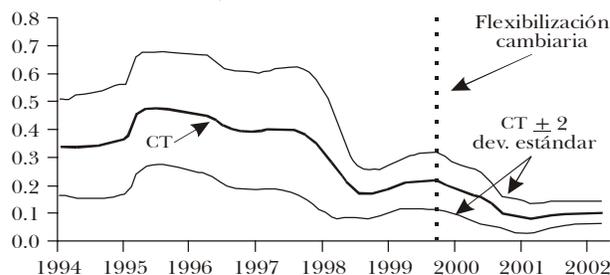
v) El canal de las expectativas. Sobre éste, digamos únicamente que cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad, al afectar las decisiones de inversión y de consumo en forma directa y, con ello, eventualmente, a la misma inflación. Esto ocurre aun antes de que medien los efectos indirectos sobre estas variables que operan luego del impacto de las modificaciones de la política monetaria en los mercados financieros y cambiarios. Si bien, no es trivial predecir la dirección en la cual operan dichos efectos, el actual esquema de metas de inflación —hoy en estado de régimen— ha permitido alinear las expectativas del sector privado con el objetivo de política, facilitando menores tasas de interés y el ejercicio de políticas de estabilización.

Estos canales de transmisión no son mecanismos independientes, sino fenómenos interrelacionados que operan de manera simultánea y conjunta frente a una determinada variación de las tasas de interés. El efecto final neto estará dado por la combinación de factores como la sensibilidad de la inversión y el consumo al costo de fondos, la naturaleza y distribución de activos y pasivos en la economía, y la profundidad y diversificación del mercado financiero.

Las características institucionales de Chile sugieren que una aproximación razonable puede realizarse centrando la atención en el canal tradicional gasto-producto. Ello no implica que no deba darse atención a un análisis más fino, más aún si queremos entender la transmisión monetaria en coyunturas determinadas. Especial atención merece el rol que juegan el canal del tipo de cambio y el canal del crédito.

El impacto del canal del tipo de cambio sobre la inflación ha variado significativamente durante la última década, evidenciando un fuerte descenso a partir de 1998. La literatura señala que el traspaso de movimientos cambiarios a precios, depende de factores como el nivel inicial de inflación, el grado de apertura de la economía, la magnitud de la brecha del producto y el nivel del tipo de cambio real de equilibrio (gráfica I).

**GRÁFICA I. COEFICIENTE DE TRASPASO (CT): DEPRECIACIÓN A INFLACIÓN, 1994-2002**



Con todo, quiero destacar dos factores que explican el disminuido coeficiente de traspaso actual. El primero, de carácter permanente, se refiere a la entrada en régimen del esquema de metas de inflación y la estabilización de la misma en niveles de economías desarrolladas. En este contexto, el impacto de una depreciación cambiaria se reduce, ya que el mercado espera que los movimientos y efectos futuros del tipo de cambio estarán en conformidad con el cumplimiento de la meta. Además, el mayor desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria permite retrasar el traspaso de una depreciación cambiaria hasta que esta pruebe ser permanente.

La segunda hipótesis se relaciona con el com-

portamiento de los márgenes de comercialización, los cuales ante una mayor eficiencia (por mayor competencia) inducen a una disminución del coeficiente de traspaso. Sin embargo, la actual coyuntura está especialmente marcada por características cíclicas de esta variable.

En un contexto de desaceleración económica, los detallistas deben posponer el traspaso de los incrementos de costos al precio final ante el riesgo de perder clientes por la debilidad de la demanda interna. Hoy en día, además, las variaciones cambiarias responden a *shocks* externos y no a presiones internas, por lo que la debilitada demanda impide un gran traspaso. No obstante, a medida que la actividad retome su senda de tendencia es esperable que el traspaso aumente, si bien estabilizándose en menores niveles que los de la década pasada.

### 1) Canal del crédito

Al parecer, a partir de 1998, y como consecuencia de las importantes alzas de la tasa de interés —decretadas para enfrentar los efectos de las crisis rusa y asiática— en un contexto de elevado crecimiento del gasto, banda cambiaria y descalce de monedas, el canal del crédito habría adquirido mayor significación. Frente a una política monetaria restrictiva, los intermediarios pueden reducir el crédito porque las firmas y las familias están sujetas a selección adversa y riesgo moral, más aún si los agentes poseen menos colaterales para responder a pérdidas potenciales. En la medida que los problemas del mercado de capitales sean importantes y exista segmentación entre los agentes económicos, la reducción del crédito lleva a una contracción de la actividad económica.

¿Por qué este canal puede ser interesante en esta coyuntura? Una contracción monetaria puede afectar —en el margen— a un número significativo de firmas, desencadenando un impacto más fuerte y prolongado de lo que sugeriría la mera elasticidad del consumo y de la inversión, ya que eventualmente puede frenar la realización de proyectos rentables, pero incapaces de encontrar financiamiento, generando respuestas de magnitudes discretas. En tales condiciones, la situación patrimonial de las empresas que deben pagar un premio por riesgo mayor —o que son marginadas del mercado de crédito— empeora, intensificando los problemas de riesgo moral y selección adversa.

Más allá de este análisis, es importante destacar que los distintos estudios empíricos realizados para la economía chilena durante la última década muestran que, en promedio, la política monetaria tiene claros efectos sobre actividad e inflación. Si bien estos estudios difieren en las magnitudes es-

timadas de estos efectos, en conjunto permiten refutar el argumento de que la política monetaria es inútil.<sup>3</sup> Los estudios corroboran, además, que la política monetaria no parece ser ni más ni menos efectiva en Chile que en otros países de similar desarrollo institucional y económico (cuadro 4).

**Cuadro 4**

INFLACIÓN Y BRECHA DE PRODUCTO DESPUÉS DE UN AÑO (*SHOCK* DE 100 PUNTOS BASE)

*(En porcentajes)*

	<i>Brecha del producto<sup>a</sup></i>	<i>Brecha de la inflación<sup>b</sup></i>
Australia	0.0	-0.05
Brasil	-0.02	-0.04
Canadá	-0.10	-0.02
Chile	-0.18	-0.02
Nueva Zelanda	-0.12	-0.02
Polonia	-0.06	-0.01
Rep. Checa	-0.19	-0.07
Suiza	-0.08	-0.08
<i>Promedio</i>	<i>-0.10</i>	<i>-0.03</i>

FUENTE: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

<sup>a</sup> Corresponde a la brecha entre el nivel del producto corriente anual y de tendencia. <sup>b</sup> Corresponde a la brecha entre el nivel de la inflación efectiva anual y meta.

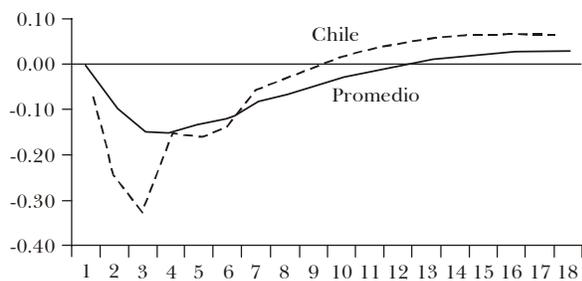
En este sentido, destaca una encuesta realizada por el Banco Central de Chile a un conjunto de bancos centrales, todos con régimen de metas de inflación y flotación cambiaria, en la que se preguntó por el impacto estimado de una variación de 100 pb. en las tasas de interés de política monetaria, durante un trimestre, sobre actividad e inflación.<sup>4</sup> Los resultados son categóricos: ante una rebaja de tasas de interés tanto la actividad económica como la inflación aumentan. Más interesante aún, las magnitudes de la reacción de cada economía son similares, si bien en el caso de Chile el efecto sobre el producto se observa en forma relativamente más rápida. En el caso de nuestra economía, después de un año, una reducción de 100 pb. aumenta el producto (respecto de su nivel de tendencia) en 18 pb. comparado con un promedio de 10 pb. No obstante, a medida que transcurre el tiempo los efectos promedios entre países tienden a converger (gráfica II).

Para el caso de la inflación, Chile muestra respuestas menos intensas que para la actividad, resultado que, sin embargo, se repite en el resto de las

<sup>3</sup> Herrera y Rosende (1991), Valdés (1997), Parrado (2001), García (2001), Bravo y García (2002).

<sup>4</sup> Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

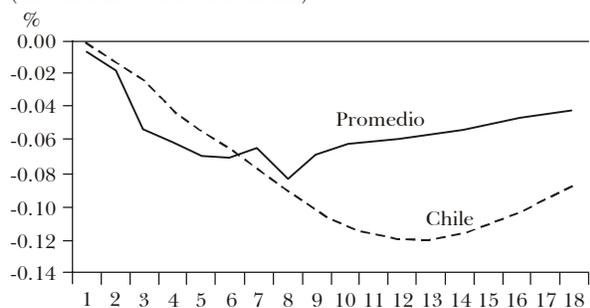
**GRÁFICA II. RESPUESTA DINÁMICA DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: CHILE VERSUS PROMEDIO DE OCHO PAÍSES (SHOCK DE 100 PUNTOS BASE)**



FUENTE: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

las economías estudiadas. Después de un año, la inflación en nuestro país se reduce 2 pb. frente a un promedio de 3 pb. No obstante, Chile sí muestra una mayor persistencia relativa de la inflación, cuestión que sin duda está relacionada con los niveles de indización que aún prevalecen en la eco-

**GRÁFICA III. RESPUESTA DINÁMICA DE LA BRECHA DE LA INFLACIÓN: CHILE VERSUS PROMEDIO DE OCHO PAÍSES (SHOCK DE 100 PUNTOS BASE)**



FUENTE: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

nomía (gráfica III).

Finalmente, si se analiza el efecto combinado sobre actividad e inflación, es decir, las razones de sacrificio, se observa que Chile muestra una elevada razón de sacrificio en los primeros trimestres, algo superior al promedio (6.0 frente a 4.1). Sin embargo, ésta va disminuyendo a medida que se contemplan horizontes de plazo más largos, reflejando el rezago con el cual responde la inflación. Lo contrario tiende a suceder con los países que parten con razones de sacrificio pequeñas (cuadro 5).

Si bien parece que la política monetaria tiene, en promedio, los efectos comentados, es necesario precisar que, con frecuencia, el impacto real de la política monetaria difiere de la reacción típica que se espera. Esto sucede tanto en la dimensión temporal —existen cambios de tasas de interés más efectivos que otros— y en la dimensión de agentes económicos, un mismo cambio en la tasa de interés genera efectos heterogéneos a nivel de sectores, empresas y personas. Los factores que están detrás

**Cuadro 5**

RAZONES DE SACRIFICIO (CAÍDA ACUMULADA DE PRODUCTO SOBRE CAÍDA ACUMULADA DE INFLACIÓN, SHOCK 100 PUNTOS BASE)

(En porcentajes)

	<i>Australia</i>	<i>Canadá</i>	<i>Chile</i>	<i>Rep. Checa</i>
4 trim.	0.00	4.44	6.00	3.11
8 trim.	0.41	2.65	1.75	1.74
12 trim.	0.91	2.22	0.66	2.54
	<i>Nueva Zelanda</i>	<i>Polonia</i>	<i>Suiza</i>	<i>Promedio</i>
4 trim.	5.93	8.44	0.94	4.12
8 trim.	1.68	2.69	2.93	1.98
12 trim.	0.92	1.45	2.57	1.61

FUENTE: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002), con base en la información proporcionada por los bancos centrales encuestados.

de esta heterogeneidad son los que también influyen en la mayor o menor importancia relativa de cada canal de transmisión en cada momento del tiempo.

### III. La experiencia del 2000-2002

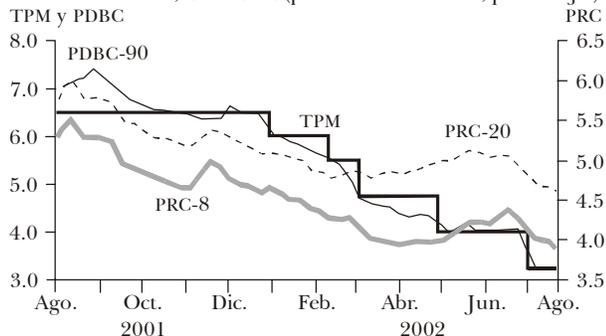
A partir de los antecedentes descritos, se puede analizar qué sucedió durante el 2001 y el primer semestre del 2002 y si, efectivamente, como algunos han argumentado, la política monetaria no ha tenido efectos.

Lo primero es constatar una cuestión de lógica elemental. Al igual como no se puede inferir que el canto del gallo ocasiona la salida del sol —aunque ambos fenómenos ocurran a la vez— el observar un crecimiento del producto inferior al esperado, al tiempo que hay reducciones de la tasa de interés de política, no permite concluir que la política monetaria sea inefectiva. De hecho, a la luz de la evidencia descrita, existieron otros factores que influyeron negativamente en la evolución de la actividad económica.

Los distintos indicadores intermedios de la política monetaria muestran que ésta ha sido expansiva durante los últimos 18 meses. Durante el 2001, la cantidad de dinero nominal se expandió, en promedio, 14.3% anual, mientras que las colocaciones nominales totales en moneda nacional aumentaron 10%: ambas cifras claramente superiores a la suma del crecimiento del producto interno bruto (PIB) y de la tasa de inflación, que fue 5.7%. De hecho, el año pasado varios distinguidos analistas criticaron la expansión del dinero por considerarla exagerada.. Este año, la situación ha sido similar.

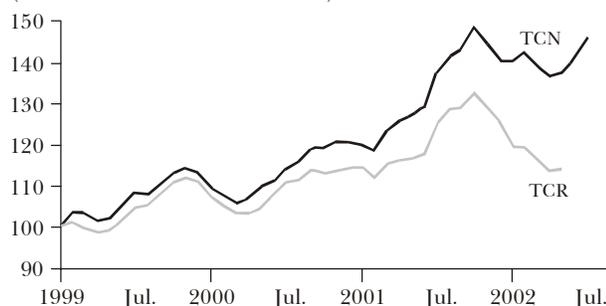
Una tendencia que también ratifica esta expansión monetaria es la que muestran las tasas de interés de los diferentes instrumentos emitidos por el banco central. Por ejemplo, los documentos reajustables a 8 y 20 años finalizaron el año 2000 con promedios algo por debajo de UF +6%. A fines del año 2001, habían alcanzado tasas de UF + 4.8% y 5.3%, respectivamente. En la actualidad, éstas se encuentran en niveles de UF + 3.5% y 4.5% (gráfica IV).

**GRÁFICA IV. TASA DE INTERÉS DOCUMENTOS BANCO CENTRAL DE CHILE, 2001-2002 (promedios semanales, porcentajes) TPM y PDBC**



Por el lado cambiario, la reacción también confirma que la política fue expansiva, aunque en la depreciación observada influyeron los términos de intercambio y las turbulencias regionales. En todo caso, el tipo de cambio real con nuestros principales socios comerciales ha aumentado más de 10% en promedio desde el 2001, lo que sin duda influyó en el aumento del volumen de exportaciones en más de 8% promedio desde esa fecha (gráfica V).

**GRÁFICA V. TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL, 1999-2002 (ÍNDICE: ENERO DE 1999 = 100)**



Un ejercicio interesante es preguntarse qué habría pasado con la actividad económica si las tasas de interés no hubiesen disminuido durante el 2001 y el 2002, es decir, si se hubieran mantenido en UF + 5%. Es difícil argumentar si la situación habría sido mejor. De hecho, con base en los modelos de proyección que habitualmente utiliza el banco central, que consideran el efecto de las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo y el impacto del tipo de cambio real sobre la demanda

externa neta, es posible afirmar que si la política monetaria no hubiese reaccionado durante el primer semestre del 2001, el producto chileno habría crecido como máximo 2.3% y no el 2.8% observado y para este año se esperaría un crecimiento 70 pb menor. Dados los rezagos con los que actúa la política monetaria, en el 2003, el efecto podría haber sido de casi 1.5 puntos porcentuales (cuadro 6).

**Cuadro 6**

ANÁLISIS CONTRACTUAL: VARIACIÓN EN EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO (EJERCICIO 1: TPM PERMANECE EN UF+5%)

Diferencia entre escenario alternativo actual (puntos base)	
2001	-50
2002	-70
2003	-140

Si la política monetaria tuvo un sesgo expansivo y argumentamos que fue efectiva, ¿qué explica entonces que la actividad aumentara menos que lo proyectado? Las explicaciones más importantes son dos: *i*) una evolución de las variables externas claves muy diferente a lo anticipado, y *ii*) un comportamiento del gasto interno considerablemente más débil que lo previsto (cuadros 7 y 8).

**Cuadro 7**

SUPUESTOS, PROYECCIONES Y VALORES EFECTIVOS PARA 2001

(En porcentajes)

	Sep. de 2000	Enero de 2001	Mayo de 2001	Efectivo
Crecimiento mundial <sup>a</sup>	4.2	3.8	3.3	2.2
Crec. socios comerc. <sup>a</sup>	3.6	3.1	2.5	1.0
Precio del cobre (US\$/lb)	87	86	80	71.8
Precio del petróleo (US\$/b)	26	25	25	24.5
Variación TDI	2.4	2.0	-1.7	-1.7
<i>Demanda interna</i>	7.5	7.2	4.8	-0.7

<sup>a</sup> Con base en proyecciones de Consensus Forecasts disponibles a la fecha de la publicación.

Las cifras son elocuentes. El crecimiento mundial esperado para el 2001 era 4.2% en septiembre del 2000; finalmente fue 2.2%. En el caso de nuestros socios comerciales la revisión es aún más dramática: desde un crecimiento esperado de 3.6% pasamos a sólo 1%. El precio del cobre cerró 15 centavos de dólar por debajo de lo previsto, el precio del petróleo sólo un dólar menos que lo antici

pado, y los términos de intercambio, en vez de aumentar 2.4% disminuyeron 7%. Basta decir que el ingreso aumentó sólo 0.5% real durante el año pasado, con un impacto negativo por efecto de menores términos de intercambio respecto del 2000 equivalente a 2.8% del PIB. Por su parte, en comparación con lo que se esperaba en septiembre del año pasado, las proyecciones del escenario externo para el 2002 muestran también significativas correcciones a la baja.

**Cuadro 8**

SUPUESTOS Y PROYECCIONES PARA EL 2002

*(En porcentajes)*

	<i>Sep. de 2001</i>	<i>Enero de 2002</i>	<i>Mayo de 2002</i>
Crecimiento mundial <sup>a</sup>	3.6	2.1	2.8
Crec. socios comerc. <sup>a</sup>	2.8	0.9	1.1
Precio del cobre (US¢/lb)	78	72	73
Precio del petróleo (US\$/b)	24	21	24
Variación TDI	3.4	2.6	-0.1
<i>Demanda interna</i>	6.4	4.1	3.4

<sup>a</sup> IPoM respectivo, con base en proyecciones de Consensus Forecasts.

Si bien en mayo de este año percibimos condiciones más favorables, en los últimos dos meses las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales se han resentido por la negativa evolución de algunos países latinoamericanos, los riesgos asociados al deterioro de los principales mercados bursátiles que han cobrado mayor preponderancia y el agravamiento de las turbulencias financieras de la región. Además, cifras recientes entregadas para la economía de Estados Unidos dan cuenta de un deterioro en sus perspectivas de crecimiento.

¿Qué significa este peor escenario externo en cifras? Dado el PIB potencial actual, Chile debió crecer en condiciones normales cerca de 5.5 el 2001. Sin embargo, sólo creció 2.8%. Una evolución más favorable del sector externo durante ese año hubiese contribuido con cerca de un punto porcentual adicional de crecimiento. Si la tasa de política monetaria (TPM) no hubiese disminuido, la situación hubiese sido más difícil aún (cuadro 9).

Sin embargo, la importancia del sector externo queda mejor reflejada en el impacto actual que tiene sobre la actividad. En condiciones normales, la economía debería mostrar este año un crecimiento en torno a 6%; sin embargo, las estimaciones lo ubican más cerca de 3%. De los tres puntos de diferencia, el sector externo como un todo ex-

plica prácticamente la totalidad del peor desempeño. Este es un resultado fuerte, revelador de nuestra dependencia de las condiciones externas. Y dentro de éstas, la evolución del crecimiento mundial es uno de los factores claves, explicando cerca de 1.5 puntos porcentuales del menor crecimiento.

**Cuadro 9**

ANÁLISIS CONTRAFCTUAL: VARIACIÓN EN EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO (EJERCICIO 2: ESCENARIO EXTERNO ES DE EQUILIBRIO)

Diferencia entre escenario alternativo y actual (puntos base)

	<i>Y*</i>	<i>TDI</i>	<i>Flujo caps.</i>	<i>EET</i>
2001				80
2002	140	70	80	290
2003				120

NOTA: *Y\**: crecimiento mundial; *TDI*: términos de intercambio; *EET*: efecto externo total (suma de los efectos de los factores externos: *Y\**, *TDI*, flujo de capitales)

Con todo, es importante señalar que los análisis efectuados corresponden a ejercicios parciales que no toman en cuenta efectos de segundo orden, ni de retroalimentación de las variables que ocurrirían de manifestarse los escenarios estudiados. No obstante, son útiles para dar cuenta de la dirección y magnitud de los efectos involucrados.

Además de este negativo entorno externo, durante el 2001 la demanda interna tuvo una trayectoria de desaceleración, terminando el cuarto trimestre con una caída de 4.9% en 12 meses, lo que implicó que en promedio disminuyera 0.7% el año pasado. Ciertamente la casi nula expansión del ingreso nacional explica una parte de esta caída, pero también contribuyeron tendencias que influyeron negativamente en la confianza de inversionistas y consumidores, como las turbulencias financieras observadas en la región, con directo impacto en el tipo de cambio, además del sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, y el desempleo alto y persistente. No hay duda que las expectativas juegan un rol. Pero son hechos reales los que contribuyen a su formación, o deformación, incluyendo las negativas circunstancias externas.

**IV. Transmisión de la política monetaria a tasas de interés de colocación, 2000-2001**

Hasta ahora he argumentado que la política monetaria ha sido efectiva. Una pregunta diferente, sin embargo, es si ésta fue todo lo efectiva que habría

podido ser. Como mencioné, ha existido un fuerte debate público respecto del grado y velocidad de traspaso entre los recortes en la TPM y las tasas cobradas por el sector bancario. Obviamente, en la medida que el traspaso sea más expedito y generalizado, mayor potencia tendrá la política monetaria, al menos en lo que se refiere al canal tradicional de interés-gasto.

Este análisis enfrenta al menos dos dificultades. La primera es que se tiende a confundir el traspaso de las rebajas que se verificaron durante fines del 2000 y la primera mitad del 2001 con los recortes de los últimos seis meses. La segunda complicación está dada por las dificultades de comparación que genera la nominalización: las tasas de mercado que antes eran volátiles son ahora estables y viceversa. No es correcto, por lo tanto, simplemente cotejar tasas de interés observadas durante dos meses cualesquiera, sino más bien considerar períodos más amplios y corregir el efecto de la variación de la UF sobre las tasas que se comparan.

El ejercicio que sigue compara las tasas de interés promedio prevalecientes en dos períodos consecutivos —agosto a diciembre del 2001 y enero a julio del 2002— con las tasas promedio de febrero y julio del 2000. El período de referencia se eligió por ser estable y previo a los recortes. Los resultados que se extraen del estudio del primer período (agosto-diciembre del 2001) son más limpios, porque es un período de estabilidad. Sin embargo, el segundo período (enero-julio del 2002) que combina efectos de recortes previos con los nuevos, es particularmente útil para caracterizar la situación actual del mercado monetario. A nivel agregado, las conclusiones en ambos períodos no difieren significativamente por lo que a continuación comentaré los resultados observados en el último semestre (cuadro 10).

Entre estos dos períodos, la TPM, medida como tasa nominal, disminuyó más de 580 pb., reflejando

**Cuadro 10**

VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN POR PLAZOS, PUNTOS BASE

	TPM		Captación		Colocación	
	a	b	a	b	a	b
Nom. 30-89 días	-422	-584	-324	-490	-349	-562
Nom. 90-360 días	-422	-584	-232	-443	-306	-335
Reaj. 90-360 días	-249	-151	-188	-271	-117	-245

NOTA: Las tasas de interés se expresan en términos nominales o reajustables de acuerdo con la variación efectiva de la UF.

<sup>a</sup> Promedio agosto-diciembre de 2002 *versus* febrero-julio de 2000. <sup>b</sup> Promedio enero-julio de 2002 *versus* febrero-julio de 2000.

la disminución tanto de la inflación como de la tasa de política indizada.

La tasa de interés nominal de captación promedio para operaciones a 30-89 días disminuyó 490 pb., mientras que la tasa de colocación disminuyó 562 pb.

En el caso de operaciones nominales a plazos de entre 90 y 365 días, la tasa de captación disminuyó 443 pb. La tasa de colocación para este mismo plazo disminuyó 335 pb.

La TPM, medida como una tasa de interés sobre la variación de la UF, disminuyó 150 pb.

La tasa de captación para operaciones reajustables a plazos de entre 90 y 365 días disminuyó 270 pb., 30 pb. más que la tasa de colocaciones.

Si bien el traspaso no ha sido perfecto, ha mostrado altos grados de eficiencia para las tasas nominales para créditos a 90 días o menos, y algo menos de eficiencia en el caso de operaciones a más de 90 días. Durante muchos meses se tuvo la sensación de que en muchos casos los *spreads* entre tasas de colocación y captación habrían aumentado; sin embargo, ello más bien se explica por rezagos en la caída de las tasas de colocación. Hay que decir que en algunos casos los *spreads* en realidad han disminuido.

**Cuadro 11**

VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN POR TRAMOS, PUNTOS BASE

Monto en UF	Part.	Nominal 30-89 ds.		Nominal más 90 ds.		Reajustables más 90 ds.	
		a	b	a	b	a	b
		0-200	6.4	518	72	-36	-257
200-500	4.6	99	-214	-15	-234	-121	-176
500-1000	5.4	-115	-376	-104	-341	-134	-220
1000-5000	17.7	-317	-533	-317	-533	-129	-106
5000 y más	65.8	-318	-432	-318	-432	-106	-161

Nota: Las tasas de interés se expresan en términos nominales o reajustables de acuerdo con la variación efectiva de la UF.

<sup>a</sup> Promedio agosto-diciembre de 2002 *versus* febrero-julio de 2000. <sup>b</sup> Promedio enero-julio de 2002 *versus* febrero-julio de 2000.

Los datos agregados, sin embargo, esconden una realidad muy disímil según el tamaño de los deudores. Es éste, al parecer, el corte relevante para entender las distintas posturas del debate público. No obstante, bajo esta desagregación, sí es conveniente separar el análisis del período agosto-diciembre del 2001 con el de enero-julio del 2002 (cuadro 11).

En el período inmediatamente posterior a la nominalización, casi el 85% de los fondos prestados

muestra un traspaso considerable, diríamos casi perfecto. Pero, para el 15% restante, que representa aproximadamente el 90% de los clientes del sistema, el traspaso fue muy imperfecto, llegando a ser nulo, o incluso perjudicial, en algunos casos. La realidad durante el primer semestre de este año ha sido muy diferente. En este período el traspaso se ha intensificado notoriamente en todos los tramos. Con todo, las transacciones de montos más bajos aún muestran reducciones mucho menores a las observadas en transacciones de más alto monto. Sin embargo, es importante destacar que las colocaciones de bajo monto (UF 0-500) son básicamente créditos a personas, donde cerca de la mitad son tarjetas de crédito. Es este último segmento el que ha sido más reticente a bajar las tasas de interés y que superan el 30 por ciento.

Los antecedentes revisados indican que la efectividad de la política pudo haberse resentido al limitarse el traspaso de rebajas de tasas hacia algunos segmentos específicos. No obstante, a partir de este año, la situación parece estar corrigiéndose. Además, no hay evidencia contundente de que la importancia de esta menor efectividad relativa sea crucial desde el punto de vista macroeconómico. No podemos, sin embargo, ser complacientes con lo que sucede. Desde el punto de vista de la política macroeconómica, el tema nos preocupa, ya que los mecanismos de transmisión podrían ganar eficiencia si los traspasos de tasas fueran más rápidos y generalizados. Desde el punto de vista de la equidad, es claro que para algunos sectores el acceso al financiamiento es difícil. Y desde el punto de vista de la eficiencia cabe preguntarse si existen proyectos rentables que no se estén llevando a cabo por falta de financiamiento.

## V. Conclusiones

A modo de conclusión, creo pertinente establecer que podemos estar confiados en que la política monetaria tiene efectos relevantes sobre la actividad. Es posible que algunas veces sea más efectiva que otras, pero tenemos la convicción de que la acción del banco central tiene gran importancia en los resultados macroeconómicos.

No podemos pretender, sin embargo, que la política monetaria sea la solución a todos los problemas. En este sentido, por ejemplo, el clima de negocios y su efecto en las expectativas juega un papel crítico en la dinámica de corto plazo. Asimismo, la flexibilidad que exista en los distintos mercados es crucial para determinar las características que tienen los procesos de ajuste de nuestra economía. En la medida que los precios muestren mayor rigidez, la ab-

sorción de los distintos *shocks* tendrá mayores efectos sobre las cantidades, incluyendo actividad y empleo.

Algunos se preguntarán entonces, si la política monetaria tiene efectividad, ¿por qué no fue más expansiva durante el 2001? La respuesta es sencilla: durante el segundo semestre del año pasado enfrentamos grandes turbulencias que amenazaban con desviar en forma persistente la inflación del rango meta de 2 a 4%, y dificultar el cumplimiento de nuestro objetivo prioritario según la ley. Incluso, en aquel período hubo opiniones de destacados economistas por un accionar más contractivo del banco central. No es el momento de revisar todos los eventos que tuvimos que afrontar, pero recordemos los atentados terroristas de septiembre y la gravedad de los problemas financieros y de contagio que sufrió la región.

Actualmente, la situación mundial y de contagio regional se mantiene muy inestable; sin embargo, los mercados financieros han respondido con bastante independencia, reconociendo la solidez de nuestra economía.

Dentro del país, los distintos indicadores muestran una evolución del gasto interno claramente por debajo de lo anticipado hace algunos meses, mientras que las presiones inflacionarias se han mantenido acotadas. En este marco, la inflación efectiva se ha mantenido en niveles reducidos, la que a su vez ha estado acompañada por una disminución significativa en las expectativas de inflación del sector privado.

Todos estos antecedentes han permitido que la política monetaria haya tomado un sesgo aún más expansivo durante los últimos seis meses, lo que se ha reflejado en los recortes ya comentados. De no haberlo hecho, se arriesgaba que la inflación disminuyera persistentemente hacia el piso e incluso debajo del rango meta en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

La política monetaria no es todopoderosa. Aún más, mientras más baja sea la tasa de política, menor es la probabilidad de que pueda seguir bajando. De hecho, si hoy manejáramos tasas reales en vez de nominales, habríamos alcanzado ya el límite práctico de la política monetaria: tasa igual a cero.

Afortunadamente, ese límite aun no se alcanza en la tasa nominal. Pero no debemos olvidar que es necesario dar creciente importancia al resto de los factores internos que pueden limitar nuestra capacidad de crecer.

## Referencias bibliográficas

Bravo, F., y C. García (2002), *Una revisión de la transmisión monetaria y el pass-through en Chile*,

- Banco Central de Chile (Documento de Trabajo, nº 149).
- García, C. (2001), *Políticas de estabilización en Chile durante los noventa*, Banco Central de Chile (Documento de Trabajo, nº 132).
- Herrera, L. O., y F. Rosende (1991), "Teoría y política monetaria: elementos para el análisis", *Cuadernos de Economía*, vol. 83, pp. 55-93.
- Lucas, R. (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, vol. 4, abril.
- Mankiw, G. (1985), "Small menu costs and large business cycles: a macroeconomic model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 10, nº 2, mayo, pp. 529-38.
- Parrado, E. (2001), *Effects of foreign and domestic monetary policy in a small open economy: the case of Chile*, Banco Central de Chile (Documento de Trabajo, nº 108).
- Schmidt-Hebbel, K., y M. Tapia (2002), *Monetary policy implementation and results in twenty inflation-targeting countries*, Banco Central de Chile (Documento de Trabajo, nº 166).
- Valdés, R. (1997), *Transmisión de política monetaria en Chile*, Banco Central de Chile (Documento de Trabajo, nº 16).

# Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente\*

Lakshman Alles

## I. Introducción

La bursatilización o titularización de activos ha sido reconocida por académicos eminentes como el más importante instrumento de reforma de nuestro sistema financiero que haya surgido en época reciente (Greenbaum y Thakor, 1995) y está considerada como una revolución por los involucrados en la industria de servicios bancarios y financieros. En su forma más simple, es un proceso por el que activos carentes de liquidez que son propiedad de una institución financiera, son mancomunados y vendidos en el sentido económico y legal a un tercero, al que se hace referencia como Vehículo para Propósito Especial (SPV). El SPV, a su vez, emite títulos o valores en los mercados financieros para el público en general, respaldados por estos activos mancomunados, generalmente después de obtener cierta forma de reforzamiento de la calidad crediticia de esos títulos. Los títulos comercializados de esta manera son denominados títulos de activos respaldados (ABS).

La bursatilización de activos fue inicialmente practicada por las instituciones financieras que titularizaron los préstamos hipotecarios a la vivienda,

transformándolos en títulos hipotecarios respaldados. En su forma tradicional, la bursatilización de activos fue adoptada por las instituciones financieras, a fin de lograr uno o más de los siguientes objetivos:

- Reducir los requisitos de regulación de capital, cuyo mantenimiento se exige según el Acuerdo de Basilea de 1988;
- Lo anterior, como medio de acceso a fuentes de financiamiento en condiciones más favorables;
- Para rectificar disparidades o desalineamientos en los vencimientos de sus activos y pasivos financieros y para gestión de liquidez, y;
- Con el fin de equilibrar la exposición de su hoja de balance a los diferentes sectores económicos o geográficos.

El proceso básico de bursatilización de activos ha sido ampliado ahora de varias maneras. Las técnicas de bursatilización están siendo aplicadas a una extensa serie de diferentes clases de activos, por diversas instituciones que abarcan desde las instituciones financieras hasta las firmas comerciales y manufactureras y los operadores de proyectos de infraestructura. Las instituciones no financieras adoptan las técnicas de bursatilización de activos principalmente como técnica financiera y como medio de reforzar la liquidez de la corporación.

El financiamiento estructurado es una extensión de la bursatilización de activos, lo que añade cierto grado de complejidad al proceso básico. En el financiamiento estructurado, los títulos comercializados que se crean mediante el proceso de bursatilización se estructuran en varias clases de títulos

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo, escrito cuando L. Alles se hallaba de visita en el Fondo Monetario Internacional, en calidad de investigador visitante, cuyo título original es: *Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries*, catalogado como documento de trabajo del FMI n° WP/01/147, de octubre de 2001, autorizado para su distribución por Kenneth Rogoff. El autor desea agradecer a la Universidad Curtin y al FMI por el apoyo que le han suministrado, y a los miembros del personal del Departamento de Investigación del FMI por su hospitalidad. Las opiniones expresadas en este documento deben atribuirse exclusivamente al autor y no a las instituciones asociadas. El FMI no se hace responsable de la presente traducción.

derivados con diferentes características, que se venden a inversionistas con necesidades inversoras equiparables a dichas características. El financiamiento estructurado otorga valor agregado al proceso básico de bursatilización de activos y ha servido para desarrollar aún más el crecimiento de los mercados financieros de activos respaldados.

Con el advenimiento de los productos crediticios derivados, ha surgido en tiempos recientes una nueva innovación en los procesos de bursatilización de activos, bajo la forma de bursatilización sintética. En la bursatilización sintética, determinada institución financiera con tenencia de un fondo de activos mancomunados, transfiere el riesgo de crédito que acompaña al fondo de activos mancomunados a un tercero, por medio de derivados crediticios, más bien que por transferencia directa de la propiedad de los activos.

La bursatilización de activos ha hecho posible que el papel tradicional de prestamista del banquero se disgregue en cierto número de subfunciones, tales como origen del préstamo, su garantía, servicio, y financiamiento, que se contratan por separado con agencias especializadas. Esa disgregación hace que sea posible derivar los beneficios de la especialización de las funciones y economías de escala. La bursatilización de activos ha permitido también que el riesgo de activos que tiene la hoja de balance de las instituciones financieras, sea disgregada en sus diferentes elementos, tales como riesgo de crédito, riesgo de tasa de interés, y riesgo de liquidez, por lo cual es posible manejarlos más eficazmente.

### *1) El desarrollo de los mercados financieros emergentes*

La bursatilización de activos y el resultante crecimiento de los mercados de deuda bursatilizada han hecho una significativa contribución al crecimiento en conjunto de los mercados de capital globales. Sin embargo, la práctica de bursatilización de activos ha estado confinada, hasta hace muy poco tiempo, a la gestión de instituciones y mercados en los países desarrollados, y consecuentemente los beneficios de esta técnica han sido cosechados por los participantes en mercados financieros de los países desarrollados, tales como Estados Unidos, el Reino Unido y otros de Europa.

Aunque los beneficios de la globalización del mercado financiero han sido ampliamente expresados y publicitados, los críticos de la globalización alegan la desigualdad de la participación en los beneficios de la globalización entre los países ricos y pobres. Esto tal vez resulta más evidente en el área de crecimiento financiero del mercado, en el

que los participantes son en muy amplia medida las instituciones basadas en los países desarrollados. La desigual participación en los ingresos y poder de mercado obtenidos por las instituciones financieras de los países desarrollados, por comparación con las instituciones de los países menos desarrollados, han sido causa de preocupación para los abogados de una equidad global y los críticos de la globalización.

La importancia de desarrollar mercados financieros para dar ímpetu al desarrollo económico global ha sido objeto de abundante documentación. Por ejemplo, Harwood (2000) comenta los numerosos beneficios que puede traer el desarrollo de los mercados locales de bonos, en el contexto de los países en desarrollo de la región del Asia Sudoriental. La investigadora señala los beneficios libres de riesgo de los mercados de bonos en moneda local, en los cuales los prestatarios pueden evitar el riesgo de moneda, así como los de refinanciación, y alcanzar una mayor certidumbre de flujos de caja mediante la toma de préstamos en los mercados locales de bonos, más bien que en los mercados financieros internacionales. Los riesgos de tomar prestado a corto plazo en los mercados de moneda extranjera han sido claramente ilustrados, desde luego, por las recientes crisis financieras de Asia. Las técnicas de bursatilización de activos pueden desempeñar un importante papel no sólo en el desarrollo y ampliación de los mercados locales de bonos, sino también como un medio a disposición de las instituciones en los países en desarrollo para lograr acceso a fondos a largo plazo en los mercados internacionales de capital, si bien, en primer lugar se debe contar con los ingredientes necesarios para instrumentar esta técnica.

Uno de los principales problemas que limitan el desarrollo económico de las economías emergentes es el elevado costo de capital que encaran las empresas. Un factor que contribuyen a ese elevado costo de capital puede ser un sector bancario poco eficiente, en el cual el costo de la intermediación es muy elevado. La bursatilización puede considerarse como una forma de desintermediación, en la que las instituciones necesitadas de financiamiento pueden usar la técnica de acceso directo a los mercados financieros sin la intermediación de los bancos comerciales. El establecimiento de mercados de deuda de activos respaldados servirá, por lo tanto, como vía alternativa de las empresas para el acceso al financiamiento a largo plazo. El desarrollo de esas vías alternativas para el financiamiento de las firmas puede también contribuir a impulsar a los bancos comerciales para que se conviertan en instituciones más eficientes, a fin de competir por los clientes que necesitan fondos.

Dado el importante papel que la bursatilización de activos y las técnicas de financiamiento estructurado han desempeñado como motor del crecimiento en los mercados financieros desarrollados, resulta importante identificar y analizar si existen razones específicas para que las instituciones en los países menos desarrollados hayan fracasado hasta ahora, o bien se han mostrado lentas en la adopción de esas prácticas, a fin de cosechar beneficios similares a los derivados por sus contrapartes en los países desarrollados.

El propósito de este artículo es el de examinar los problemas y desafíos que encaran las instituciones, formuladoras de política, y legisladores en los países menos desarrollados, en su esfuerzo por implementar las técnicas de bursatilización de activos en sus mercados financieros, e identificar si podrían adoptarse medidas de apoyo por parte de las agencias internacionales de desarrollo para superar algunas de las dificultades que enfrentan los mencionados países. En este análisis se abordan importantes nuevos desarrollos que ocurren en las técnicas de bursatilización y en el sector regulador, incluidas las nuevas iniciativas adoptadas por el Comité de Basilea acerca de la supervisión bancaria para la adecuación en capital de las instituciones financieras, y las orientaciones en lo que concierne a las prácticas para la bursatilización de activos. Se examinan, asimismo, las implicaciones que esto tiene para las instituciones financieras en los países menos desarrollados.

El resto del documento está organizado como sigue: en la sección II se comentan las motivaciones económicas y las condiciones del mercado que se requieren para que la bursatilización tenga éxito. La sección III examina las diferentes estructuras de bursatilización de activos, mientras que la sección IV pasa revista a las categorías de activos favorables a la bursatilización. En la sección V se analiza el marco legal de apoyo requerido para su implementación. La sección VI aborda el entorno impositivo y la sección VII el marco regulador para la bursatilización de activos. Las cuestiones relacionadas con la calificación crediticia se examinan en la sección IX, y en la sección X se estudian las cuestiones de vulnerabilidad o riesgo moral en lo que concierne a la bursatilización. Finalmente, la sección XI concluye el artículo.

## **II. Las motivaciones económicas y las condiciones del mercado para la bursatilización**

El primer requisito para el éxito de un proceso o esquema cualquiera es que la participación en el esquema debe redituar algunos beneficios econó-

micos para los que participan en él. La bursatilización no se iniciará más que si sus originadores esperan obtener beneficios en términos de reducciones de costo o más elevados rendimientos, en tanto que los inversores en deuda bursatilizada no se sentirán motivados para adquirir esos títulos más que si éstos ofrecen a la inversión opciones no disponibles en otros lugares. ¿En qué medida estos beneficios corresponden a cada categoría de participantes?

Para el emisor, el principal objetivo consiste en crear una serie de nuevos títulos que valgan más en el agregado que el valor que tienen en los activos subyacentes. Si el proceso de bursatilización va a ser viable, los flujos de caja que se deriven de la emisión de los títulos debe superar los costos asociados con la creación y desarrollo del proceso de bursatilización, en términos de valor concreto. Esos costos consistirán en el precio pagado por los activos subyacentes al originador de los mismos, el costo de establecer el consorcio o estructura SPV, el costo de obtener calificaciones para la deuda, y los costos de otros servicios necesarios para llevar a cabo el proceso.

Economistas y analistas de mercado han identificado cierto número de fuentes de las que provienen los beneficios de la bursatilización. Con respecto a los emisores, se trata de factores relacionados con los ahorros provenientes de la gestión reguladora del capital para las instituciones financieras, de beneficios de contrapartida al vencimiento, y beneficios por eficiencia y diversificación. Estos argumentos han sido bien documentados en la literatura (véase, por ejemplo, Oldfield 1997, Greenbaum y Thakor 1995, Hill 1997, y Alles 1998, 1999). Los inversionistas en los mercados de capitales han dado la bienvenida también el surgimiento de una serie de nuevos vehículos de inversión bajo la forma de títulos de activos respaldados, que han servido para ampliar las elecciones de inversión disponibles y contribuyen a completar los mercados.

En el caso de los mercados emergentes, el desarrollo de mercados de deuda bursatilizada deberá seguir lógicamente al establecimiento y desarrollo de mercados primarios y secundarios para instrumentos financieros más básicos, tales como letras o bonos del gobierno. Es importante que, en primer lugar, los inversores se familiaricen con las características de riesgo-rendimiento de tales instrumentos, antes de que se les exponga a instrumentos con características de riesgo agregado, como por ejemplo los bonos corporativos y los títulos de activos respaldados. La disponibilidad de una curva de rendimiento para títulos relativamente libres de riesgo pueden servir como punto de referencia pa-

ra el cálculo del precio y la determinación de los rendimientos de títulos más riesgosos en el mercado.

Un importante factor que debe analizarse para el lanzamiento exitoso de los programas de bursatilización es la manera de abordar la barrera psicológica con que los participantes en el mercado suelen tropezar cuando se enfrentan a nuevas técnicas, tales como las bursatilizaciones. Esto suele originarse por su falta de familiaridad y la aparente complejidad de la operación. En consecuencia, resulta necesario un programa para educar y familiarizar a los participantes en el mercado en lo que respecta a dichas técnicas, antes de su implementación.

También se necesita para el desarrollo de los mercados de deuda titularizada la voluntad y buena disposición de los gobiernos para desarrollar mercados de deuda. En muchos países en desarrollo existen barreras estructurales que obstaculizan ese desarrollo. La demanda de deuda privada puede no fluir dado que los grandes inversionistas institucionales, tales como los fondos de previsión y las compañías de seguros son dirigidos, con el patrocinio del gobierno, hacia la inversión predominante en instrumentos de la deuda emitidos por la Tesorería del gobierno. Muy a menudo ese es el caso en países donde el gobierno toma prestado en grandes cantidades en los mercados de deuda internos para financiar los déficit fiscales, con lo cual desplazan la deuda privada. Estas políticas, sin embargo, no hacen más que ahogar la competencia y el crecimiento del mercado, lo que incrementa las ineficiencias de mercado. A largo plazo, esto perjudica tanto a los inversionistas como a los prestatarios.

### III. Estructuras de bursatilización

Las estructuras de bursatilización de activos adoptadas por las instituciones pueden sufrir ciertas variaciones. Las estructuras más comunes se describen como estructura de transferencia, bonos de activos respaldados (ABB), estructura de transferencia de pago, y papel comercial de activo respaldado. La forma particular de estructura escogida puede ser dictada por varios factores, tales como las condiciones de mercado, el marco legal permisible, incentivos impositivos, marco regulador, etc. En la estructura de transferencia, la propiedad de los activos mancomunados se transfieren del originador a un consorcio solvente o SPV, el cual, a su vez, emite certificados de interés productivo para el consorcio bajo la forma de títulos. Los flujos de caja bajo la forma de intereses y reembolsos del prin-

cial provenientes del fondo mancomunado de activos subyacentes son 'transferidos' a los tenedores de títulos. Las características de los certificados de transferencia o participación, en consecuencia, reflejan las de los activos subyacentes. Una desventaja que encaran los tenedores de certificados en este arreglo es que la posibilidad de predecir los flujos de caja es pobre, ya que cualquier prepago de capital por los tenedores de activos fluirá a través de los tenedores de títulos.

Los bonos de activos respaldados buscan superar esta debilidad mediante la estructuración de los bonos emitidos como obligaciones de deuda de la institución originadora. Generalmente, la propiedad se transfiere a una compañía subsidiaria creada para este propósito, de modo que su propiedad sea conservada dentro del grupo corporativo. Los bonos son usualmente sobregarantizados, a fin de asegurar el reembolso completo del principal y los intereses, en caso de incumplimiento por parte de los deudores del fondo mancomunado de activos original. Una desventaja para el originador en este arreglo es que no se logre el beneficio de una 'venta limpia' de activos y la remoción de los activos de la hoja de balance consolidada del originador.

En la estructura de transferencia de pago, el originador establece una subsidiaria o un conducto SPV, al que se le transfiere el fondo mancomunado de activos, de manera similar a la estructura ABB. Sin embargo, contrariamente al arreglo ABB, si bien en forma similar al arreglo de transferencia, los flujos de caja que se derivan del fondo de activos están dedicados al pago del interés y el principal de los instrumentos de transferencia de deuda emitidos por el SPV. Los títulos de transferencia están garantizados por los activos adquiridos por el SPV del originador. Las Obligaciones Hipotecarias Garantizadas (CMO), muy populares en Estados Unidos, poseen una estructura de transferencia de pago.

El Papel Comercial de Activo Respaldado (ABCP) es otra variante de las estructuras mencionadas más arriba. En un programa ABCP, se establece un SPV bajo el patrocinio de una institución financiera, como por ejemplo un banco. Ese vehículo adquirirá activos de tipo exigible o hipotecarios de las instituciones que requieren financiamiento. La compra será financiada por la emisión de papel comercial garantizado por activos. Para permitir que el papel comercial sea objeto de una elevada calificación crediticia, la institución financiera patrocinadora añadirá su respaldo al papel comercial, mediante la provisión de un servicio de liquidez contingente, cuyo alcance puede depender de la calidad de los activos y la calificación ofrecida por otros proveedores de liquidez.

#### **IV. Categorías de activos favorables para la bursatilización**

Con fines de bursatilización se favorece un gran fondo mancomunado de activos con características homogéneas. Cuanto mayor el fondo mancomunado de activos, más grandes serán las economías de escala y más provechoso el esquema de bursatilización. Asimismo, la emisión de títulos resultante será también mayor y poseerá una más elevada liquidez. Cuando el fondo mancomunado de activos es homogéneo y la documentación del préstamo subyacente ha sido estandarizada, los riesgos que acompañan a los activos son más fáciles de evaluar por parte de las agencias de calificación. A fin de estimar los futuros riesgos vinculados a un particular fondo mancomunado de exigibles resulta importante para los originadores del préstamo recolectar información histórica relativa al desempeño de los activos. Esa información, ayuda a predecir los futuros flujos de caja provenientes de los activos y a evaluar su calidad crediticia. Típicamente, las agencias de calificación usan dicha información para definir un índice de referencia de un fondo mancomunado de activos que se considera apropiado para una categoría de calificación. Cuando se considera un fondo mancomunado de activos para fines de bursatilización, las agencias de calificación examinan si las características del fondo mancomunado de activos se desvían del fondo que ha servido como índice de referencia. Si es así, se hacen ajustes en la calificación crediticia sobre la base de la probabilidad existente de frecuencia de incumplimiento del fondo mancomunado de activos y las esperadas pérdidas al proceder a la liquidación de los activos, también conocida como gravedad de la pérdida.

Las hipotecas residenciales han sido la categoría más favorecida de activos para propósitos de bursatilización, a causa de esas características. Otras categorías populares han sido los préstamos para vehículos de motor y las tarjetas de crédito exigibles. Sin embargo, recientes avances en las técnicas de bursatilización han abarcado una serie de categorías de activos de bajo volumen. De ellos, entre los más populares son la propiedad comercial, los proyectos de infraestructura, los arrendamientos de aeronaves, etcétera.

Las bursatilizaciones transfronterizas se han vuelto cada vez más populares entre los países en desarrollo. Un problema común que encaran las instituciones en los países en desarrollo es la incapacidad de lograr el acceso a los mercados de capital internacionales o transfronterizos para financiarse, como consecuencia de la baja calificación al crédito soberano que se otorga a su país de domici-

lio y, por lo tanto, a las instituciones antedichas. Una manera de superar esto consiste en bursatilizar activos que pueden tomar su distancia de la calidad de crédito que merece la soberanía y que, en consecuencia, puede tener el potencial de atraer una más elevada calidad de crédito.

Una proposición atractiva para los países en desarrollo consistiría en la bursatilización de futuros exigibles de flujos de caja derivados de fuentes extraterritoriales. Ketkar y Ratha (2001) comentan recientes ejemplos de dichas bursatilizaciones llevadas a cabo en países de América Latina. Ejemplos de futuras categorías de flujos de caja bursatilizados son los exigibles provenientes de productos primarios, exigibles telefónicos, exigibles de tarjeta de crédito y remesas al interior procedentes de trabajadores empleados en el exterior.

En este tipo de bursatilización, el originador en un país en desarrollo asigna los derechos sobre los exigibles de flujo de caja futuros a un SPV establecido extraterritorialmente. El SPV emite títulos de deuda en los mercados de capital internacionales con el respaldo de los exigibles. Los clientes internacionales del originador son inducidos a pagar sus adeudos directamente a los fideicomisarios del SPV, que da servicio a los intereses de la deuda y al reembolso del capital. Los riesgos de quiebra y otros riesgos soberanos asociados con el originador, son acto seguido disociados del SPV, lo cual permite que la emisión de títulos atraiga una calificación de crédito más favorable.

Un obstáculo potencial a este tipo de esquema puede ser planteado por las autoridades gubernamentales, quienes pueden objetar la creación de un derecho previo por parte de los prestamistas extraterritoriales sobre los exigibles de la exportación futura del país. Una de sus preocupaciones puede estar constituida por el peligro de que deteriore la calificación del crédito soberano global como consecuencia de la creación de derechos prioritarios sobre sus ingresos por exportación.

Una reciente innovación en las técnicas de bursatilización en Estados Unidos es la bursatilización del seguro de riesgo. Una preocupación perenne en la industria aseguradora es la amenaza potencial a la viabilidad financiera de la industria, que se plantea si ocurre una catástrofe, como por ejemplo un desastre natural de grandes proporciones. La industria ha reconocido que la carga de este riesgo para los aseguradores y reaseguradores puede ser mitigado si una parte del riesgo puede ser desviada hacia los mercados de capital y sus inversores. Recientes acontecimientos en las técnicas de bursatilización han abierto el camino para el logro de este resultado. El desvío del riesgo de aseguramiento hacia los mercados de capital puede conseguirse

mediante la emisión de “títulos vinculados a catástrofes” o productos financieros cuyo pago va ligado a que se produzcan catástrofes. Un ejemplo es un “bono de catástrofe”, que ofrece elevados rendimientos a los inversionistas cuyo principal o pagos por intereses pueden ser recortados o diferidos en el caso de pérdidas catastróficas que exceden determinados niveles. Esos niveles determinados se computan por medio de índices de catástrofe que están vinculados a las pérdidas por desastres naturales, como terremotos o desastres relacionados con el clima, tales como huracanes en regiones geográficas definidas.

## V. El entorno legal

A fin de que el proceso de bursatilización funcione, se necesita el establecimiento de un marco judicial apropiado, así como un adecuado entorno legal. Es preciso que existan las provisiones legales necesarias para que se pueda contar con los elementos esenciales de un proceso de bursatilización típico. Uno de los mayores obstáculos de la bursatilización en los países en desarrollo es que el marco legal dentro de la jurisdicción del país no es capaz de acomodar las numerosas relaciones legales que tienen que establecerse, con objeto de que el proceso de bursatilización tenga éxito. Esta Sección examina la naturaleza de los problemas encontrados a este respecto. Cada país tendrá que enfrentar una serie única de problemas. En lugar de detallar una lista de problemas específicos para cada jurisdicción, el objetivo en este caso consiste en destacar algunas de las cuestiones más importantes que comparten muchos países en desarrollo.

La primera cuestión que debe ser considerada es la legislación según la cual es posible crear una entidad legalmente separada bajo la forma de consorcio o fondo fiduciario, o bien de vehículo con propósitos especiales. El objetivo es el establecimiento de la necesaria relación legal del vehículo de bursatilización con la institución patrocinadora, como por ejemplo el distanciamiento de quiebra entre el SPV y el originador. A fin de lograr este distanciamiento de quiebra el SPV limita el campo de actividades que le es permitida a su propósito declarado de bursatilización. El objeto de esta medida es el de impedir que acreedores que no sean los tenedores de los títulos del SPV, esgriman derechos en contra del SPV que puedan llevarlo a la insolvencia. La jurisdicción de algunos países puede permitir la creación de entidades con distanciamiento de quiebra, por ejemplo bajo las leyes para consorcios o fondos fiduciarios, aunque en otros países la creación de las entidades puede hacerse

conforme a las leyes corporativas. Cualesquiera que sean los medios utilizados para lograrlo, la claridad legal en cuanto a las cuestiones de quiebra tiene mucha importancia.

La siguiente cuestión que debe ser considerada es la manera que puede llevarse a cabo la transferencia de activos o exigibles desde el originador al vehículo de bursatilización. Aun dentro de una misma jurisdicción, la transferencia de activos o exigibles puede hacerse de numerosas maneras, como novación, asignación, subrogación, etc. Cada método tendrá una definición legal distintiva, e irá acompañado de su propia serie de requisitos legales. Desde el punto de vista de la bursatilización, el objetivo es efectuar una transferencia que es eficaz en función de los costos, no demasiado onerosa, a pesar de lo cual constituye una ‘venta limpia’ y proporciona la protección legal necesaria al SPV para que la bursatilización sea un éxito. Los aspectos legales que deben considerarse en estas decisiones son la naturaleza del activo, las formalidades que deben cumplirse para efectuar la transferencia, la notificación que debe darse al deudor en el sentido de que la deuda ha sido transferida, así como las consecuencias de no transmitir esa información. Una situación en la que el deudor tiene el derecho de declarar extinta la deuda por no haber recibido adecuada información o noticia resultaría en verdad catastrófica. Otra cuestión relacionada es la obligación del SPV con respecto a las reclamaciones sobre activos por terceros, una vez que los activos han sido transferidos o asignados por el originador al consorcio o SPV. Posiblemente se requiera legislación especial para proteger los activos que son tenencia del fondo fiduciario o SPV contra las reclamaciones sobre los activos por parte de terceros.

Una tercera serie de requisitos legales se relaciona con el registro de la emisión de títulos, así como la de proveer información en forma pública. Dado que los títulos de deuda son generalmente instrumentos negociables, puede ser que acaben en poder de inversores minoristas, aunque inicialmente fueran colocados en forma privada. En consecuencia, los gobiernos consideran necesario, por ser de interés público, imponer ciertas condiciones sobre el tipo de entidad a la cual le está permitida la emisión de esos títulos. Estas condiciones pueden asumir la forma de un capital mínimo, y restricciones sobre el tipo de actividades permitidas. Para salvaguardar los intereses de los inversores minoristas, la emisión de títulos al público debe requerir, en la mayoría de los países, la divulgación de un nivel mínimo de información transmitida por medio de un folleto o prospecto. La publicación del prospecto deberá atenerse a ciertos requisitos contables, de auditoría y legales.

Muchos países están dando pasos para promulgar la legislación necesaria o proporcionar las orientaciones administrativas, a fin de implementar los procesos de bursatilización. Algunos ejemplos de desarrollos recientes que han ocurrido a este respecto se ofrecen a continuación.

“Una comisión de expertos designada por el gobierno de India está examinando cambios al marco legal relativo a la banca, los cuales incluyen un proyecto de ley de bursatilización destinado a acelerar los procesos de bursatilización de activos (Sinha, 2000).”

“Japón ha dado pasos recientemente para establecer una estructura legal que facilite la titularización. Entre los cambios previstos figura una ley destinada a eliminar los obstáculos a la titularización, tales como la incidencia del registro y la licencia impositiva para la adquisición de propiedad (*International Financial Law Review*, 2000).”

“La bursatilización despegó en Canadá”: este artículo examina la manera en que los emisores están usando el marco legislativo canadiense y la reforma para explotar las nuevas clases de activos e incrementar la emisión” (*International Financial Law Review*, 2000).”

## VI. Cuestiones impositivas

En un proceso de bursatilización, el impacto de los impuestos puede resultar un factor clave que determina si la bursatilización es provechosa o no, y de ahí que tal vez llegue a determinar su viabilidad. La incidencia del impuesto podría impactar en varios puntos a lo largo del proceso de bursatilización. Si la bursatilización se lleva a cabo dentro de las fronteras nacionales, es la legislación impositiva interna la que gobernaría el proceso, pero en la bursatilización transfronteriza será preciso examinar el impacto de la jurisdicción impositiva de varios países, junto con las estipulaciones de doble tributación, que pueden ser aplicables a los países en cuestión.

La primera cuestión a ser considerada es si el consorcio o SPV está sujeto a impuesto como entidad o no. Esto dependerá de la manera en que el SPV o consorcio ha sido establecido. Generalmente, el establecimiento del consorcio conforme a una estructura de “participación” podría calificar como una entidad no imponible en tanto permanezca pasiva y no modifique los flujos de caja. Empero, las estructuras de participación” pueden ser entidades sujetas al impuesto puesto que se mantienen bajo la cobertura corporativa. Algunos países han legislado específicamente para el establecimiento de vehículos de bursatilización exentos de impues-

to. Por ejemplo, en Estados Unidos es posible crear un consorcio especial conforme a la Ley de Reforma Impositiva de 1986, llamada REMIC (Conducto para la Inversión en Hipotecas sobre Bienes Raíces), con objeto de que lleve a cabo la bursatilización y la emisión de múltiples clases de títulos, sin dejar de gozar de la condición jurídica exenta de impuestos. En 1996 se promulgaron nuevas leyes en Estados Unidos para la creación de Consorcios de Inversión Financiera para la Bursatilización de Activos (FASIT), que eran vehículos de bursatilización más flexibles que los REMIC con condición jurídica libre de impuestos. En estos casos, los beneficiarios del consorcio pueden ser gravados a nivel individual.

Una segunda cuestión por considerar es la implicación del impuesto para la transferencia de activos entre el originador del activo y el SPV. Esto puede depender de si la transferencia del activo se interpreta como una ‘venta’ o bien un ‘préstamo’. La interpretación se basaría en si efectivamente los beneficios y riesgos asociados con la propiedad de los activos han sido transferidos o no por el originador del activo al SPV con fines impositivos.

La incidencia del impuesto puede repercutir en los costos de bursatilización bajo la forma de timbres fiscales o impuestos sobre la transferencia de activos, e impuestos y otros gravámenes al emitirse los títulos.

Con respecto a la política de impuestos, resulta importante que las técnicas de bursatilización de activos como técnica de financiamiento no reciba ni ventajas ni desventajas impositivas con relación a otras técnicas de financiamiento, tales como financiamiento bancario o financiamiento por participación. En caso contrario, técnicas financieras como la bursatilización pueden convertirse en meras operaciones ‘de orientación impositiva’. Una política impositiva neutral sería considerada probablemente como equitativa por todos los participantes en el mercado.

En una bursatilización transfronteriza, las cuestiones impositivas puede volverse más complicadas porque es preciso tomar en consideración los regímenes impositivos de dos o más países. Las cuestiones relacionadas con la condición jurídica residencial o no residencial del SPV y otras instituciones involucradas, así como de los tenedores de títulos, tienen también que ser consideradas, dadas sus implicaciones con los impuestos retenidos en la fuente sobre los pagos de intereses.

## VII. Cuestiones de contabilidad

La bursatilización de activos invariablemente implica la transferencia de activos del originador del

activo a un fondo fiduciario o SPV, creado para este propósito. Las transferencias se efectúan a veces sin recurso,<sup>1</sup> pero algunas veces con recurso, y con la retención de determinado interés residual en los activos. Los principios de contabilidad requieren que, cuando la propiedad de un activo es transferida a otra entidad, sea considerada como ‘vendida’ para fines de contabilidad y quitada de la hoja de balance de la entidad que transfiere. De ese modo, las ganancias y pérdidas de la transferencia pueden ser reconocidas en sus declaraciones contables. Sin embargo, en la bursatilización de activos, no forzosamente debe existir una venta limpia. Ello puede depender de la entidad adquiriente y de si dicha entidad es lo suficientemente distinta de la entidad originadora y libre de su control. El grado de interés residual en el interés que permanece con el transferente es un factor más que debe ser considerado. La extensión del control ejercido sobre la Entidad de Propósito Especial en el marco de la estructura de bursatilización, puede también determinar si la entidad debería ser incluida en las declaraciones financieras consolidadas de la entidad originadora. De ahí que sea preciso tomar en cuenta una serie de cuestiones, antes de decidir el tratamiento contable de la bursatilización de activos. Las directrices de contabilidad actuales prescriben que debe prevalecer la “sustancia sobre la forma” al decidir si la venta ha tenido lugar. En consecuencia, si el riesgo comercial y la recompensa asociada con un activo o exigible han sido ya diseminados por el originador, resultaría apropiado considerar la transferencia como “venta real” y hacer que el activo deje de figurar en la hoja de balance. La dificultad, empero, es que no siempre es clara la decisión a tomar en algunas situaciones.

Los organismos de contabilidad internacionales han respondido a esta evolución con nuevas recomendaciones sobre las políticas contables y principios que deben aplicarse. La Comisión de Normas Contables Internacionales (IASC) ha publicado la Norma Contable Internacional (IAS) 39, ‘Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medida’; que es una norma que se aplica a los años financieros que comienzan antes o después del 1 de enero del 2001 (*International Tax Review*, 2000). Esta norma suministra directrices sobre los principios contables que deben adoptarse en los procesos de bursatilización. En particular, contiene las directrices que determinan la extensión del control retenido en las transferencias de activos, así como para el reconocimiento de una venta de activo, con pro-

<sup>1</sup> N. del T.: Capacidad del prestamista para reclamar dinero a un prestatario caído en incumplimiento, por añadidura a la propiedad ofrecida como garantía.

pósitos contables. En Estados Unidos se ha procedido a enmendar la actual Declaración nº 125 de la Junta Financiera de Normas Contables acerca de la bursatilización, mediante la Declaración nº 140, titulada: ‘Contabilidad para Transferencias y el Servicio de Activos Financieros y la Extinción de Obligaciones’ (Cheney, 2000). El objetivo de esta Declaración es también ofrecer directrices para uniformar el tratamiento contable de ventas de activos, el reconocimiento de ingresos y la divulgación de información relativa a la bursatilización.

Dadas las incertidumbres y las ‘áreas grises’ que rodean estas cuestiones, así como la ausencia de directrices específicas por parte de los organismos contables para proceder a su tratamiento, las compañías invariablemente necesitarán aplicar cierto tipo de juicio subjetivo, a fin de adoptar decisiones sobre una base de caso por caso. Esto muy bien puede desembocar en falta de uniformidad e inconsistencias en el tratamiento contable adoptado por diferentes firmas. Para evitar toda posible confusión y tergiversación en las declaraciones financieras de estas entidades, el cuerpo de contadores en cada país necesita desarrollar normas que aborden directamente cuestiones de bursatilización, tomando en cuenta las recomendaciones de los organismos de contabilidad internacionales, así como las prácticas de contabilidad internas.

## VIII. Cuestiones de regulación

Las instituciones financieras están gobernadas por las regulaciones prudenciales establecidas para asegurar que los depositantes en bancos, así como otros acreedores bancarios, no se vean expuestos a riesgos indebidos. Las regulaciones están destinadas a asegurar que los bancos no caigan en situaciones de iliquidez o insolvencia, situaciones que potencialmente pueden desencadenar el colapso de un sector bancario y, en consecuencia, paralizar la economía.

Aunque las regulaciones prudenciales pueden imponerse en una gran variedad de formas, muchos países desarrollados en diversas partes del mundo han adoptado las directrices del acuerdo de capitales de Basilea de 1988, como marco para mantener la adecuación del capital de los bancos. Estas directrices comprenden los cambios de capital que se originan por las prácticas de bursatilización de activos. Una de las motivaciones de los programas de bursatilización de activos emprendidos por los bancos en los países desarrollados fue la reducción del capital regulador y lograr un arbitraje regulador de capital.

Algunos países de mercados emergentes, sin embargo, apenas están comenzando a adoptar las directrices de adecuación de capital de Basilea. La adopción de los requisitos de adecuación de capital en estos países probablemente hará que las instituciones financieras de los mismos se vean motivadas a adoptar programas de bursatilización de activos, a fin de reducir sus niveles reguladores de capital, según pautas similares a las observadas en los países en desarrollo en el pasado reciente. Es de esperarse que veamos una nueva oleada de programas de bursatilización en los países en desarrollo, a medida que las instituciones financieras intenten aligerar sus niveles de activos y ajustar sus niveles reguladores de capital con base en función del riesgo, de conformidad con las directrices de adecuación de capital.

Los observadores de la industria bancaria afirman que los requisitos mínimos de capital medidos en función del riesgo, establecidos por el Acuerdo de Capitales de Basilea de 1988, los cuales se basan en definiciones arbitrarias de categorías de activos, no necesariamente corresponden a sus verdaderos riesgos de crédito, y en consecuencia, no son determinados de conformidad con ningún objetivo significativo de la regulación prudencial. Por ejemplo, Mingo (2000) asevera que el clamor de los bancos en favor del arbitraje regulador de capital constituye la reacción natural de los bancos para explotar una serie de normas reguladoras débiles e ineficaces.

En la actualidad, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) está proponiendo cambios a los requisitos de adecuación de capital para los bancos. Según estas propuestas, las ponderaciones de riesgo aplicadas a diferentes categorías de préstamos podrían ser vinculadas a calificaciones de crédito externas independientes obtenidas para préstamos, o bien basarse en sistemas de calificación de riesgo internas, a condición de que los sistemas demuestren ser confiables. Por ejemplo, la ponderación de 50 por ciento de riesgo establecida para los préstamos a la vivienda por el acuerdo de 1988, puede cambiar a sólo 20 por ciento si los préstamos son clasificados entre AAA y AA-, pero pueden correr el riesgo del 50 por ciento, si se les clasifica entre A+ y A-, y aun pasar progresivamente a ponderaciones más elevadas en el caso de préstamos que incluso son de menor calidad. Por lo tanto, el nivel de adecuación de capital requerido para las instituciones tenedoras de préstamos de más elevada calidad será menor. La expectativa es que, como consecuencia de las nuevas directrices, la motivación para que los bancos emprendan operaciones de arbitraje regulador de capital (RCA) pierda fuerza. Sin embargo, Ferri, Liu y Majnoni (2001) arguyen que

un cambio a un sistema de computación de adecuación de capital basado en calificaciones calculadas por el sector privado resultaría en desventaja de los bancos en Países de Ingreso No Elevado (NHIC), con relación a sus contrapartes en Países de Ingreso Elevado (HIC). Esto se debe a que las calificaciones son empleadas en mucho menor escala entre los bancos y corporaciones de los NHIC que en los HIC. En consecuencia, los niveles de adecuación de capital bancario resultarían insensibles a las mejoras que se introdujeran en la calidad en los activos. Esto conduciría a una mayor brecha en los costos de capital entre bancos de igual fuerza en los NHIC y los HIC. Honohan (2000) afirma que las calificaciones relacionadas con el sistema de adecuación de capital no tienen por qué disminuir necesariamente el riesgo de falla sistémica, si bien la exposición de un banco a los riesgos individuales sería menor.

El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria del BPI también ha emitido un 'Documento Consultivo sobre Bursatilización de Activos', que establece las directrices para calcular coeficientes reguladores de capital medido en función del riesgo, para bancos asociados con los programas de bursatilización de activos, en diferentes formas: como originadores, suministradores de servicios para préstamos, reforzadores de crédito, patrocinadores de intermediarios de programas, o inversionistas en títulos de activos respaldados. Estas directrices permiten aclarar y estandarizar los criterios para la computación de los requisitos de capital medido en función de los riesgos, en relación con las prácticas de bursatilización de activos adoptadas por los bancos.

Las nuevas directrices tienen por objeto imponer normas de seguridad más estrictas y requisitos de capital más elevados, en términos generales, sobre las instituciones financieras en los mercados financieros desarrollados, por comparación con los anteriores estándares. Aun en el caso de que los países en desarrollo no adopten estas directrices inmediatamente, servirán como valiosa guía a la cual aspirar gradualmente, para las instituciones bancarias de los países en desarrollo.

La creciente popularidad de las bursatilizaciones sintéticas entre las instituciones financieras ha originado preocupación acerca de los aspectos reguladores en el tratamiento de los riesgos asociados con la bursatilización sintética. En la bursatilización sintética, un banco usa derivados crediticios, tales como *swaps* de incumplimiento de crédito, y *swaps* de rendimiento total para transferir el riesgo de crédito atribuido a un fondo mancomunado de activos a un tercero, más bien que mediante la venta de activos. La bursatilización sintética tiene la ven-

taja comparada con la bursatilización convencional, de que se evitan los costos legales asociados con la transferencia de la propiedad de activos. La determinación de los requisitos de capital, en lo que concierne a la bursatilización sintética, puede complicarse a causa de las incertidumbres que rodean el grado de riesgo de transferencia y la magnitud del riesgo retenido por el originador. Esta cuestión forma parte del trabajo que están desarrollando el Comité de Basilea y el Banco de Supervisión.

### **IX. Acerca de la obtención de una calificación satisfactoria de crédito**

Uno de los factores críticos que determinan el éxito o fracaso de un proceso de bursatilización de activos, es la calificación de crédito obtenida por la deuda bursatilizada que se vende en el mercado. La calidad crediticia del título está directamente relacionada con el rendimiento de la emisión. Cuanto más elevada sea la calidad crediticia, menor será el rendimiento y mayor el éxito de la emisión. La calificación de crédito debe alcanzar también, como mínimo la categoría inicial de grado de inversión. Una calificación cualitativa menor que el grado de inversión no será considerada favorablemente por los fondos de inversión y otros inversores institucionales, lo que dará por resultado una emisión de títulos fallida.

Los emisores en los países en desarrollo encaran un fuerte desafío en la tarea de obtener una calificación cualitativa favorable por parte de las agencias internacionales calificadoras o clasificadoras de deuda, pero esta dificultad no siempre debe ser exclusivamente atribuida a los riesgos económicos asociados con una particular situación. Las agencias calificadoras de deuda internacional han sido criticadas por sus inconsistencias y otros motivos en cuanto a su calificación de la deuda. Ferri, Liu y Stiglitz (1999) y Monfort y Mulder (2000) han puesto de manifiesto que las calificaciones soberanas emitidas por ellos son procíclicas. Es decir, cuando el clima de los negocios es favorable, las calificaciones asignadas son consistentemente más elevadas de lo que los factores fundamentales de la economía pueden justificar, mientras que cuando el clima de los negocios es desfavorable, reclasifican la deuda en una categoría demasiado inferior a lo que se justificaría según los factores fundamentales de la economía. Ferri, Liu y Majnoni (2001) afirman que la reclasificación de la categoría a un nivel excesivamente más bajo de lo justificado por los factores económicos fundamentales, se observa principalmente en el caso de los Países de Ingresos No Elevados, pero que tal no es el caso en los Paí-

ses de Ingresos Elevados. Ferri, Liu y Stiglitz (1999) sugieren que la crisis financiera asiática de 1997, pudo haberse exacerbado como resultado de la reclasificación hacia abajo tardía y excesiva de las calificaciones soberanas de los países afectados. Ferri, Liu y Majnoni (2001) demuestran también que la correlación entre las calificaciones de crédito de las instituciones privadas de los Países de Ingresos No Elevados y las calificaciones soberanas de sus gobiernos es mayor que en el caso de los Países de Ingresos Elevados. En otras palabras, en el caso de los Países de Ingresos No Elevados, la calificación de la deuda resulta sesgada por la calificación soberana, en mucha mayor medida que en el caso de los Países de Ingresos Elevados.

Algunas de las razones que probablemente explican estas inconsistencias son sugeridas por Ferri, Liu y Majnoni (2001). Arguyen que las agencias de calificación internacionales están basadas primariamente en los países desarrollados y, por lo tanto, su experiencia operativa es menos amplia en los países en desarrollo que en los desarrollados. La menor familiaridad con el entorno en los países en desarrollo puede hacer que se incurra en costos fijos y marginales más elevados para recolectar la información, analizarla e interpretarla, por lo que respecta a instituciones basadas en países en desarrollo. Por parte de las agencias de calificación, esto determinaría una tendencia a alinear más estrechamente las calificaciones de las instituciones privadas de los países en desarrollo con la calificación soberana del país en que están domiciliadas. Una consecuencia de este sesgo en la calificación es que las instituciones privadas en los países en desarrollo tienen que batallar contra lo que parece un tope bajo la forma de la calificación soberana asignada a su país.

Las agencias internacionales, como por ejemplo la Agencia de Garantía Multilateral a la Inversión (MIGA) y la Corporación Financiera Internacional (IFC) del Grupo Banco Mundial o de la Corporación de Inversión Privada en Ultramar (OPIC) pueden desempeñar un papel importante para mejorar esta situación. En efecto, otorgando seguro de riesgo y refuerzo del crédito contra formas específicas de riesgo, podrían ayudar a elevar la calificación de crédito de la emisión de deuda hasta niveles aceptables a los inversores institucionales internacionales.

### **X. La bursatilización y el problema de la vulnerabilidad o riesgo moral**

El papel tradicional de los intermediarios financieros, y precisamente uno de los principales, es el de

monitorear los préstamos adelantados a los clientes. El monitoreo de los préstamos desempeña un papel clave en la reducción del problema del riesgo moral, según el cual los prestatarios pueden verse tentados a asumir riesgos excesivos con el capital que tomaron prestado o bien suboptimizar sus esfuerzos declarados. La bursatilización de activos separa las funciones de originar el préstamo y financiar el préstamo. Esto se debe, en primer lugar, a que el monitoreo es costoso, y asimismo a que la mejora de los flujos de caja que pueden resultar de un progreso en los intereses devengados por los inversionistas en deuda bursatilizada, aunque no para el originador del préstamo. En otras palabras, una vez que los activos han sido bursatilizados, el riesgo de crédito se desvía hacia los inversores en deuda bursatilizada. El desincentivo en el monitoreo del fondo mancomunado de activos por parte del originador, se considera un aspecto negativo de la bursatilización de activos, y es una de las razones por las que la bursatilización de activos puede verse como menos ventajosa, comparada con los préstamos bancarios tradicionales como método de financiamiento.

Los bursatilizadores de activos deben proponer métodos para aliviar el problema de riesgo moral. Una forma de lograrlo consiste en desviar nuevamente parte del riesgo de crédito hacia el originador del préstamo. Esto puede conseguirse mediante el diseño de esquemas de bursatilización que recurren parcialmente al originador del préstamo. Empero, el recurso al originador para los riesgos del fondo mancomunado de activos puede nulificar otras ventajas de la bursatilización de activos, tales como el logro de mayores coeficientes de capital medido en función del riesgo, con propósitos de cumplimiento con la regulación. El futuro desarrollo de las estructuras de bursatilización debería buscar optimizar la solución de compromiso entre las ventajas de la bursatilización de activos y las desventajas del recurso parcial al originador del préstamo.

## XI. Conclusión

El propósito de este documento consiste en identificar y examinar la gama de emisiones que tienen que abordarse para implementar los programas de bursatilización de activos, desde el punto de vista de un país en un mercado emergente. Se consideraron aspectos legales, reguladores, impositivos, contables y de desarrollo de mercado. Típicamente, las responsabilidades en la formulación de la política y la toma de decisiones con respecto a estas áreas, corresponderá a instituciones separadas en todo país. En consecuencia, es muy importante que

se establezca una coordinación y un diálogo adecuados entre estas instituciones, a fin de asegurarse de que no existan inconsistencias o contradicciones en las normas, regulaciones y directrices que se formulan con respecto a cada una de esas áreas, en el marco de la bursatilización. De no ser así, las instituciones que desean emprender programas de bursatilización de activos, resultarán innecesariamente confundidas y también frustradas en sus esfuerzos por instrumentar estas técnicas.

## Referencias bibliográficas

- Alles, L., 1999, "The Word is Securitization", *JASSA-Journal of the Securities Institute of Australia Issue*, vol. 1, pp. 27-31.
- Alles, L., 1998, "The Development of Securitized Debt Markets in Emerging Economies", *Indian Institute of Management Bangalore - Management Review*, vol. 10, n° 3, pp. 107-20.
- Cheney, 2000, "FASB Updates Statement n° 125 on Securitization", *Accounting Today*, octubre 14-16.
- Ferri, G., L. G. Liu y G. Majnoni, 2001, "The Role of Rating Agency Assessments in Less Developed Countries: Impact of the Proposed Based Guidelines", *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, pp. 115-48.
- Ferri, Liu, Stiglitz, 1999, "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", *Economic Notes*, vol. 28, n° 3, pp. 335-355.
- Greenbaum, S., y A. Thakor, 1995, *Contemporary Financial Intermediation*, Dryden Press.
- Harwood, A. (ed.), 2000, *Building Local Bond Markets-An Asian Perspective*, publicación de la Corporación Financiera Internacional.
- Hill, C., 1997, "Securitization: A Low Cost Sweetener for Lemons", *The Journal of Applied Corporate Finance*, primavera, pp. 65-71.
- Honohan, P., 2000, *Perverse Effects of a Ratings-Related Capital Adequacy System*, texto mimeografiado, Banco Mundial.
- International Financial Law Review*, 2000, "Japan: Amendment to Promote Securitization", abril, pp. 48.
- International Financial Law Review*, 2000, "Securitization Takes off in Canada", noviembre, pp. 39-43.
- Ketkar, S., y D. Ratha, 2001, "Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries", *Finance and Development*, vol. 38, n° 1, pp. 46-53.
- Mingo, J., 2000, "Policy Implications of the Federal Reserve Study of Credit Risk Models at U.S.

- Banks”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 24, pp. 35-58.
- Monfort, B., y C. Mulder, 2000, *Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord*, FMI, Washington, D. C. (WP/00/69).
- Oldfield, G., 1997, “The Economics of Structured Finance”, *The Journal of Fixed Income*, septiembre, pp. 92-9.
- Sinha, Y., 2000, “India: Panel Suggests Major Changes in Banking Laws”, *Business Line*, 11 de mayo.

# El papel de la liberalización financiera en la promoción y la asignación del ahorro interno: conclusiones y lecciones de política\*

Javier Guzmán Calafell

## I. Introducción

La inclusión de este tema en el 9º *Proceso de Ministros de Finanzas de la APEC*, surgió del interés de México por modificar el formato de las discusiones en este foro, con el fin de orientarlas hacia temas de relevancia para el diseño de la política económica. Con esta perspectiva, y después de un intercambio de ideas dentro del Grupo de Trabajo Técnico a finales del año pasado, se tomó la decisión de incluir una discusión sobre el ahorro interno en el 9º *Proceso de Ministros de Finanzas de la APEC*.

Existe evidencia sustancial de una relación positiva y robusta entre el ahorro interno y el ritmo de crecimiento económico. Si bien la causalidad entre estas dos variables puede ir en cualquier dirección, e incluso es posible que ambas estén simultáneamente determinadas por terceros factores, es ampliamente aceptado que los países que ahorran más tienden a crecer más rápido, y que la relación ahorro-crecimiento puede tornarse en un círculo virtuoso en el que niveles de ahorro más elevados impulsan mayores tasas de crecimiento de la economía, las cuales, a su vez, generan incrementos adicionales en el ahorro. Un mayor ahorro interno proporciona el beneficio adicional de reducir la dependencia de flujos financieros del exterior y, consecuentemente, de disminuir la vulnerabilidad externa.

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el informe presentado por Javier Guzmán Calafell, director de Asuntos Internacionales, del Banco de México, durante la sesión ministerial del 9º *Proceso de Ministros de Finanzas de la APEC* (Cooperación Económica Asia-Pacífico); celebrada en Los Cabos, México, el 6 de septiembre de 2002. El diálogo de política correspondiente se tituló: "Mejorando la Asignación del Ahorro Interno para el Desarrollo Económico".

A pesar de lo anterior, un aumento en los niveles de ahorro no garantiza la optimización del crecimiento económico. Por consiguiente, durante nuestras discusiones en el Grupo de Trabajo Técnico se resaltó la importancia de una asignación eficiente del ahorro. De hecho, el uso final del ahorro determina su productividad y su impacto sobre el crecimiento económico.

Cualquier intento por analizar en este foro los determinantes del ahorro interno y su asignación sobre la base de un enfoque integral, habría corrido el riesgo de cubrir un terreno demasiado amplio a costa de la profundidad en el análisis. Adicionalmente, este tipo de enfoque habría diluido las lecciones de política que pudieran ser extraídas de las distintas experiencias analizadas. Por estos motivos, y considerando las áreas de interés y especialización de los funcionarios que participan en el *Proceso de Ministros de Finanzas de la APEC*, se decidió concentrar el diálogo de políticas en el papel de la liberalización financiera en la promoción y la asignación del ahorro interno.

Diez economías decidieron participar en este ejercicio con estudios de casos: Australia, China, China-Taipei, Corea del Sur, Estados Unidos, Malasia, México, Nueva Zelanda, Singapur y Tailandia. Además, se invitó a especialistas del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y del Banco Central de Chile a preparar documentos de índole general.<sup>1</sup>

Se tuvo una discusión preliminar de este tema al nivel del Grupo de Trabajo Técnico en Oaxaca, México, en junio de este año. Además, el tema se discutió en el ámbito de Alternos, con énfasis en las lecciones de política derivadas de este ejercicio, el 4

<sup>1</sup> Los documentos se encontrarán, próximamente, disponibles en la siguiente dirección: [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).

de septiembre de 2002. En la presente nota se resumen las principales conclusiones y lecciones de política derivadas de este diálogo, agrupadas en tres grandes áreas: *i*) las implicaciones de la liberalización financiera para el nivel de ahorro interno; *ii*) vínculos entre la reforma financiera y la asignación del ahorro; y *iii*) los factores que incentivan la liberalización financiera y reducen sus riesgos.

Antes de describir las principales conclusiones y lecciones de política derivadas de estos temas, es preciso señalar que, aunque éste no era el objetivo principal de este ejercicio, a cada economía participante se le solicitó que discutiera brevemente los principales determinantes del ahorro interno en su caso particular. En general, se observó una diferencia significativa entre las metodologías aplicadas, la cobertura de los datos y las definiciones utilizadas, entre otros aspectos, en los distintos estudios de casos. No obstante lo anterior, las conclusiones fueron, en términos generales, consistentes con lo que sería de esperarse desde el punto de vista teórico y con base en la evidencia empírica internacional. En vista del poco tiempo disponible para estos comentarios, sólo vale la pena enfatizar cuatro de los resultados obtenidos de los estudios de casos que resultan de relevancia para la política económica:

- 1) el crecimiento del ingreso fue identificado como uno de los principales determinantes del ahorro interno;
- 2) se confirmó el papel del ahorro público como un instrumento fundamental para aumentar el nivel del ahorro nacional;
- 3) varias economías reportaron una importante influencia positiva de los sistemas de pensiones de plena capitalización sobre el nivel del ahorro interno; y
- 4) en algunos casos destacó el significativo impacto de la tasa de dependencia (número de jóvenes y ancianos como proporción de la población en edad de trabajar) sobre el ahorro, lo que implica que los países que están en una transición demográfica pudieran registrar movimientos importantes en su tasa de ahorro.

## **II. Las implicaciones de la liberalización financiera para el nivel de ahorro**

Es generalmente aceptado que el impacto de la liberalización financiera sobre el nivel de ahorro es ambiguo. Por una parte, el incremento en las tasas

de interés que usualmente acompaña a la liberalización del sector financiero afecta al ahorro privado a través de efectos ingreso y sustitución que actúan en direcciones opuestas. Adicionalmente, la reforma del sector financiero relaja las restricciones de acceso al crédito y frecuentemente resulta en cuantiosas entradas de capitales, eventos que tienden a impulsar el consumo y a afectar negativamente al ahorro. Más aún, el efecto de largo plazo de la liberalización financiera puede ser distinto de su impacto en el corto plazo. En particular, en el largo plazo el ahorro puede aumentar como consecuencia de una de las secuelas del desarrollo financiero: el crecimiento del PIB y de los niveles de ingreso.

Los estudios de casos preparados para este diálogo de políticas analizaron el efecto de la liberalización financiera sobre el nivel de ahorro desde distintas perspectivas. En algunos de ellos se efectuaron estudios econométricos de esta relación, mientras que en otros la evaluación se limitó a un análisis no empírico. En términos generales, los estudios de casos confirmaron la ambigüedad de la relación existente entre liberalización financiera y ahorro.

Muchos de los estudios de casos que no se apoyaron en un análisis econométrico enfatizaron la coincidencia entre los episodios de liberalización financiera y los descensos en el ahorro privado como proporción del PIB. Esta relación se estableció, en general, a través de un relajamiento de las restricciones de liquidez, es decir, mediante una mayor disponibilidad de crédito que facilitó el crecimiento del consumo. Debe destacarse, sin embargo, que varios de estos estudios consideraron que, o bien la evidencia no era totalmente concluyente, o bien que otros factores jugaron un papel más importante en la explicación de la caída del ahorro privado.

En los estudios de casos que analizaron este tema con base en análisis econométricos las conclusiones fueron similares. En todos ellos se encontró que la liberalización financiera tuvo un impacto negativo sobre el ahorro privado, aunque las conclusiones finales fueron matizadas debido a la presencia de resultados no completamente robustos, errores de medición u otras restricciones de carácter técnico. También es importante mencionar que todos estos estudios llegaron a la conclusión de que el impacto de las tasas de interés en el nivel de ahorro fue muy bajo o poco significativo.

Vale la pena mencionar cuatro puntos adicionales:

*Primero*, aunque como se señaló anteriormente la visión general de los estudios de casos es que el

impacto de la liberalización financiera en el ahorro privado es ambiguo, ninguno de ellos proporcionó evidencia empírica de una influencia positiva de la reforma financiera en el ahorro interno.

*Segundo*, algunas economías reportaron un efecto adverso de la liberalización financiera en el ahorro en el corto plazo y se refirieron a los riesgos que pueden acompañar al proceso de reforma financiera.

*Tercero*, a pesar de lo anterior, ninguno de los estudios de casos sugirió que las posibles implicaciones adversas sobre el ahorro interno en el corto plazo hacen de la liberalización financiera un objetivo indeseable. De hecho, se enfatizó que el objetivo principal de la liberalización financiera es mejorar la asignación de los recursos y no incrementar el ahorro interno.

*Cuarto*, algunas de las economías que han tenido más éxito en elevar el ahorro interno concluyeron que, en el largo plazo, la profundidad, sofisticación y eficiencia del sector financiero son factores fundamentales para el crecimiento del ahorro. Otras economías también hicieron notar que la liberalización financiera, junto con la innovación en este sector, un mejor y más amplio acceso a la información y una mejoría en la implementación de la política monetaria, son factores que pueden ayudar a contrarrestar los choques cíclicos y a mejorar la estabilidad macroeconómica.

### **III. La liberalización financiera y la asignación del ahorro**

A diferencia de los cuestionamientos que pudieran surgir respecto al uso de la liberalización financiera como mecanismo para promover el ahorro interno, existe mucho menos controversia en torno a la propuesta de que la liberalización financiera puede dar lugar a un crecimiento económico más elevado al aumentar la eficiencia con que se utiliza el ahorro. Una mayor eficiencia de la inversión es indudablemente una contribución potencialmente importante de la reforma financiera al crecimiento económico. Un incremento en la eficiencia en el uso de los recursos no sólo debería aumentar la tasa de crecimiento económico asociada con un aumento dado en el acervo de capital, sino que, como ya se señaló anteriormente, debido a que el mayor crecimiento tiende a promover el ahorro, el nivel de éste podría verse estimulado indirectamente por estas mejorías en la eficiencia. Por otra parte, la implementación de un conjunto de políticas con-

sistentes entre sí tiene un mayor impacto sobre el crecimiento económico que la adopción de acciones individuales. Consecuentemente, el efecto positivo de la liberalización financiera en el crecimiento puede mejorarse si se acompaña de reformas consistentes en otras áreas, sobre todo en el sector real.

Todos los estudios de casos preparados para este diálogo de políticas apoyaron la conclusión de que la liberalización financiera resulta en una mejoría en la asignación del ahorro. Los canales a través de los cuales se estableció esta causalidad fueron diversos y difirieron de una economía a otra. Aquellos que fueron identificados como los más importantes incluyeron los que se señalan a continuación:

- Una gama más amplia y sofisticada de instrumentos de ahorro permitió a los agentes económicos administrar mejor sus carteras de inversión, diversificar riesgos y buscar una tasa de rendimiento -ajustada por riesgo- más elevada para sus inversiones.
- La liberalización del sector financiero aumentó la competencia entre los intermediarios financieros, al presionarlos para llevar a cabo inversiones con riesgos menores y/o con mayores rendimientos marginales.
- La desregulación financiera incentivó la innovación tecnológica conforme los recursos se canalizaron a empresarios cuyas probabilidades de introducir innovaciones exitosas eran más elevadas. Esto, a su vez, impulsó la productividad dentro del sector de servicios financieros.
- La liberalización financiera fue el catalizador de programas de reforma económica de gran alcance que condujeron a una mejor asignación de recursos.
- La apertura de los mercados financieros dio lugar a un mayor escrutinio internacional de las políticas del sector público, lo cual mejoró el entorno para la toma de decisiones por parte del sector privado.
- La eliminación de controles sobre las tasas de interés y el crédito permitió las condiciones necesarias para que los recursos fluyeran hacia usos con un valor más elevado. De modo similar, el desmantelamiento de los controles cambiarios aceleró la integración con los mercados financieros internacionales y facilitó el flujo de inversión extranjera en ambos sentidos.

- La liberalización financiera aumentó el tamaño del sistema financiero y, por consiguiente, la proporción de ahorro canalizado a través de los medios más eficientes.
- La reforma del sector financiero incentivó la participación extranjera en el sistema financiero. Esto mejoró la asignación de recursos al aumentar la competencia en el sistema bancario y al fortalecer su nivel de capitalización.
- La desregulación financiera desalentó los mercados financieros informales.

Aunque las conclusiones de los estudios de casos apoyan la percepción de que la liberalización financiera conduce a una mejor asignación del ahorro, es preciso hacer las siguientes dos advertencias:

*Primero*, algunos de los estudios de casos hicieron notar que la reforma financiera puede afectar negativamente la asignación de recursos en el corto plazo. En algunas economías, la liberalización financiera provocó una expansión excesiva del crédito hacia sectores ineficientes, como resultado de la presencia de distorsiones macroeconómicas o microeconómicas. De manera similar, la eficiencia en la asignación de recursos en varias economías se vio limitada por un incremento excesivo en el crédito al sector privado que provocó un auge en el precio de los activos y, posteriormente, su corrección. Adicionalmente, la intensa rivalidad por la participación de mercado que se observó en varias economías a raíz de la liberalización financiera, impulsó a los bancos a incursionar en negocios cada vez más riesgosos, situación que posteriormente dio lugar a niveles inusualmente elevados de deudas incobrables.

*Segundo*, a pesar de la percepción generalizada de que la desregulación financiera mejora la asignación del ahorro, ninguno de los estudios de casos preparados para este diálogo de políticas incluyó un análisis empírico que apoyara tal aseveración. Las razones de lo anterior son diversas, e incluyen, entre otras, las dificultades para aislar los efectos de la reforma financiera en la eficiencia de la economía de aquéllos provenientes de otras reformas que fueron instrumentadas durante el mismo período, y la disponibilidad de información. Aunque algunos estudios de casos citaron documentos de investigación en donde se proporciona evidencia en este respecto, ésta es un área en la que se requiere trabajo empírico adicional.

#### **IV. Factores que incentivan la liberalización financiera y que reducen sus riesgos**

Si, como la evidencia parece señalar, la liberalización financiera tiene un impacto benéfico sobre el crecimiento económico en el largo plazo, vale la pena hacer dos preguntas adicionales:

- 1) ¿Por qué algunas veces los procesos de reforma financiera tardan en afianzarse, y cuáles son las condiciones que pueden favorecer dichas reformas?
- 2) ¿Qué tipo de factores reducen los riesgos que acompañan a la liberalización financiera en el corto plazo?

Uno de los estudios presentados en este diálogo de políticas se abocó a responder a la primera de estas preguntas, con base en un estudio empírico de episodios de liberalización financiera que tuvieron lugar en 36 países durante el período 1973-1996. Los principales resultados de esta investigación son los siguientes:

- Los países con sistemas financieros altamente reprimidos tienden a mantenerse así, pero si estos países adoptan medidas de liberalización, aunque sean modestas, la probabilidad de que adopten reformas adicionales aumenta sustancialmente.
- La introducción de reformas es mucho más probable en aquellos países cuyo sector financiero se encuentra en un rango de liberalización intermedio.
- Los distintos tipos de crisis tienen efectos diferentes en las políticas adoptadas en el sector financiero. Mientras que las crisis cambiarias tienden a aumentar la probabilidad de que se instrumenten reformas financieras, las crisis bancarias tienden a tener el efecto opuesto y, de hecho, elevan la probabilidad de que se dé marcha atrás en algunas reformas que se encuentran ya en vigor. Los efectos provenientes de las crisis cambiarias son, en cierta medida, los esperados, y numerosos estudios han descrito la manera en que durante dichos períodos se emprendieron procesos de reforma financiera. Por otra parte, debido a que las crisis bancarias son simples manifestaciones de una fragilidad extrema en el sector bancario, no es sorprendente que durante tales períodos no se impulsen reformas adicionales en dicho sector.

Las implicaciones de política económica derivadas de este estudio son las siguientes. Primero, in-

cluso las reformas más modestas se constituyen potencialmente en un gran avance, debido a que el proceso de reformas tiende a generar su propio impulso. Si las condiciones políticas son tales que no es factible llevar a cabo grandes reformas, se deben introducir aquéllas que sí lo sean. Segundo, los países deben aprovechar las situaciones en las que se hace más fácil introducir un giro a la política económica. Las crisis constituyen sin lugar a dudas situaciones de este tipo y, particularmente las crisis cambiarias, han sido usadas por los gobiernos para impulsar procesos de reforma. No obstante, también es durante situaciones en las que se da un giro considerable a la política económica – particularmente durante las crisis bancarias- cuando puede ser necesario tener más cuidado para evitar un retroceso en el proceso de reforma.

Con respecto a la segunda pregunta señalada con anterioridad, varios estudios de casos se refirieron a los elementos que reducen los costos potenciales de la liberalización financiera. Como ya se mencionó, la desregulación financiera puede dar lugar a una fuerte expansión del crédito, cuantiosas entradas de capital, un descenso en el ahorro interno y distorsiones temporales en la asignación del crédito. Es decir, una reforma financiera puede traer consigo desafíos importantes para la estabilidad macroeconómica, el sistema bancario y la política económica en general. Bajo estas circunstancias, varios factores contribuyen a minimizar los riesgos inherentes a reformas de esta naturaleza. Con base en las lecciones derivadas de los estudios

presentados en este diálogo de políticas, se pueden identificar los siguientes:

- 1) Un entorno macroeconómico sólido y estable.
- 2) Un marco de regulación y supervisión robusto.
- 3) Una administración eficiente y experimentada al frente de las instituciones financieras.
- 4) Un sistema bancario financieramente sólido en el momento de la liberalización.
- 5) La eliminación de distorsiones macroeconómicas y microeconómicas que pudieran afectar significativamente las decisiones de inversión.
- 6) Una determinación política firme para llevar a cabo las reformas.

Finalmente, debe destacarse que diversos estudios de casos subrayaron la importancia de coordinar la liberalización financiera con las reformas instrumentadas en otros sectores. Lo anterior fue considerado en algunas economías como una precondición para el éxito de las reformas en el sector financiero. Los estudios realizados para otras economías concluyeron que los beneficios de una reforma financiera pueden verse acrecentados cuando ésta no se instrumenta como una acción aislada, sino como parte de una estrategia global y consistente de estabilización y reforma estructural.

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

## ASOCIADOS

### BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

*Presidente:* Aldo-Rubén Pignanelli. *Vicepresidente:* vacante. *Segundo vicepresidente:* Ricardo-Alberto Branda. *Directores:* Félix-Alberto Camarasa, Guillermo-Leonardo Lesniewier, Ricardo-Alfredo Ferreiro, Augusto-César Magliano y Rafael Iniesta. *Síndico:* Marcelo-Eugenio Griffi; *adjunto:* Raúl A. Menem. *Subgerentes generales:* Raúl O. Planes (Operaciones), Alejandra G. Naughton (Servicios centrales), Rubén Marasca, *a. i.* (Regulación y régimen informativo), Juan Carlos Barale (Cumplimiento y control) y Rubén Marasca (Análisis y auditoría). *Gerentes principales:* Roberto T. Miranda (Secretaría del Directorio), Jorge H. Mazzei (Auditoría general), Marcos E. Moiseeff (Asuntos judiciales), María del Carmen Urquiza (Estudios y dictámenes jurídicos), Gabriel del Mazo (Estudios y dictámenes de la superintendencia), José Rutman (Normas y autorizaciones), Claudio M. Irigoyen (Estudios económicos), Adolfo C. Lavenia (Créditos), vacante (Administración y servicios), Alberto R. Karlen (Administración de reservas), Héctor Biondo (Tesoro) y José-Antonio Barone (Control de gestión y organización). *Superintendente:* Jorge A. Levy; *vicesuperintendente:* Víctor J. Bescos. *Gerentes:* Juan Basco (Operaciones externas), Beatriz Biasone (Análisis financiero e información), Guillermo Escudé (Investigaciones económico-financieras), Verónica Balzarotti (Investigación y planificación normativa), Óscar Páez (Auditoría de banca central), Rodolfo de Lorenzi (Auditoría de servicios centrales), Amelia-Inés González (Auditoría de sistemas), Alfredo Besio (Emisión de normas), Juan-Carlos Isi (Consultas normativas), Daniel Mira Castets (Autorizacio-

nes), Julio Siri (Sistema de pago y operaciones), Jorge Rodríguez (Exterior y cambios), Horacio Domínguez (Control de operaciones especiales), Guillermo Zuccolo (Créditos), Héctor Biondo (Tesoro), Adriana Fischberg (Contaduría general), Juan-José Lauro (Recursos humanos), César R. Riccardi (Sistemas), Horacio Rodríguez (Servicios generales), Ricardo O. Maero (Régimen informativo), Gustavo Bricchi (Gestión de la información), Ricardo H. Calissano (Asuntos contenciosos), Jorge Lombardi (Control de entidades no financieras), Rubén Escobar (Control de sistemas de compensación), Miguel Pareja (Liquidación de entidades), Marcelo Ferrario (Coordinación de supervisión), Delia Cortelletti (Supervisión de entidades financieras), Rosalina Díaz (Supervisión de entidades financieras: Grupo I), Daniel Domínguez (Grupo II), Daniel H. Merlo (Grupo IV), Fabián Violante (Grupo V), Francisco Pes (Grupo VI), Horacio Fernández (Grupo VII), Carlos di Donato (Supervisión de entidades financieras), Alberto Figueroa (Supervisión especializada), Gustavo Sani (Análisis crediticio), Francisco Gismondi (Análisis del sistema), Néstor Torchia (Auditoría de la superintendencia), Marcelo Fernández (Auditoría externa de sistemas) y Pablo Carbajo (Control de auditores).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

### CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

*Gobernador:* Julian W. Francis. *Subgobernadora:* Wendy M. Craig. *Asesor:* Kevin Higgins. *Abogada:* Rochelle Deleveaux. *Gerentes:* Lester Bowleg (Recursos humanos), Iqbal Singh (Supervisión bancaria), Cecil M. Sherman (Operaciones de banco),

Henderson Wilson (Contabilidad), Bert Sherman (Operaciones de cálculo) y Gerard Horton (Control de cambios).

(Información oficial, septiembre de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

DIRECTORIO. *Presidente:* Juan-Antonio Morales Anaya; *vicepresidente:* Armando Méndez Morales; *directores:* Juan Medinaceli Valencia, Enrique Ackermann Arguedas, Roberto Camacho Sevillano y Javier Comboni Salinas. *Gerente general:* Marcela Nogales Garrón; *asesor principal:* Armando Pinell Siles (Política económica). *Gerentes:* Jenny D. Tórriz Aldunate (Auditoría interna), Julio Loayza Cossío (Operaciones monetarias), David Espinoza Torrico (Operaciones internacionales), Eduardo Gutiérrez Escobar (Entidades financieras), Raquel Galarza Anze (Asuntos legales), Róger Luna Aguirre (Sistemas), Antonio Jordán Jimeno, *a. i.* (Administración) y Eduardo Navarro Rodríguez (Contabilidad). *Subgerentes:* Milko G. Zegarra Urréjola (Auditoría de operaciones administrativas y de apoyo), Arturo Beltrán Caballero (Política económica), Álvaro Romero Villavicencio (Secretaría del Directorio), Antonio Salgado Alvístur (Secretaría general), Walter Orellana Rocha (Operaciones de mercado abierto), Rodolfo Saldaña Villegas (Operaciones del sector público), Julio Viveros Burgos (Tesorería), Boris Barniza Caballero (Operaciones externas), Luis Arce Catacora (Reservas), Misael Miranda Vargas (Análisis), Samuel Blanco Rivero (Recuperación y realización de activos), Rosario Pericón Rivera (Operaciones e información), Wilma Pérez Paputsachis (Asuntos jurídicos), Guillermo Fabbri Crespo (Análisis y normas), Marcelo Ramírez Molina (Infraestructura informática), Wilfredo-Daniel Zapana Castillo (Sistemas de información), Margot Lino de Ayala (Bienes y servicios), Gabriela Arana de Bravo (Recursos humanos), Gloria-Doris Aguirre Ríos (Contabilidad), Freddy Gumiel Vela (Sector externo) y Teresa Vera Paz (Sector monetario fiscal). *Jefes de departamento:* Magda Lahore Uriarte, Ricardo Molina Díaz, Eloy Morales Coronel, Tatiana Quiroga Morales, Óscar Lora Rocha, Jean-Paul Guzmán Saldaña, Juan-Carlos Fernández Peñaranda, María-Angélica Fleitas, Paola Mejía Valdivia, Jorge Arispe Camacho, Hugo Rocha Solares, Ronald Pinto Ribera, Francisco Lecoña Luque, Eduardo Pardo, Óscar Ferrufino Morro, Marco A. Laguna Vargas, Óscar Otálora Urquizu, Carlos Arcani Quispe, Luis Idiáquez Peralta, Luis A. Palacios Yáñez, Freddy García Massa, Rolando Moya Chumacero, Wilfredo Si-

llerico Gálvez, Édgar-Fernando Revollo Patón, Alfredo Lupe Copatiti, Carmen Aníbarro de Aguilera, Norma Bilbao la Vieja Quiroga, Karina Rebollo Palacios, Wilma Guerra Montenegro y Darío Magne Mamani.

(Información oficial, agosto de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE CHILE

*Presidente:* Carlos Massad Abud. *Vicepresidente:* Jorge Marshall Rivera. *Consejeros:* María-Elena Ovalle Molina, Jorge Desormeaux Jiménez y José de Gregorio Rebeco. *Gerente general:* Camilo Carrasco Alfonso. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Gerentes de división:* Luis-Oscar Herrera Barriga (Política financiera), Esteban Jadresic Marinovic (Internacional) y Rodrigo Valdés Pulido (Estudios). *Gerentes de área:* Hernán Campos Bascur (Informática), Francisco García Letelier (Administración y contabilidad), Carlos Leiva Villagrán (Tesorería), María del Carmen Martínez Coloma (Recursos humanos) y Cristián Salinas Cerda (Inversiones internacionales). *Revisor general:* Mario Ulloa López. *Capacitación:* Patricia Letelier Barros. *Bibliotecaria:* Rubeth Silva Canto. *Jefe de departamento:* Andrés Vargas Poblete (Operaciones de mercado abierto) y Carolina Muñoz Castillo (Comunicaciones y relaciones públicas).

(Información oficial, septiembre de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Eduardo Lizano Fait; *vicepresidente:* Luis Mesalles Jorba; *directores:* Jorge-Walter Bolaños Rojas, Jorge Alfaro Alfaro, Manrique Constenla Umaña, Hilda-Pepita Echandi Murrillo y Ronulfo Jiménez Rodríguez; y *secretario general:* Jorge Monge Bonilla. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente:* José-Rafael Brenes Vega; *subgerente:* Rodolfo González Blanco; *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:* Félix Delgado Quesada; *miembros:* Alejandro Matamoros Bolaños, Juan-José Flores Sittenfeld, Luis-Diego Vargas Chinch-

lla, Marta Arrea Brenes, Silena Alvarado Víquez, Ovidio Pacheco Salazar, Eduardo Lizano Fait y José-Rafael Brenes Vega. *PERSONAL EJECUTIVO. Superintendentes generales:* Bernardo Alfaro Araya (Entidades financieras), Javier Cascante Elizondo (Pensiones) y Adolfo Rodríguez Herrera (Valores).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

*DIRECTORIO. Presidente:* Mauricio Yépez Najas; *miembros:* Sixto Cuesta Compán, José Cucalón de Ycaza, Juan Carlos Pitarque de la Torre y Cornelio Malo Donoso. *PERSONAL EJECUTIVO. Gerente general:* Leopoldo Báez Carrera; *subgerente general:* Patricio Ordóñez Chiriboga; *directores generales:* Francisco Hidalgo Vásconez (Estudios), Mario Jaramillo Campaña (Banca) y Mauricio Ullrich Reascos (Servicios corporativos); *gerente de la Sucursal Mayor Guayaquil (a. i.):* Tomás Plúas Albán; *secretario general:* Ramiro Viteri Casares; *asesor legal:* Diego Regalado Almeida.

*(Información oficial, septiembre de 2002)*

#### BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR

*Presidente:* Luz-María de Portillo. *Primera vicepresidenta:* Carmen-Elena de Alemán. *Directores. Propietarios:* Jesús-Amado Campos, José-Carlos Bonilla y Ricardo-Antonio Morales Estupinián; *suplentes:* Mario-Ernesto Salaverría 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 Corpeño (Informática).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### BANCO DE GUATEMALA

*Presidente:* Lizardo-Arturo Sosa López. *Vicepresidenta:* Mario-Alberto García Lara. *Gerentes:* Edwin-

Haroldo Matul Ruano (General), José-Alfredo Blanco Valdés (Economía), Manuel-Augusto Alonzo Araujo (Finanzas), Carlos-Rafael García (Administración) y Leonel-Hipólito Moreno Mérida (Servicios jurídicos). *Directores de departamento:* Benjamín-Estanslao Ruiz Estrada (Crédito y operaciones de mercado abierto), Macrino Blanco Pinto (Estadísticas económicas), Raúl-Humberto de León Letona (Contabilidad y emisión monetaria), Enrique-Antonio Amurrio Comparini (Comunicaciones y relaciones públicas), Édgar-Rolando Lemus Ramírez (Cambios e internacional), Romeo-Eduardo Campos Sánchez (Organización y métodos), Mynor-Humberto Saravia Sánchez (Suministros y servicios diversos), Óscar-Roberto Monterroso Sazo (Estudios económicos) y Juan-Carlos Castaneda Fuentes (Investigaciones económicas). *Asesores III:* Gerardo-Noel Orozco Godínez y Beatriz-Eugenia Ordóñez Porta de Leal (Asesoría jurídica). *Auditor interno:* Víctor-Hugo Mazariegos Estrada; *subauditor:* Rolando-Alfonso Castañeda Aldana. *Secretario de la Junta monetaria:* Hugo-Rolando Gómez Ramírez; *subsecretario:* Armando-Felipe García Salas Alvarado. *Subdirectores de departamento:* Carlos-Andrés Meléndez Marroquín, Carlos-Francisco Cabrera Rodas, Carlos-Arnoldo Trejo Ajvix, Fernando Diéguez Díaz, Rómulo-Oswaldo Divas Muñoz, Sergio-Rolando González Rodríguez, José-Fernando Ramírez Velásquez, Fernando-Wladimir-Danilo Estrada Pérez, Erick Prado Carvajal, Ariel Rodas Calderón y Salvador-Orlando Carrillo Grajeda. *Asesores II:* Sergio-Javier López Toledo y César-Augusto Martínez Alarcón.

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### BANCO CENTRAL DE HONDURAS

*Presidente:* María-Elena Mondragón de Villar. *Vicepresidenta:* Analía Napky. *Directores:* Manuel Fontecha Ferrari y Óscar Núñez. *Gerente:* Jesús-Ernesto Anariba; *subgerentes:* Edwin Araque Bonilla (Técnico), Ariel Pavón (Operaciones), Santiago Herrera Valle (Administración y servicios) y Suyapa-Cristina Funes Castro (Estudios económicos). *Jefes de departamento:* Gabriel-Eduardo Delgado S. (Cambios), José-María Palacios (Recursos humanos), César-Antonio García Madrid (Informática y tecnología), Carlos-Alfredo Báez Carazo (Servicios jurídicos), Julio-César Quintanilla Hernández (Servicios generales), Saúl-Moisés León (Emisión y tesorería), Nicardo F. Palma (Contaduría), Juan-Carlos Reyes (Crédito y valores), Roldán Duarte Maradiaga (Organización y planeamiento), Matilde Maradiaga de Franco (Previsión social), Pedro

Pavón Ortez (Seguridad e investigaciones especiales) y Santiago Everett (Financiamiento externo). *Jefes de unidad:* José-Antonio Borjas (Servicios fiscales), Martha-Betulia Moradel Díaz (Servicios bibliotecarios), Isis O. Rossi de Vindel (Comunicaciones y relaciones internas), Héctor Méndez Cáliz (Agregados económicos), Leida Samra de Pinto (Agregados financieros), Ángel-Alberto Arita Orellana (Programación financiera), Liliana Castillo de Sierra (Investigación económica).

(Información oficial, agosto de 2002)

#### BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO. *Gobernador:* Guillermo Ortiz Martínez; *subgobernadores:* José-Julián Sidaoui Dib, Everardo Elizondo Almaguer, Jesús Marcos Yacamán y Guillermo Güémez García. *Directores generales:* Armando Baqueiro Cárdenas (Investigación económica), David Margolín Schabes (Operaciones de banca central), Ángel-Antonio Palomino Hasbach (Intermediarios financieros de fomento), Alejandro Garay Espinosa (Administración interna), José Quijano León (Análisis del sistema financiero) y Francisco Moreno y Gutiérrez (Servicios jurídicos). *Contralor:* Jorge Nicolín Fischer. *Directores:* Javier Guzmán Calafell (Asuntos internacionales), Javier Duclaud González de Castilla (Operaciones), Samuel Alfaro Desentis (Análisis y evaluación de mercados), Manuel Galán Medina (Sistemas operativos y de pagos), Margarita Molerés Barona (Trámite operativo), Alejandro Werner Wanfeld (Asuntos económicos), Jesús Cervantes González (Medición económica), Alejandro Díaz de León Carrillo (Análisis macroeconómico), Javier Salas Martín del Campo (Precios, salarios y productividad), Gabriel-Alberto Vera y Ferrer (Sistematización de información económica y servicios), Pascual O'Dogherty Madrazo (Análisis del sistema financiero), Cuauhtémoc Montes Campos (Información del sistema financiero), Fernando Corvera Caraza (Disposiciones de banca central), Humberto Ruiz Torres (Servicios jurídicos), Javier Cárdenas Rioseco (Intermediarios financieros de fomento), Joaquín Araico Ríos (Administración), Gerardo Zúñiga Villarce (Contabilidad), Carlos Castañeda Gasca (Seguridad) y Jaime Pacreu Vizcaya (Emisión). *Jefes de oficina:* Francisco-Javier Asturiano Vera (Capacitación de personal), Omega Lozada García (Servicios bibliotecarios), Claudio Guzmán Méndez (Comunicación social) y Eduardo Arana Molina (Relaciones públicas).

(Información oficial, agosto de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

*Presidente del Directorio:* Richard Webb Duarte. *Vicepresidente:* Carlos Castro Rodríguez. *Directores:* Óscar Dancourt Masías, Julio Velarde Flores, Kurt Johnny Burneo y Gonzalo García Núñez. *Gerente general:* Henry Barclay Rey de Castro. *Gerente central:* Inés-Marylin Choy Chong (Asuntos técnicos). *Secretario general:* Helena Uzátegui Tellería. *Auditor interno:* José-Washington Ponce Vigil. *Gerentes:* Manuel Ruiz Huidobro Cubas, Emilio-Alberto Pallette Celi, Luis Mosso Gonzales, Pedro-Ronald Mejía López, Pedro-Guillermo Murillo de Martini, Juan-Antonio Ramírez Andueza, María-Rosario Almenara Díaz, Jorge Quiñones Baldomar, Pedro-Ernesto Menéndez Richter, Augusto Mouchard Ramírez, Felipe Cebrecos Revilla, Manuel Monteagudo Valdez, Margarita-Susana Imano Konno, Renzo-Guillermo Rossini Miñán, Carlos-Augusto Ballón Ávalos, Pacífico Huamán Soto, Felipe-Salomón Novoa Alegría, Washington-Ricardo Llaque Godard, Manuel-Ramón Estela Benavides, María-Isabel Valera Loza, Pablo-Arturo Handabaka García, Alberto Merino Silicani y Agnes Franco Temple. *Subgerentes:* Lizardo-Roberto Eslava Robles, Teodoro Abanto Tafur, Juan-Carlos Pacheco Pacheco, José-Luis Ramírez Llosa Domínguez, Juan-Alberto Villanueva Chang, María-Teresa San Bartolomé Gelicich, Raúl-Alfredo Arce Baca, Ricardo-David Chávez Caballero, Teresa-Ana Lamas Pérez, Gladys-Alicia Choy Chong, Martín-Augusto Otero Castro, Víctor-Manuel Tello Mejía, Hernán-Augusto Lebrún Madge, Ciro Alegría Amézquita, Luis-Juan Valdivia Acevedo, Luis Martínez Green, María-Socorro Heysen Zegarra, José-Moisés Rocca Espinoza, Saúl Paredes Zúñiga, Carmen Aguilar Mondoñedo, Jorge-Alfredo Bravo Benites, Jorge-Ángel Estrella Viladegut, Arturo Pastor Porras, Adrián Armas Rivas, Rolando Pacheco Campuzano, Mario Mesía Lizaraso, Jorge-Antonio Patrón Worm, Helena-Beatriz Uzátegui Tellería, Susana-Isabel Ishisaka Frukawa y Humberto-Eduardo Grimaldo Pachas. *Jefes de sucursal:* Carlos Alatriza Gironzini (Piura), Jaime Esquivel Rodríguez (Trujillo), José-Miguel Monzón García (Arequipa), Javier Curo García (Cusco), Raúl Castro Alegría (Iquitos), Alejandro Rozas Alosilla-Velasco (Huanayo) y Flavio Miraval Bedoya (Puno).

(Información oficial, agosto de 2002)

#### BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO. *Presidente:* Julio de Brun. *Vicepresidente:* Miguel Vieytes. *Director:* Andrés Pieroni. *Se-*

*cretario general:* Aureliano Berro. *Prosecretario general:* Héctor Ribeiro. *Gerente general:* Gualberto de León. *Gerentes de división:* Umberto Della Mea (Política económica), Ariel Fernández (Operaciones), Héctor Scafarelli (Administración) y Rosario Patrón (Control de las Administradoras de fondos de ahorro previsional, AFAP). *Superintendentes:* Fernando Barrán (Superintendencia de instituciones de intermediación financiera, SIIF) y, Ana-María Acosta y Lara (Superintendencia de seguros y reaseguros). *Intendente:* Alfredo Porro (SIIF). *Auditora interna e inspectora general:* Beatriz Casal. *Gerentes de área:* Daniel Dominioni (Política monetaria y programación macroeconómica), José A. Licandro (Investigaciones económicas), Lourdes Erro (Estadísticas económicas), Jorge Xavier (Control del mercado de valores), Bruno d'Amado (Sistemas de información), Juan F. Seijo (Administración de patrimonios bancarios), Carlos Olivero (Análisis e inspección de las SIIF), Juan P. Cantera (Estudio y regulación de las SIIF), Elsa Holt (Seguros y reaseguros), Jorge Christy (Auditoría de sistemas y gestión), Alberto Graña (Operaciones internacionales), Eduardo Ferrés (Operaciones locales), Jorge San Vicente (Contaduría), Luis López (Recursos humanos), vacante (Servicios generales), Elizabeth Fungi (Control operativo de las AFAP) y Nelson Braga (Estudios y servicios al afiliado a las AFAP). *Abogados:* Hebert Bagnoli, Ana-María Rantighieri, Daniel Artecona y Beatriz Fernández Araújo.

(Información oficial, julio de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

**DIRECTORIO.** *Presidente:* Diego-Luis Castellanos; *directores principales:* Armando León, Manuel Lago Rodríguez, Domingo Maza Zavala, Rafael Crazut, Bernardo Ferrán y Felipe Pérez Martí (por el Ejecutivo Nacional). **ADMINISTRACIÓN INTERNA.** *Presidente:* Diego-Luis Castellanos; *primer vicepresidente-gerente:* Gastón Parra Luzardo; *vicepresidentes de área:* Ángel Lucenti (Estudios), Carlos Tinoco García (Operaciones nacionales), Giacomina Cuius de Espinoza, *a. i.* (Operaciones internacionales), Rosa Lun Lee, *a. i.* (Administración), Héctor Griffin (Consultoría jurídica), Darío Bastardo (Auditoría interna), Carlos Tinoco García, *a. i.* (Gerencia general y Casa de la Moneda); *gerentes:* José Guerra (Investigaciones económicas), Antonieta Maceña (Operaciones monetarias), Guadalupe Asprino de Páez, *a. i.* (Inversiones internacionales), Jesús Arvelo (Obligaciones internacionales), Ana Silva (Recursos humanos), Dionisio Molina (Seguridad), Jesús Rojas Díaz (Finanzas), Luis-Armando Rodrí-

guez (Estadísticas económicas), Egidio Coelho (Tesorería), Juan Llorens (Sistemas e informática), Ramón Carpio, *a. i.* (Operaciones cambiarias), Eugenia Gómez de Sánchez, *a. i.* (Servicios administrativos), Domingo Maza Franki (Subsede Maracaibo), Maximir Álvarez (Análisis del mercado financiero), Rosa Lun Lee, *a. i.* (Proyecto manzana norte), vacante (Consultoría jurídica de asuntos financieros), José-Leonardo Núñez (Consultoría jurídica para asuntos administrativos), Ángel Ruocco (Relaciones internacionales), Tirso García (Control de operaciones), Edelmira Hernández de Gamboa (Auditoría de sistemas), Rosa Lun Lee, *a. i.* (Control de la gestión administrativa), Mary Batista Lorenzo (Comunicaciones institucionales) y Alberto Unanue (Asesoría económica de la Presidencia).

(Información oficial, septiembre de 2002)

#### COLABORADORES

##### SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS (BOLIVIA)

*Superintendente:* Luis-Fernando Calvo Unzueta. *Intendente general:* Efraín Camacho Ugarte. *Intendentes:* Yolanda Delgado Koriyama (Estudios y normas), Javier-Reynaldo Fernández Cazuriaga (Entidades bancarias), Adán-Waldo Salinas Argote (Entidades no bancarias) y Marisol-Jimena Fernández Capriles (Soluciones y liquidaciones). *Asesora general:* Ivonne-Julia Quintela León.

(Información oficial, agosto de 2002)

##### SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y SEGUROS (ECUADOR)

*Superintendente:* Miguel Dávila Castillo. *Intendente general:* Alberto Cririboga Acosta. *Asesor general:* Carlos del Pozo Larrea. *Secretario general (a. i.):* Pablo Cobo Luna. *Intendentes nacionales:* Óscar Andrade Veloz (Instituciones financieras) y Diego-Fernando Navas Muñoz (Seguros). *Direcciones:* Carmen Corral Ponce (Seguridad social), Camilo Valdivieso Cueva (Servicio jurídico), Bolívar Estrella Jaramillo (Riesgos) y Rodrigo Espinosa Bermeo (Estudios y estadísticas). *Gerentes nacionales:* Luis Guzmán Maldonado (Servicios corporativos), Patricio Salgado Zapata (Recursos tecnológicos) y Patricio Moreno Huras (Estrategia y gestión). *Intendentes regionales:* Miguel Arcos Martínez (Guayaquil), Fernando Arteaga Tamariz

(Cuenca) y Zoraya Ibarra Mendoza (Portoviejo).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y superintendente (a. i.):* 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, *a. i.* (Supervisión) y José-Franklin Hernández (Asuntos jurídicos); *directoras:* Julia del Carmen Zaldívar de Stephan (Administración), Ivette Rodríguez de Díaz (Informática) y Cecilia Alveranga de Figueroa (Comunicaciones).

*(Información oficial, septiembre de 2002)*

#### BANCO DE ESPAÑA

*Gobernador:* Jaime Caruana. *Subgobernador:* Gonzalo Gil. CONSEJO DE GOBIERNO: Jaime Caruana, Gonzalo Gil, Julio Segura, José-Manuel González-Páramo, Joaquín Muns, Jaime Requeijo, Eduardo Bueno, Juan Muñoz, Gloria Hernández (directora general del Tesoro y Política financiera), Juan-Jesús Roldán (vicepresidente de la Comisión Nacional del mercado de valores), José-Ramón del Caño (secretario). COMISIÓN EJECUTIVA: Jaime Caruana, Gonzalo Gil, Julio Segura, José-Manuel González-Páramo y José-Ramón del Caño (Secretaría general). *Directores generales:* José-Luis Malo de Molina (Servicio de estudios), Javier Arístegui (Operaciones, mercados y sistemas de pago), Pedro-Pablo Villasante (Supervisión), José-María Roldán (Regulación) y José-María Viñals (Asuntos internacionales).

*(Información oficial, septiembre de 2002)*

#### SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (PANAMÁ)

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Jorge Altamirano Du-que M.; *secretario:* Joseph Fidanque; *directores:*

Eduardo Ferrer, Rogelio Miró y Félix B. Maduro. PERSONAL DIRECTIVO: *Superintendente:* Delia Cárdenas; *secretaria general:* María Rosas de Tile; *directores:* Enrique de Obarrio (Servicios jurídicos), Raquel Anaya (Administración y finanzas), Miguel Lee (Supervisión bancaria), Gustavo-Adolfo Villa (Estudios económicos), Esther-María Carles (Tecnología de información), Celmira de Jaén (Control de procedimientos, normas y seguridad operativa), Pedro Chaluja (Asuntos y proyectos internacionales) y Evangelisto Rivera (Relaciones públicas).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### BANGKO SENTRAL NG PILIPINAS

*Gobernador:* Rafael B. Buenaventura. *Subgobernadores:* Amando M. Tetangco, Jr. (Sector de servicios bancarios y, *a. i.*, Investigación y Tesorería), Alberto V. Reyes (Supervisión y sector de inspección) y Armando L. Suratos (Gerencia del sector de recursos y seguridad general). *Asistentes del gobernador:* Teresita O. Hatta (Oficina de Métodos y sistemas), Andrés I. Rustia (Gerencia de Activos de crédito y préstamos) y Marcos J. Siongco, Jr. (Administración de seguridad). *Consejero general y secretario de la Junta monetaria (a. i.):* Juan J. de Zúñiga, Jr. *Directores generales:* Diwa C. Guinigundo (Investigaciones), María-Dolores B. Yuvienco (Supervisión e inspección I), Ricardo P. Lirio (Supervisión e inspección II), Néstor A. Espenilla, Jr. (Oficina de Estudios y supervisión de reportes), Evelyn C. Ávila (Contraloría y contaduría) y Ricardo C. San Juan (Tecnología y sistemas de información).

*(Información oficial, agosto de 2002)*

#### FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS

*Presidente ejecutivo:* Roberto Guarnieri C. *Directores:* Andrés Gamarra (Operaciones financieras) y Dennis Meléndez (Estudios económicos). *Secretario general:* Boris Hernández. *Directores adjuntos:* Alfonso Machado y Humberto Mora. *Gerente administrativo:* Henry Gutiérrez.

*(Información oficial, julio de 2002)*

# Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2002

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Inflación y Regímenes Monetarios y Cambiarios	Banco de Central del Paraguay Asunción, 24 – 28 de junio
Banca Central	Banco Central de Cuba La Habana, 1º de julio – 20 de septiembre
Sistema de Pagos	México, D. F., 8 – 12 de julio
Macromodelos para Política Monetaria	México, D. F., 5 – 9 de agosto
Administración de Reservas Internacionales	Banco Central de la Reserva de El Salvador San Salvador, 12 – 16 de agosto
Balanza de Pagos	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 26 – 28 de agosto
Cuentas Nacionales I	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 29 – 30 de agosto
<i>Taller</i>	
Compilación de Estadísticas sobre Inversión de Cartera	México, D. F., 11 – 13 de junio
<i>Asistencia Técnica</i>	
Sistema de Pagos	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 5 – 9 de agosto

Fortalecimiento Institucional

Debt Relief International (DRI)

Georgetown, 19 – 25 de agosto

Evaluación del Sistema de Pagos en Ecuador

Banco de Central del Ecuador

Quito, 19 de agosto – 5 de septiembre

Publicaciones:

*Monetaria*, vol. XXV, nº 2, abril-junio

*Money Affairs*, vol. XV, nº 1, enero-junio



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

## **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:*

*Claudio Antonovich  
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas  
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255  
Telefax: (5255) 55-25-44-32  
E-mail: [antonovich@cemla.org](mailto:antonovich@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)	Banque de France
Bank of Canada	Banca d'Italia
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (Panamá)
Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
	Fondo Latinoamericano de Reservas