

Políticas macroeconómicas y regulación financiera en América Latina: Un estudio comparado

Editores

Mario Damill

Roberto Frenkel

Eduardo Corso

Leonardo Burlamaqui



Políticas macroeconómicas y regulación financiera en América Latina: Un estudio comparado

Editores:

Mario Damill

Roberto Frenkel

Eduardo Ariel Corso

Leonardo Burlamaqui

Agradecimientos:

Los autores agradecen el apoyo de la Fundación Ford al desarrollo de este proyecto.

Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).

Buenos Aires, agosto de 2014.

INDICE

Prólogo

Pág. 5.

Capítulo I

Pág. 7.

En mejores condiciones para enfrentar las crisis internacionales. El estado actual de las regulaciones financieras en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú

Leonardo Bleger

Capítulo II

Pág. 69.

La reforma internacional y su probable influencia sobre las regulaciones financieras de los países de América Latina

Leonardo Bleger

Capítulo III

Pág. 90.

Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Capítulo IV

Pág. 149.

Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Capítulo V

Pág. 182.

Chile en los años 2000: evolución macroeconómica y financiera

Manuel R. Agosin y Alexis Montecinos

Capítulo VI

Pág. 225.

Brasil en los años 2000: Regulación financiera y estabilidad macroeconómica

Fernando J. Cardim de Carvalho, Francisco Eduardo Pires de Souza

Capítulo VII

Pág. 276.

Shock externo y respuesta de política macroeconómica en Colombia

Eduardo Ariel Corso

Capítulo VIII

Pág. 308.

Perú: lecciones de la recesión de 2008-2009

Oscar Dancourt, Renzo Jiménez

Referencias

Pág. 342.

Prólogo

La evolución de la regulación financiera y prudencial en las economías centrales se encuentra indisolublemente ligada con la ocurrencia de eventos críticos que actúan como disparadores. En estos términos, la conformación de foros internacionales de discusión sobre los potenciales problemas observados en mercados financieros específicos, como así también la propia emisión de estándares y códigos puede ser pensado como la respuesta regulatoria de las economías centrales a eventos de inestabilidad financiera de alcance internacional. Un ejemplo concreto de esta causalidad lo constituye la quiebra del Herstatt Bank, que antecedió a la creación del comité del Basilea en 1974. Las innovaciones regulatorias son impulsadas por las economías centrales, pero finalmente gravitan en las economías emergentes, al buscar convergencia en sus estándares regulatorios. En contexto de la reciente crisis mundial no es la excepción. Tal como se desarrolla en el capítulo II de este libro, la actual reforma financiera internacional probablemente influencie las regulaciones financieras en los países de la región.

Sin embargo, el estudio de la regulación financiera en las economías de América Latina no consiste simplemente en analizar el actual estado local de las buenas prácticas internacionales. Por el contrario, es un tópico que toma un cariz particularmente complejo. La morfología de los sistemas financieros locales ha sido cincelada por la elevada volatilidad macroeconómica y nominal que caracterizó la historia económica de la región desde mediados del siglo XX. En este contexto, las estructuras de riesgo a las cuales están expuestas las economías, y por ende las características, alcances y desafíos de las regulaciones macroeconómicas y financieras diferirán en cada una de las experiencias.

A modo de ejemplo, considérese un elemento específico de la economía argentina y peruana, analizadas en los capítulos III, IV y VIII. Durante los años de alta inflación y liberalización financiera, se configuró una estructura de dolarización de los activos del sector privado no financiero que condiciona aún hoy los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria. Como consecuencia, a la hora de establecer las reglas de juego del régimen cambiario, las autoridades deben prestar particular atención al uso del tipo de cambio como ancla nominal, y considerar los potenciales efectos de rebalanceo de cartera que podrían ser desencadenados por fluctuaciones bruscas en la valuación en moneda local de la divisa norteamericana. Sin embargo, a pesar de presentar este condicionante en común, el estudio de ambas experiencias muestra que la regulación cambiaria ha adoptado características bien disímiles durante los últimos años, con resultados divergentes en términos de des-dolarización de activos.

Otro ejemplo de condicionantes idiosincrásicos sobre la regulación financiera se observa en el caso de Brasil. A diferencia de Argentina y Perú, durante los años de alta inflación Brasil logró mantener la intermediación financiera denominada en moneda

local, mediante la implementación exitosa de mecanismos de indexación. Ahora bien, como quedará de manifiesto en el capítulo VI del presente libro, el éxito pasado de los mecanismos indexatorios configuró un sistema financiero con una elevada participación de pasivos públicos en los activos de las entidades, lo que implica un desafío regulatorio a futuro, a medida que vaya aumentando la participación del financiamiento al sector privado en el balance de las entidades.

Ahora bien, más allá de los condicionantes idiosincrásicos, el estudio de las experiencias permite también concluir que el estado actual de las regulaciones financieras en las economías de la región ha conformado sistemas financieros más sólidos para hacer frente a un contexto de mayor inestabilidad financiera.

Un resultado adicional del estudio es que los esfuerzos para desarrollar instrumentos que permitan mitigar las fuentes de inestabilidad, como así también aumentar la capacidad de respuesta de la política económica han sido disímiles entre las economías analizadas. Un ejemplo virtuoso lo constituye el caso de Chile, analizado en el capítulo V. La política económica en este país ha tenido algunos aciertos importantes, especialmente en lo relativo a la adopción de una regla de balance fiscal estructural y a la constitución de fondos soberanos externos para mantener los ahorros derivados de un precio del cobre muy por encima de sus niveles de equilibrio de largo plazo. El caso de Colombia, estudiado en el capítulo VII, constituye otro ejemplo en este sentido, desarrollando sofisticadas reglas de intervención cambiaria para mitigar los efectos de los flujos de capitales sobre el tipo de cambio real.

En este libro se presentan los principales resultados del análisis comparado de las regulaciones macroeconómicas y financieras en América Latina. Los elementos desarrollados permitirán al lector conceptualizar el actual estado de la regulación macroeconómica y financiera en las economías de la región, como así también identificar los desafíos regulatorios que podrían enfrentar las economías en el contexto internacional actual. La investigación fue desarrollada por el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), bajo el patrocinio de la Fundación Ford.

Los editores

Capítulo I

En mejores condiciones para enfrentar las crisis internacionales. El estado actual de las regulaciones financieras en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú

Leonardo Bleger

I. Introducción

Las crisis financieras son un fenómeno recurrente en la historia de América Latina. Entre los años 1945 y 2008 los países de la región afrontaron un promedio de dos episodios críticos y atravesaron el 9,7% de los años transcurridos en medio de crisis bancarias. Estas cifras son similares al del conjunto de países emergentes (1,7 episodios y 10,8% de los años) y más desfavorables que las correspondientes a países desarrollados (1,4 episodios y 7% de los años). Dentro de la región latinoamericana tuvieron un peor desempeño Argentina, Brasil y México (3 episodios y 13,5% de los años) con valores que superan los promedios de todas las regiones del planeta. (Reinhart y Rogoff, 2008).

Con respecto a los seis países analizados (Reinhart y Rogoff, 2008) revela que desde 1945 hasta el año 2008 Argentina atravesó 4 crisis bancarias, Brasil 3, Colombia 2, Chile 2, México 2 y Perú 1. Si nos concentramos en el período posterior a 1980 las interrupciones bancarias que enfrentaron estos países fueron las siguientes, indicando el año de comienzo y finalización de cada episodio. Argentina 1980-1982, 1989-1990, 1995 y 2001-2005. Brasil 1990 y 1994-1999. Chile 1981-1987, Colombia 1982-1985 y 1999-2000, México 1982 y 1994-1997 y Perú 1983-1990 (BIS, 2007). Por lo tanto en los años ochenta, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú enfrentaron por lo menos una crisis bancaria. En las proximidades del denominado efecto Tequila lo hicieron Argentina, Brasil y México. Luego de la crisis asiática y rusa sólo Argentina y Colombia enfrentaron una crisis en sus sistemas bancarios.

Las causas principales de las crisis bancarias en América Latina durante las últimas décadas radican en las características de su inserción en la globalización financiera así como en las políticas macroeconómicas predominantes a lo largo del período (Frenkel, 2003). Sin embargo, si bien aquí radican los factores determinantes de la inestabilidad financiera, también es cierto que el predominio de regulaciones financieras inadecuadas o insuficientes ha potenciado el impacto negativo de los desequilibrios macroeconómicos sobre el sistema bancario y la economía en su conjunto. Es decir, durante este período las regulaciones financieras amplificaron -a través de diversos canales- la dimensión de las crisis bancarias y la profundidad de las recesiones a ellas asociadas.

En materia de regulaciones, a lo largo de las últimas décadas, se destacan en América Latina dos oleadas de liberalización y desregulación financiera (Frenkel R. y Simpson L. 2003). La primera situada a fines de la década de los setenta en el marco de los denominados "Experimentos del Cono Sur" y la segunda a principios de los noventa formando parte de los modelos neoliberales inspirados en el "Consenso de Washington".

Durante la primera oleada el impulso desregulador perseguía dos objetivos centrales. En primer lugar, la liberalización de las tasas de interés con el objeto de desmontar la "represión financiera" dominante e impulsar el aumento de la intermediación financiera. En segundo lugar, la reducción del rol del sector público en la asignación del crédito procurando al asignación de fondos exclusivamente a través de mecanismos de mercado.

Para el período posterior a 1970 (Kaminsky y Reinhart, 1999), sobre la base de 26 crisis bancarias presentan evidencia formal del vínculo entre crisis bancarias y liberalización financiera. Del mismo modo, (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998) revelan sobre la base de una muestra de 53 países para el periodo 1980-1995 que la liberalización financiera afecta negativamente la estabilidad del sector bancario.

En Latinoamérica la liberalización de las tasas de interés y de la asignación del crédito se implementaron -en la mayoría de los casos- en el marco de esquemas muy deficientes de regulación y supervisión bancaria. Las mayores debilidades normativas se focalizaban en el área crediticia, donde la concentración de riesgos, el otorgamiento de préstamos a personas vinculadas y la insuficiencia de garantías dieron lugar a numerosos fraudes y quebrantos que jaquearon la estabilidad bancaria. Otras deficiencias regulatorias, como las que toleraban la coexistencia de libertad absoluta en la asignación del crédito y en las tasas con esquemas de garantía total y gratuita de los depósitos bancarios, generaban incentivos perversos con consecuencias deletéreas sobre la solvencia de los bancos.

La gravedad de las crisis bancarias acaecidas a principios de los 80, entre las que se destacan las de Chile y Argentina, condujo durante los años posteriores a revisar el esquema de regulaciones y a eliminar algunas de sus inconsistencias más flagrantes. Esta revisión derivó en cambios en los esquemas de seguros de depósitos, establecimiento de normas más estrictas en materia de concentración de deudores y préstamos a personas vinculadas, aumento en los requerimientos de capital y mejoramiento de la supervisión, incluyendo inspecciones *in situ* de legajos y garantías. De todos modos, el esquema regulatorio siguió adoleciendo de notorias deficiencias como se evidenciaría más adelante.

A principios de los 90 el nuevo embate desregulador tuvo lugar en un contexto de mayor integración al sistema financiero internacional impulsada por el ingreso de importantes bancos internacionales a los sistemas bancarios locales. Junto a esta mayor internacionalización, otros factores contribuyeron a modificar el mapa financiero de la región. Entre ellos, la adopción de las normas de Basilea, la privatización de entidades públicas, la creación de regímenes previsionales de capitalización y el impulso a los mercados de capitales.

Las sucesivas crisis financieras internacionales de los noventa pusieron a prueba la estabilidad de los sistemas bancarios de la región. La existencia o no de “booms” crediticios impulsados por el ingreso de capitales, los diferentes regímenes cambiarios, el grado de dependencia del financiamiento externo de corto plazo, el nivel de dolarización de la intermediación financiera y la evolución de las primas de riesgo soberano contribuyen a explicar el impacto diferencial de las crisis globales sobre el sistema bancario de cada uno de los países. Con la excepción de Chile, el resto de los mayores países de América Latina afrontó por lo menos una crisis bancaria entre el año 1997 y el año 2005.

En el plano de las regulaciones, los esquemas nacionales presentaban diferencias tanto en los aspectos macro como microprudenciales. Entre los primeros destacamos las regulaciones relacionadas con la dolarización financiera, la deuda soberana en los activos bancarios, el régimen de prestamista de última instancia y la garantía de los

depósitos. Entre los segundos, las normas sobre capital, la gestión de riesgos de liquidez y de crédito y el provisionamiento de la cartera irregular. Las diferencias en la calidad de estas regulaciones contribuyen a explicar la profundidad de las crisis bancarias nacionales y su “derrame” sobre la economía real.

América Latina ha enfrentado la crisis internacional 2007/8 sin que se registre ninguna crisis bancaria nacional. Se trata, sin lugar a dudas, de un hecho auspicioso, dada la profundidad y extensión de la crisis mundial y el hecho de que el origen de la misma se localizara precisamente en el plano financiero. Los avances macroeconómicos, principalmente la disminución de la vulnerabilidad externa, constituyen el factor fundamental a la hora de explicar este favorable comportamiento del sistema bancario latinoamericano. Sin embargo, esta afirmación no supone desconocer la contribución positiva de los avances registrados en la solvencia y liquidez bancaria, así como de las mejoras registradas en el marco de regulaciones financieras.

Muchos avances regulatorios surgieron como respuestas a las deficiencias que las crisis bancarias post-Tequila pusieron al descubierto y llevaron a revisar (al menos parcialmente) el enfoque liberalizador. En general, la gravedad de las crisis bancarias latinoamericanas de los 90 y 2000 y de sus consecuencias sobre la producción y el empleo sensibilizaron a la opinión pública y a la dirigencia respecto de la necesidad de revisar las regulaciones, profundizar la supervisión bancaria y fortalecer las instituciones a cargo de estas tareas. Había que poner límites a los riesgos asumidos por los bancos y alinear (en cierta medida) los incentivos de las entidades con los del conjunto de la sociedad para evitar los enormes costos derivados de regulaciones laxas y liberalización a ultranza.

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis comparado de las regulaciones financieras vigentes en la actualidad en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. Se ha puesto el foco sobre las regulaciones relacionadas con la estabilidad del sistema financiero, dejando en un segundo plano a aquellas relacionadas con el desarrollo financiero¹. No desconocemos el estrecho vínculo existente entre estabilidad y desarrollo financiero, pero entendemos que a los fines de nuestro análisis resulta conveniente diferenciar entre las normas vinculadas con cada uno de estos aspectos.

El análisis comparativo prestará particular atención a las regulaciones bancarias vinculadas con aquellos factores que han jugado un rol decisivo en las crisis bancarias latinoamericanas de las últimas décadas. Entre ellos, las funciones e institucionalidad de la banca central y las agencias de supervisión, la dolarización de la intermediación, el tratamiento de la deuda pública en las carteras bancarias, la presencia y operatoria de la banca extranjera, la capitalización de las entidades, la gestión crediticia, los préstamos de última instancia y el seguro de depósitos.

También estudiaremos las regulaciones financieras a la luz de la reciente respuesta de los sistemas bancarios nacionales a la última crisis financiera internacional. Dicho de

1. Entendemos por desarrollo financiero el proceso de mejora en la cantidad y calidad del financiamiento y del conjunto de los servicios bancarios.

otro modo, consideraremos a la crisis *subprime* como un test al cual fue sometido el esquema de normas financieras de los seis países analizados.

Asimismo, nos referiremos a algunas de las regulaciones que actualmente son objeto del debate internacional sobre la reforma regulatoria, tales como el capital bancario, el régimen de provisiones y las calificadoras de riesgo.

El presente documento está organizado de la siguiente manera. En la sección II se incluye una sintética descripción de las crisis bancarias recientes y de la evolución de las regulaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En la sección III se realiza una descripción de las características principales de los sistemas financieros de los seis países. En la sección IV se aborda el análisis comparado de las regulaciones financieras incluyendo el marco institucional, el ámbito de la regulación, las redes de seguridad, el capital bancario, la gestión de riesgos, el régimen informativo, las normas contables y el régimen de auditoría. En la sección V se concluye y se formulan algunas reflexiones sobre ulteriores líneas de investigación.

II. Una visión general sobre las crisis bancarias y las reformas regulatorias en los seis países.

En el año 1995, mientras regía en la Argentina el régimen de convertibilidad, la crisis mexicana gatilló una crisis bancaria que dio lugar a la liquidación de 12 entidades y 39 fusiones. La crisis impulsó la reimplantación parcial de una red de seguridad mediante la restitución parcial del prestamista de última instancia y la creación de un fondo de garantía de los depósitos. En el año 2001 con la eclosión de la convertibilidad el país sufrió otra severa crisis bancaria en el marco de una crisis cambiaria y del default de la deuda soberana. Para evitar un impacto aún mayor sobre la actividad económica el Banco Central “pesificó” las deudas bancarias y compensó a las entidades financieras el impacto patrimonial de esta medida. Con posterioridad a la crisis de 2001, el Banco Central encaró un proceso de modificaciones en las regulaciones prudenciales en el marco de un programa destinado a desdolarizar la economía y el sistema financiero. Entre estos cambios se destaca la restitución plena del prestamista de última instancia y el abandono de las exigencias adicionales a Basilea que se habían implementado durante la convertibilidad. (Bleger, 2007).

En la segunda mitad de los 90, influenciada por la crisis del Tequila, la economía y el sistema financiero brasileño atravesaron un período de fuertes turbulencias. En 1995 la suba de las tasas de interés -para contrarrestar la salida de capitales- y la pérdida de los ingresos bancarios derivados de la alta inflación desataron una crisis financiera que condujo a la desaparición de tres de los diez más grandes bancos privados y a la quiebra de una cantidad importante de pequeñas y medianas instituciones financieras (Cardim de Carvalho y Pires de Souza, 2009). Desde entonces, el Banco Central y el Consejo Monetario Nacional llevaron adelante un proceso de modernización de la regulación prudencial, incluyendo la creación de un régimen de garantía de depósitos, la implementación de las normas de Basilea sobre capitales mínimos y las reformas regulatorias en el mercado de capitales.

Colombia atravesó una severa crisis bancaria en los años 1999-2000 cuando factores macroeconómicos adversos gatillaron el fin de un *boom* de créditos que coincidió con una pobre gestión crediticia y serias deficiencias en la regulación y supervisión bancaria. Los bancos públicos e hipotecarios estuvieron en el centro de la crisis. A partir de entonces, entre los años 1999 y 2003, se introdujeron cambios a la Ley Bancaria, entre ellos la elevación de los requerimientos de capital vinculados con el riesgo de crédito y de mercado. También se concedió respaldo legal al sistema de alerta temprana, a las rápidas acciones correctivas para evitar las quiebras bancarias y a la supervisión consolidada. Otros cambios legales apuntaron a la protección del consumidor financiero y a la diversificación de la oferta de productos bancarios. Además, la Superintendencia definió un nuevo sistema de clasificación de préstamos y provisiones basado en la evaluación de riesgos. (FMI, 2005).

Chile atravesó su última crisis bancaria a comienzos de los años ochenta. Las altas tasas de interés a nivel global, en medio de una recesión mundial, con bajos precios del cobre y un corte abrupto del crédito externo hacia América Latina dieron origen a una profunda crisis económica que se reflejó en las carteras de las entidades bancarias. El detonante de la crisis fue el abandono del cambio fijo y la devaluación del año 1982. El impacto de las variables macroeconómicas se agravó por prácticas financieras poco transparentes entre los bancos y serias debilidades en el esquema de supervisión. En el período 1981-83, 22 instituciones fueron intervenidas (las que representaban el 60% del mercado de crédito). De ellas, 16 fueron liquidadas y 6 reprivatizadas (entre éstas, los dos bancos más grandes del sistema). El mecanismo principal para rehabilitar a los bancos fue la venta de cartera de préstamos al Banco Central, que alcanzaron en 1987 al 30% de la cartera bancaria total equivalente al 25% del PIB. Desde ese momento y a lo largo de las tres últimas décadas se realizaron profundas reformas en las regulaciones bancarias abarcando casi todas las áreas vinculadas con la gestión de riesgos (Marshall, 2009).

México atravesó una profunda crisis bancaria en 1995 que condujo al gobierno a rescatar y luego consolidar un importante grupo de grandes bancos. El rescate de la cartera en dificultades fue gestionada por el FOBAPROA (Fondo Bancario de Protección del Ahorro) que alcanzó un tamaño equivalente al 20% del PIB. Al mismo tiempo, se introdujeron cambios legales por los que se autorizó el ingreso de bancos extranjeros y la compra de bancos nacionales por parte de estas entidades. Desde entonces se ha mejorado significativamente el marco regulatorio y de supervisión del sistema bancario mediante un intenso y continuado proceso de reformas legales y normativas. Desde el año 2001 se impusieron modificaciones sustanciales en las áreas de gestión del riesgo crediticio, clasificación de cartera y provisionamiento, préstamos a personas vinculadas, conglomerados financieros, capitales mínimos, sistema de alerta temprana y acción correctiva, así como reformas en los mercado de valores (Banco Mundial-FMI, 2006).

La última crisis bancaria en Perú se inició en el año 1998 en el marco de la crisis rusa. De los 25 bancos que existían en 1997/1998, 11 fueron liquidados y obligados a fusionarse, entre ellos el segundo y el quinto banco por depósitos. Los diversos programas de rescate de las instituciones financieras en problemas alcanzaron un monto equivalente al 2% del PIB. La política monetaria y la regulación financiera

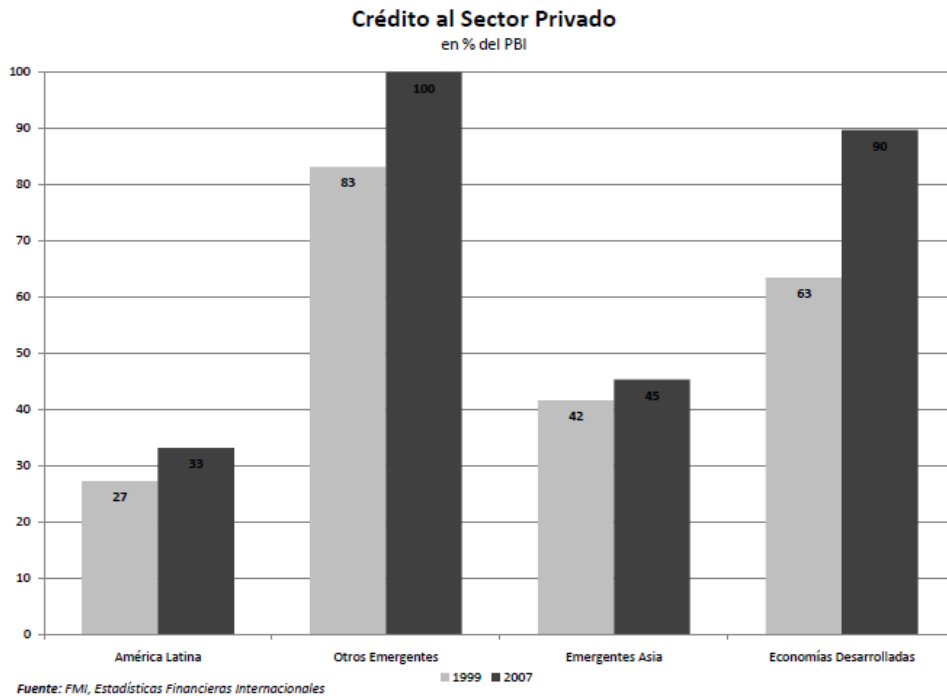
prudencial vigentes en ese momento contribuyeron a la generación de la crisis en la medida en que no tomaban en cuenta la dolarización del sistema bancario y la profunda dependencia de los bancos del endeudamiento externo de corto plazo. El recorte de las líneas de crédito externas inducidas por la crisis rusa provocó una abrupta suba en el tipo de cambio y en las tasas de interés que no fueron compensadas por otras medidas monetarias y financieras. La brusca contracción de préstamos, depósitos y encajes en moneda extranjera condujeron a la mencionada quiebra y a la fusión forzosa de muchas entidades (Dancourt, 2009).

Ciertos aspectos esenciales de la regulación financiera prudencial se mantienen inalterados desde la crisis de 1998, como por ejemplo las normas que admiten la subsistencia de un importante operatoria bancaria dolarizada. Sin embargo, desde entonces se han realizado modificaciones normativas tales como un nuevo régimen de clasificación y provisionamiento de la cartera, la introducción de las normas de Basilea I y II y cambios a la legislación financiera en el marco del Acuerdo de Promoción de Comercio EEUU-Perú.

III. Características de los sistemas financieros.

El nivel de profundidad financiera de los sistemas financieros latinoamericanos es bajo en comparación con el de los países desarrollados y otros países emergentes (Gráfico 1).

Gráfico 1



Sin embargo, las diferencias entre los seis países son muy significativas. En el Cuadro 1 se advierte que el ratio entre Crédito Total y PIB alcanza al 74,7% en Chile, 41,2% en Brasil, 37,1% en Colombia, 24,5% en Perú, 20,4% en Argentina y 14,7% en México. Resultan muy llamativos los muy bajos porcentajes de Argentina y México, cuyos grados de profundidad financiera son muy inferiores a los que posee la mayoría de países con niveles de PIB per cápita similares. Con la excepción de Argentina los préstamos al sector privado representan una proporción muy elevada del crédito total (Cuadro 1). Las cifras revelan que, excepto en Argentina, el financiamiento del sector público a través de préstamos bancarios es poco significativo. Los sectores públicos de estos países privilegian el endeudamiento mediante la emisión de títulos negociables, como se refleja claramente en el caso de Brasil.

Cuadro 1

| Indicadores Principales de los Sistemas Financieros | | | | | | |
|---|-----------|--------|--------|----------|--------|-------|
| | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | México | Perú |
| Sistema Financiero | | | | | | |
| Crédito del Sistema Financiero | | | | | | |
| Crédito Total/PIB | 20,4% | 41,2% | 74,7% | 37,1% | 14,7% | 33,1% |
| % denominado en moneda extranjera | 1,7% | ... | 13,4% | ... | 3,8% | 55,1% |
| Crédito al Sector Privado/PIB | 11,9% | 40,4% | 72,8% | 34,9% | 13,2% | 24,5% |
| <i>Del Cual:</i> | | | | | | |
| Instituciones Financieras No Bancarias | | | | | | |
| Crédito Total/PIB | 0,5% | 4,6% | ... | ... | ... | 3,4% |
| Crédito al Sector Privado/PIB | 0,5% | ... | ... | ... | ... | 2,3% |
| Depósitos Sector Financiero | | | | | | |
| Total Depósitos/PIB | 19,5% | 76,2% | 63,2% | 33,3% | 17,4% | 29,7% |
| % denominado en moneda extranjera | 2,2% | 0,1% | 13,8% | 0,0% | 12,2% | 43,3% |
| Depósitos Privados /PIB | 14,0% | 74,5% | ... | ... | ... | ... |
| Activos Fondos Mutuos/PIB | 1,8% | 33,5% | 15,8% | ... | 7,9% | 2,3% |
| Activos Fondos de Pensión/PIB | 8,9% | 17,0% | 62,5% | 14,3% | 8,9% | 17,9% |
| Capitalización Mercado de Capitales/PIB | 13,8% | 63,9% | 118,0% | 50,3% | 34,5% | 50,4% |
| Mercado de Bonos Domésticos del Gobierno | | | | | | |
| Monto Deuda/PIB | 85,8% | 42,2% | 10,0% | 27,9% | 23,8% | 6,0% |
| Mercado de Bonos Corporativos | | | | | | |
| Monto Deuda/PIB | 3,7% | 8,6% | 11,4% | 0,4% | 3,0% | 0,9% |

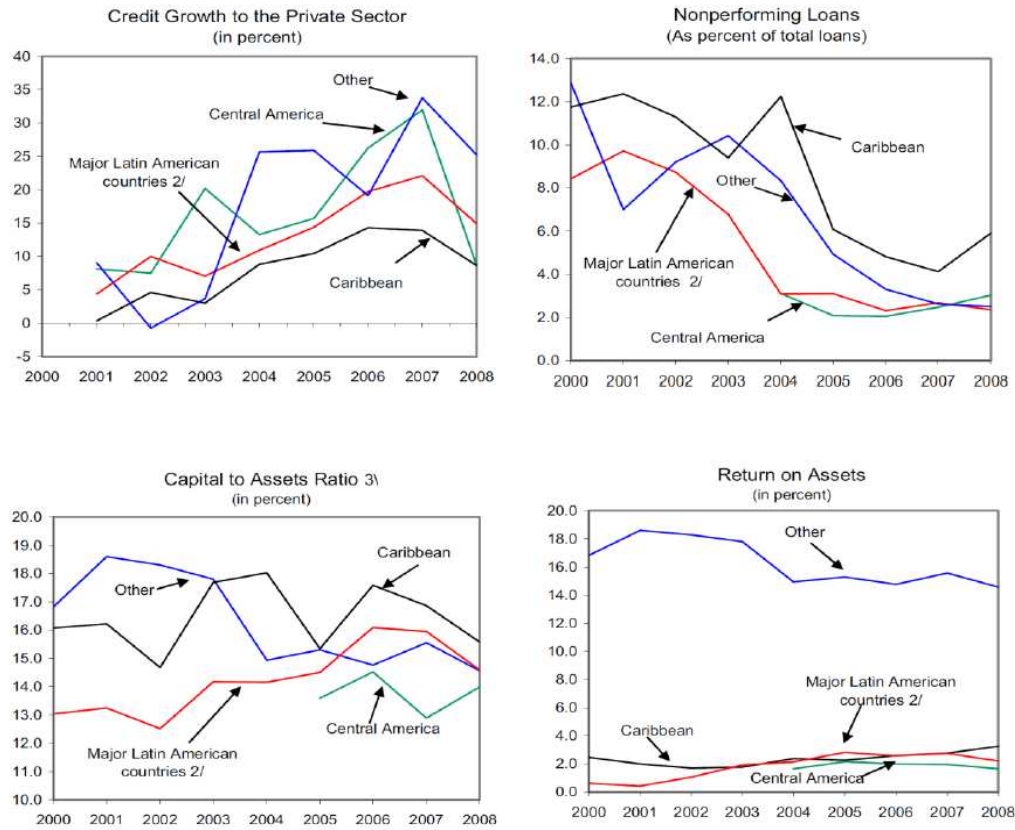
Fuente: Rennhack (2009)

En los seis países el volumen de crédito al sector privado, medido como porcentaje del PIB, ha crecido significativamente a lo largo de la presente década, particularmente entre 2003 y 2007, como ocurrió en la mayoría de los países emergentes. El ratio promedio que alcanzaba al 5% en 2001 creció sostenidamente hasta el 20% en el año 2007, aunque Argentina y Perú no registraron incrementos durante este período. Como consecuencia de la crisis financiera internacional el ritmo de crecimiento del crédito ha caído significativamente llevando el ratio promedio de préstamos al sector privado/PIB del 20% al 15% en el año 2008 (Gráfico 2). El crecimiento del crédito registrado en los últimos años benefició tanto a empresas como a particulares, aunque la expansión fue muy superior en el segundo rubro. Dentro de los créditos personales se incrementaron tanto los préstamos al consumo como los de financiamiento de la vivienda. Chile es el único país del grupo en el cual el stock de crédito a la vivienda supera al de los personales (BBV, 2009).

El monto de depósitos en cada país está en línea con el de los préstamos, con la excepción de Brasil donde el volumen de depósitos (76,2% del PIB) excede por mucho al de los préstamos, discrepancia que se explica por las enormes posiciones de títulos públicos en las carteras de los bancos.

Gráfico 2

América Latina y El Caribe. Indicadores de Solidez Financiera, 2002-2008



Fuente: Rennhack (2009)

1/ Las líneas representan la media de la distribución

2/ Argentina Brasil, Chile, Colombia, Méjico y Perú

3/ Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo

La dolarización de la actividad financiera sólo es alta en Perú, donde alcanza al 55% de los préstamos y al 43,3% de los depósitos, tiene cierta significación en Chile (13,8% y 13,4%) y México (12,2% y 3,8%), es muy baja en Argentina (2,2% y 1,7%) y nula en Brasil y Colombia (Cuadro 1). En los últimos años algunos de éstos países, destacándose el caso de Argentina, han adoptado medidas tendientes a reducir la dolarización en la intermediación financiera. La dolarización en Latinoamérica ha venido decreciendo en los últimos años, principalmente en las economías mas dolarizadas como Bolivia, Paraguay y Perú, aunque como consecuencia de la crisis internacional 2007/8 esta tendencia se ha revertido levemente.

Los bancos dominan los sectores financieros y son, generalmente, las únicas entidades con acceso a los mecanismos de provisión de liquidez y otros componentes de la red

de protección financiera de los bancos centrales. Los bancos internacionales son operadores muy importantes en estos países, financiando la mayoría de sus actividades de sus sucursales y filiales con depósitos captados en la región. Para la concesión de créditos no dependen del financiamiento externo. La participación de las entidades financieras no bancarias es muy baja o inexistente (Cuadro 1).

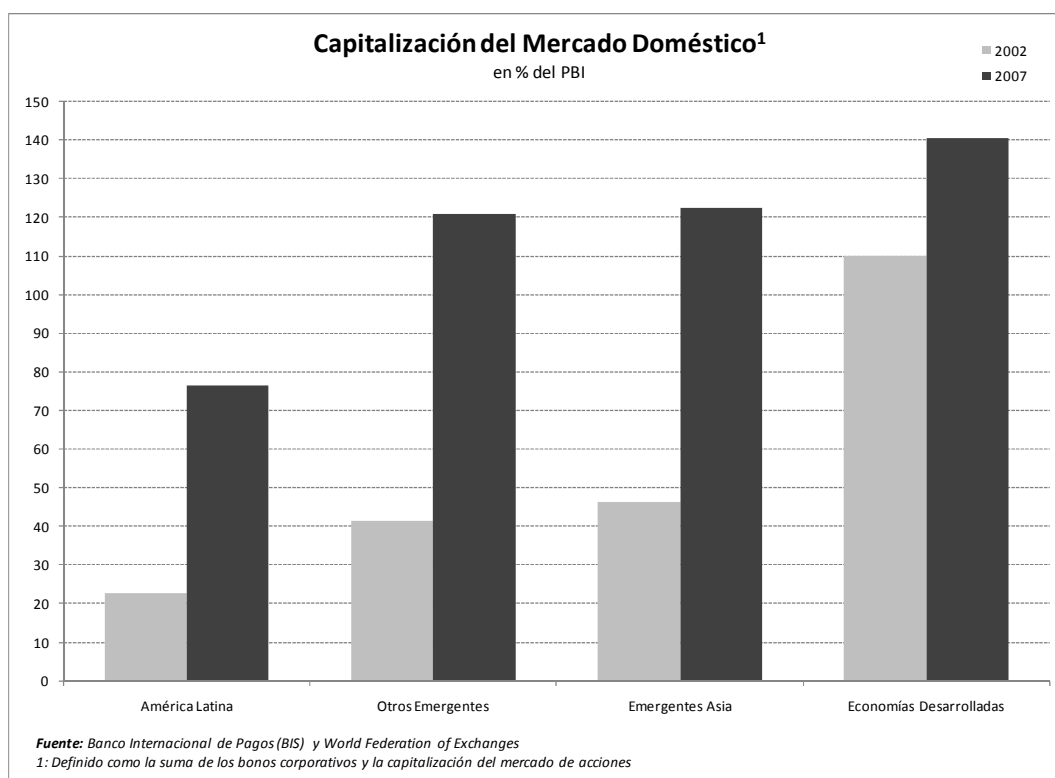
El perfil de los balances bancarios ha venido mejorando en estos últimos años. Las carteras de préstamos de los bancos nacionales se financian con una base de depósitos estable. Las entidades están muy poco expuestas a los activos “tóxicos” que dominaron la escena en la crisis internacional y si bien en algunos de los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero (Brasil, Chile) operan intensamente con inversiones bursátiles y derivados los riesgos están acotados. En Argentina constituye una debilidad la tenencia por parte de los bancos de una masa considerable de títulos públicos que cotizan con elevadas primas de riesgo soberano.

Los niveles de liquidez bancaria son elevados. Para el conjunto de América Latina, a fines de agosto de 2008 en plena crisis internacional, los activos líquidos representaban el 20% de los activos totales y el 40% de los pasivos de corto plazo. Las posiciones de activos externos netos son equilibradas o positivas, aun si se excluyen los encajes en moneda extranjera. Los activos externos se encuentran mayoritariamente invertidos en billetes y depósitos en divisas en el extranjero (FMI, 2009)

En los seis países la amplia mayoría de los bancos, particularmente los de importancia sistémica, presentan una situación patrimonial saludable. Los niveles de solvencia y de beneficios son superiores a los de los países emergentes de Asia y a los de muchos países desarrollados. El ratio capital/activos de los seis países alcanza al 15%, habiéndose incrementado a lo largo de la década. Este ratio es significativamente superior al recomendado por Basilea (8%) y superior al de muchos países desarrollados y en desarrollo. La media de la proporción de préstamos en situación irregular sobre el total de préstamos es del 3%. Este ratio descendió sistemáticamente en los últimos años después de alcanzar un 10% en el año 2001 y compara bien con algunos mercados desarrollados y en desarrollo. Los beneficios alcanzan en la actualidad al 2% de los activos, cuando en el año 2000 eran inferiores al 1% (Gráfico 2).

En cuanto a los mercados de capitales, si bien su tamaño es muy inferior al de los países desarrollados y al de muchos países emergentes (Gráfico 3), Brasil, Colombia, Chile, México y Perú tienen mercados bien establecidos de acciones y bonos corporativos y su crecimiento fue muy importante en los años recientes. El ratio de capitalización bursátil/PIB es del 118% en Chile, 83,9% en Brasil, 50,4% en Perú, 50,3% en Colombia, 34,5% en México y 13,8% en Argentina. El volumen de deuda corporativa en circulación es importante sólo en Chile (11,4% del PIB) y Brasil (8,6%). El volumen de títulos públicos en circulación es significativo aunque con diferencias entre los países, destacándose los casos de Argentina y Brasil (Cuadro 1).

Gráfico 3



Pese al crecimiento de la capitalización bursátil el número de compañías listadas en las bolsas no ha progresado en línea con la capitalización. En realidad, con la excepción de México, la cantidad de compañías declinó entre 2000 y 2007. Este hecho se explica por un incremento en la cantidad de compañías latinoamericanas que han pasado a negociarse en centros financieros internacionales como Nueva York y Londres. Además la negociación de acciones está altamente concentrada en un pequeño número de compañías. En Argentina y Colombia 5 corporaciones y en Brasil 20 concentran más del 50% de la capitalización de mercado y del volumen negociado, lo cual demuestra la debilidad del mercado de capitales de la región como fuente de financiación de las empresas pequeñas y medianas (BBV, 2009).

La dimensión de los mercados de capitales fue impulsada, entre otros factores, por la creación y desarrollo de los fondos de pensión en los años noventa. De acuerdo con las particularidades de los regímenes previsionales, estos fondos de pensión reciben aportes obligatorios o voluntarios de sus afiliados, lo cual incide en el tamaño que adquieren los fondos. Los fondos de pensión son hoy activos demandantes de títulos de deuda y acciones promoviendo la emisión de nuevos instrumentos. El tamaño de los fondos de pensión alcanza al 62,5% del PIB en Chile, 17,9% en Perú, 17% en Brasil, 14,3% en Colombia y 8,9% en México (Cuadro 1). Si bien en el primer semestre de 2008 los fondos de pensión representaban el 8,9% del PIB en Argentina, como se indica en el Cuadro 1, con posterioridad a esa fecha el régimen privado de capitalización ha sido completamente estatizado.

Los sistemas financieros de los seis han seguido un patrón de creciente internacionalización. Como ya fue mencionado, los bancos internacionales tienen una importante presencia en la región. Algunos bancos locales de gran tamaño tienen sucursales en el exterior, incluyendo representaciones en paraísos fiscales. El sector privado y el sector público colocan títulos de deuda en los mercados internacionales y realizan inversiones en esas plazas. Los bancos y las grandes empresas operan en los mercados internacionales de deuda, acciones, monedas y derivados. Un número creciente de grandes empresas ha listado sus acciones en los mercados de valores del mundo desarrollado. Finalmente, muchos fondos de inversión e incluso algunos fondos de pensión incorporan en sus portafolios valores internacionales.

IV. Las regulaciones financieras

IV.1. Marco institucional. Legislación, banca central y agencias de supervisión.

En Argentina la actividad financiera está normada por la Ley de Entidades Financieras 21.526, cuya aplicación está a cargo del Banco Central de la República Argentina (BCRA). La Carta Orgánica del BCRA le otorga la función de vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero. Las autoridades del BCRA son nombradas por el Poder Ejecutivo Nacional con acuerdo del Senado de la Nación. Duran seis años en sus funciones pudiendo ser designados nuevamente. El BCRA ejerce la supervisión de la actividad financiera por intermedio de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC), la que depende directamente del presidente de la institución. La SEFyC es un órgano desconcentrado cuyas autoridades son designadas por el Poder Ejecutivo Nacional a propuesta del presidente del BCRA de entre los miembros del directorio.

El Sistema Financiero Nacional (SFN) de Brasil regido por la Ley 4.595 de 1964 está integrado por el Consejo Monetario Nacional (CMN), el Banco Central de Brasil (BACEN), el Banco de Brasil SA, el Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDS) y las demás instituciones públicas y privadas. El CMN formula las políticas de moneda y crédito. El CMN está integrado por el Ministro de Hacienda (presidente del CMN), el presidente del Banco do Brasil SA y el presidente del BNDS. El CMN no desempeña función ejecutiva, solo funciones normativas. Trabajando en conjunto con el CMN se encuentra la Comisión Técnica de la Moneda y del Crédito (COMOC) que asesora técnicamente en la formulación de la política de la monetaria y crediticia. El COMOC se manifiesta previamente sobre los asuntos de competencia del CMN. El Banco Central de Brasil ejerce la Secretaría Ejecutiva del CMN y del COMOC.

El Banco Central de Brasil fue creado en el año 1964 en el marco de la Reforma Bancaria. El Directorio es designado por el Presidente de la República tras la aprobación previa del Senado Federal. Le corresponde conceder las autorizaciones para el funcionamiento de las entidades financieras, controlar las operaciones de crédito de las instituciones que integran el SFN y fiscalizar a las entidades financieras. Por lo tanto la supervisión de las entidades financieras está directamente a cargo del Banco Central.

La Constitución de Colombia cataloga a las actividades financiera, bursátil y aseguradora como actividades de interés público. La legislación debe regular la forma de intervención del Gobierno en estas materias para promover la “democratización del crédito”. La Ley 35 de 1993 estableció pautas generales y otorgó al Gobierno Nacional facultades extraordinarias para sancionar el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, cuerpo legislativo que compila todas las normas aplicables al sistema financiero colombiano.

La Junta Directiva del Banco de la República de Colombia está conformada por siete miembros con un voto cada uno: el Ministro de Hacienda y Crédito Público, cinco miembros de dedicación exclusiva y el Gerente General del Banco. Los miembros de dedicación exclusiva y el Gerente General tienen períodos fijos de cuatro años, prorrogables dos veces, con lo cual pueden permanecer hasta doce años en el cargo. Dos de los cinco miembros de dedicación exclusiva son reemplazados por el Presidente de la República cada cuatro años, una vez transcurrida la mitad del período presidencial.

La Superintendencia Financiera de Colombia, es un organismo técnico adjunto al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio. Según la legislación vigente el Presidente de la República ejerce a través de la Superintendencia Financiera de Colombia el control sobre las personas que realizan actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo de recursos captados del público.

La actividad financiera en Chile está normada por la Ley General de Bancos, cuyo texto actualizado fue aprobado por el Decreto con Fuerza de Ley N° 3 de 1997, quedando el Banco Central de Chile (BCCH) a cargo de su aplicación. Sus funciones son, entre otras, regular y preservar la estabilidad del sistema financiero. El Consejo del BCCH está compuesto por cinco miembros designados por el Presidente de la República, previo acuerdo del Senado. Duran en sus cargos diez años, pudiendo ser reelegidos por períodos iguales, renovándose uno cada dos años. El presidente del BCCH es designado por el Presidente de la República de entre los miembros del Consejo por un período de cinco años, o el tiempo menor que le reste como consejero, pudiendo ser reelegido.

La responsabilidad de la supervisión es segmentada según el tipo de actividad financiera y distribuida entre tres agencias que tienen a su cargo la vigilancia de los bancos, el mercado de capitales y seguros y los fondos de pensión. El Banco Central ocupa una posición dominante en aquellos aspectos vinculados con la estabilidad financiera. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) de Chile es una institución pública, autónoma, cuyo estatuto figura en el Título I de la Ley General de Bancos. Su función es la de supervisar las instituciones financieras, en resguardo de los depositantes u otros acreedores y del interés público.

En el artículo 28 de la Constitución de México se establecen normas básicas sobre el funcionamiento del sistema financiero nacional. Existe una profusa legislación financiera, siendo la Ley de Instituciones de Crédito la más importante. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) es una dependencia del Poder Ejecutivo Federal encargada de planear y delinear el Sistema Financiero Mexicano y de otorgar y revocar

las licencias para el funcionamiento de diversos intermediarios financieros. El banco central es el Banco de México (BANXICO) encargado de regular la intermediación y los servicios financieros. La dirección del BANXICO es ejercida por una Junta integrada por cinco miembros, cuyo presidente es el Gobernador del Banco nombrado por el Ejecutivo Federal. El cargo de Gobernador dura seis años, pudiendo ser reelegido.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) de México es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) con autonomía técnica y facultades ejecutivas en los términos de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. La CNBV supervisa y regula tanto a las entidades financieras como a los agentes del mercado de valores.

La Constitución Nacional de Perú establece pautas básicas para el funcionamiento del sistema financiero nacional. La Ley 26.702 es una ley marco denominada Texto concordado de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. El Banco Central de la República de Perú (BCRP) regula al sistema financiero. El Directorio está compuesto de siete miembros, de los cuales cuatro son designados por el Poder Ejecutivo, incluyendo al presidente. El Congreso ratifica a éste y elige a los tres restantes. Los Directores del Banco son nombrados por un período de cinco años.

La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) de Perú es el organismo encargado de la regulación y supervisión de la actividad financiera, de seguros y de pensiones privadas. La SBS es una institución de derecho público cuya autonomía funcional está reconocida por la Constitución Política y sus objetivos y atribuciones establecidos en la Ley General del Sistema Financiero.

Para resumir, de la revisión realizada se advierten diferencias en los marcos jurídicos y en la institucionalidad financiera de los países. Estas diferencias confirman la relevancia de los antecedentes históricos y las trayectorias nacionales en la organización de los sistemas financieros.

En el plano legal, Brasil, Colombia y México incluyen en sus constituciones directrices generales sobre la actividad financiera. El texto colombiano establece que la actividad financiera es un servicio de interés público con el propósito de promover la “democratización del crédito”. La constitución mexicana otorga a su Banco Central la función de regular la actividad financiera y le otorga suficiente autonomía para impedir que otras instancias de gobierno le impongan cualquier tipo de financiamiento. En Brasil la reforma constitucional de 1998 definió ciertas pautas concretas incluyendo criterios de autorización para bancos extranjeros, la preservación de las cooperativas de crédito y la fijación de un máximo absoluto para la tasa de interés real.

En los seis países existe una legislación financiera básica que fija las normas para el funcionamiento de la actividad financiera. Existen, sin embargo, diferencias muy marcadas en el nivel de detalle de esas leyes. Algunas son muy generales y contemplan una intensa labor de regulación en el banco central (Argentina, Brasil), mientras que otras son extremadamente reglamentaristas (Perú, México). En consecuencia, eventuales reformas regulatorias requerirán en algunos casos del paso obligado por el

Congreso, mientras que en otros casos existen márgenes más amplios para impulsar esos cambios con disposiciones de los bancos centrales y las agencias de supervisión.

La regulación dirigida a preservar la estabilidad financiera reside principalmente en los bancos centrales, cumpliendo en algunos países tareas complementarias las superintendencias. En México la estructura institucional es más compleja, ya que la Secretaria de Hacienda y Crédito Público cuenta con atribuciones normativas importantes. La multiplicidad de reguladores y la falta de un agencia que controle todas las actividades de un banco ha merecido una observación crítica del FMI, pese a haber reconocido que existe una cooperación eficaz entre las distintas agencias (FMI, 2006).

Para determinar cual es la institución que encabeza el sistema de regulación y supervisión financiera de un país el Banco Mundial en su "Informe sobre Regulación y Supervisión Bancaria" (Caprio, Levine y Barth, 2008) define, con buen criterio, que la agencia que otorga y revoca las licencias es la que ostenta la máxima jerarquía en este plano. En Argentina, Brasil y Colombia es el Banco Central. En México la Secretaria de Hacienda y Crédito Público y en Chile y Perú las Superintendencias de Bancos respectivas. Estas diferencias reflejan las peculiaridades del arreglo institucional y el peso relativo de cada organismo en el mismo. En Brasil no existe una agencia de supervisión siendo el BACEN el responsable de esta tarea. En Argentina, la superintendencia depende funcionalmente del presidente del Banco Central y está integrado en su estructura. En México la Comisión Nacional Bancaria y de Valores está en la orbita de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público. En Colombia, Chile y Perú las superintendencias tienen mayor autonomía y amplias facultades de reglamentación y supervisión.

También existes diferencias respecto de la integración o segmentación de las actividades de supervisión. En Colombia México y Perú existe un único ente para supervisar a las entidades financieras y los mercados de valores, mientras que en Argentina, Brasil y Chile la responsabilidad se divide entre dos agencias. Internacionalmente no existe consenso acerca de cual es la estructura institucional de control más eficiente. Un único ente que englobe al sistema bancario y de valores posibilita controlar mejor toda la gama de actividades de los bancos y a los conglomerados financieros. Sin embargo, este esquema conspira contra una mayor especialización de los supervisores. El enfoque segmentado posee las ventajas y dificultades opuestas. Es probable que la tendencia hacia una mayor integración y sofisticación de la actividad financiera vaya inclinando la balanza en favor de la centralización de los organismos de supervisión. Mientras tanto, existe consenso en que resulta imprescindible estrechar la coordinación y cooperación entre las diferentes agencias. Chile transita esta cooperación a través del Comité de Superintendentes y el Comité de Mercado de Capitales.

IV.2. Los ámbitos de la regulación financiera.

El perímetro de la regulación

La ausencia y/o insuficiencias en la regulación y supervisión de las entidades, productos y mercados de países desarrollados fue un factor crucial en el desencadenamiento de la crisis *subprime* (Bleger, 2009). Mientras la regulación se concentraba en los bancos alcanzados por la garantía de los depósitos y con acceso al prestamista de última instancia, la banca de inversión, los vehículos estructurados (fideicomisos), los fondos de cobertura y determinados segmentos de la actividad aseguradora (derivados de crédito) contaban con normas muy laxas o inexistentes pese a que su operatoria y los riesgos asociados a ella tenían enorme influencia sobre el funcionamiento del segmento regulado y de la actividad financiera en su conjunto.

En este aspecto, la participación decisiva de los bancos dentro del conjunto de entidades y la menor sofisticación de la actividad financiera en América Latina constituyen ventajas para la región. Si bien la regulación y la supervisión en los seis países se concentran prioritariamente en los bancos, dada su importancia y su exclusividad en el acceso al prestamista de última instancia, existe una tendencia a incorporar dentro del perímetro de la regulación a la totalidad de los operadores financieros, como puede verse en la Cuadro 2.

Cuadro 2

| Perímetro Regulatorio 1/ | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Méjico | Perú |
|-----------------------------------|-----------|--------|-------|----------|----------|------|
| Instituciones | | | | | | |
| Sistémico 2/ | | | | | | |
| Bancos | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| No Sistémico | | | | | | |
| Compañías Financieras | ■ | ■ | ... | ■ | ■ | ■ |
| Bancos de Ahorro | ... | ■ | ... | ■ | ■ | ... |
| Banca Off-Shore | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Otros Intermediarios No Bancarios | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Seguros | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Agentes de Bolsa | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Fondos Mutuos | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Fondos de Pensión 3/ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Microfinanzas | ■ | ■ | ... | ■ | ■ | ■ |
| Cooperativas | ■ | ■ | ■◊ | ■ | ■ | ■ |
| Fondos de Cobertura | ■ | ■ | ... | ... | ■ | ■ |
| Servicios Financieros 4/ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ |
| Compañías de Securitización | ■ | ■ | ... | ■ | ■ | ■ |
| Otros No Regulados | | | | | Sofocles | |

Fuente: Rennhack (2009)

1/ ■ Sujeto a Regulación ; ◊ para cooperativas, solo sujetas a regulación por sobre cierto tamaño ; para Banca Off-Shore, implica que no están licenciadas explícitamente en el país, pero la legislación las restringe por medio de requisitos jurisdiccionales, supervisión consolidada y exposición a casa matriz; ... no disponible

2/ La clasificación "sistémico" se basa primordialmente en tamaño y describe un caso promedio para la región

3/ En Argentina el sistema de Fondos de Pensión fue nacionalizado en Noviembre de 2008

4/ Incluye Warehouses, Fideicomisos, Entidades de tarjetas de crédito, Corporaciones de Factoring, Agencias Calificadoras y otras entidades

De todos modos, la tendencia al crecimiento del volumen, la complejidad y la interconexión de los mercados de acciones, bonos corporativos y derivados así como la mayor relevancia de operadores no tradicionales (fondos de pensión y fondos de inversión) en los seis países obligan a monitorear permanentemente el perímetro de la regulación. Para señalar algunos ejemplos: el mercado de valores brasileño Brasil es

uno de los más grandes entre los mercados emergentes; la operatoria en pesos mexicanos es uno de los mercados de monedas más líquidos del mundo; la negociación de derivados ya es muy significativa en Brasil, Chile, México y Colombia; y los fondos de inversión intermedian recursos cuantiosos en Brasil y Chile.

Para evitar que operatorias relevantes queden al margen de la regulación algunas legislaciones autorizan a sus bancos centrales a controlar ciertas actividades y operadores financieros, aún cuando las mismas no incluyan la intermediación de fondos. Por ejemplo, en Argentina la ley autoriza al BCRA a fiscalizar también a entidades que operan exclusivamente en el mercado de créditos (cooperativas y mutuales) en la medida en que alcancen un tamaño significativo. En Brasil el BCB tiene facultades muy amplias ya que su control abarca a cualquier persona que tenga como actividad principal o accesoria la intermediación o la aplicación de recursos financieros propios o de terceros.

En los seis países que analizamos existen instituciones financieras no bancarias cuya relevancia y eventual impacto sistémico justifica una revisión cuidadosa del perímetro de la regulación. Veamos los casos más salientes (Rennhack, R. (2009):

- En Colombia durante en el año 2008 quebraron varias entidades no reguladas denominadas “pirámides financieras”. Las crisis de estas instituciones informales de ahorro derivaron en pérdidas para grupos de menores ingresos que obligaron a la intervención pública para moderar el el impacto social.
- Los fondos de inversión en Brasil acumulan una fracción importante de los activos del sistema financiero (Cuadro 1).
- En México las Sofoles, sociedades anónimas especializadas en el otorgamiento de créditos a una determinada actividad o sector (hipotecarios, consumo, automotrices, agroindustriales, microcréditos, etc.) operan con una regulación excesivamente laxa.
- Los supermercados y otras cadenas minoristas están emitiendo tarjetas de crédito a las familias, usando líneas de crédito de los bancos o financiándose a través de los mercados de capitales. En Chile se comenzó a regular a las casas comerciales y supermercados en función del volumen de negocios. Para las mayores se establecieron requisitos de capital inferiores a los bancarios, para las medianas sólo requisitos de liquidez, dejando a las menores fuera de la normativa.
- En el año 2008 los exportadores y otras firmas no financieras de Brasil y México tenían importantes posiciones especulativas en derivados en función de las expectativas de apreciación de la moneda local y el diferencial de tasas. Estas firmas debieron afrontar enormes pérdidas en noviembre de 2008 con la brusca depreciación del peso mexicano y el real brasileño. Los bancos centrales debieron intervenir para contener los efectos de estas pérdidas sobre los mercados de cambio.

- En Chile la legislación establece que las cajas de crédito cooperativas que superen un cierto tamaño comenzarán a ser fiscalizadas por la Superintendencia bancaria.

Participación de los bancos en actividades no bancarias.

La regulación debe contemplar los riesgos derivados de la incursión de los bancos en actividades no estrictamente bancarias.

Mercado de Valores. En Argentina y México los bancos pueden operar en los mercados de valores sin restricciones, mientras que en Brasil, Chile, Colombia y Perú determinada operatoria sólo puede realizarse a través de subsidiarias o de otra firma perteneciente al holding bancario.

Seguros. En Brasil y México los bancos pueden operar con una amplia gama de productos de seguros, mientras que en Argentina, Perú y Chile la mayor parte de la actividad sólo puede ser encarada por empresas subsidiarias. En Colombia los bancos no pueden participar de este mercado.

Actividad inmobiliaria. En México los bancos pueden participar sin restricciones. En Brasil el banco o sus subsidiarias solo pueden desarrollar un número limitado de operatorias. En Argentina, Chile, Colombia y Perú esta prohibido.

Propiedad de empresas no financieras. En México no existen restricciones. En Brasil y Perú los bancos pueden ser propietarios del 100% del capital de empresas no financieras pero el monto global de las participaciones está limitado en función del patrimonio bancario. En Argentina un banco no puede poseer más del 12,5% del capital de una empresa no financiera. En Chile y Colombia la prohibición es total.

En síntesis, las regulaciones sobre la participación de los bancos en actividades no financieras es muy disímil entre los países. México tiene la normativa más flexible, pudiendo los bancos participar en los mercados de valores, seguros, inmobiliario así como ser propietario, con muy pocas restricciones, de firmas no financieras. En el resto de los países las limitaciones son mayores, siendo la actividad inmobiliaria aquella en donde las restricciones son más severas.

Los conglomerados financieros

En América Latina, tal como ocurre en los mercados financieros desarrollados, existe una clara tendencia hacia la conformación de conglomerados o grupos financieros. Este fenómeno potencia diversos riesgos tales como la exposición a pérdidas en las operaciones intragrupo y el contagio entre los integrantes del conglomerado. Asimismo, constituye un desafío para la supervisión en la medida en que facilita el arbitraje regulatorio entre las unidades del conglomerado y dificulta el establecimiento fehaciente de los verdaderos niveles de concentración de riesgos, del grado de exposición con terceros y de la solvencia del conglomerado.

En ninguno de los seis países existen límites para la participación de un accionista en el capital de una entidad financiera. En México una empresa no financiera puede poseer acciones bancarias sin restricciones. En Argentina, Brasil, Chile y Perú pueden hacerlo a condición de solicitar previamente una autorización. En Colombia está prohibido.

En Argentina en aquellos rubros que el Banco Central define como “actividades complementarias” los bancos pueden ser propietarios de hasta el 100% del capital de las empresas. Son “actividades complementarias”: emisoras de tarjetas de crédito, agente bursátil y extrabursátil, leasing, factoring, asesoramiento financiero, sociedades de garantía recíproca, fiduciario de fideicomisos financieros, cámaras compensadora de fondos, bases de datos de antecedentes financieros y préstamos a microemprendedores.

En 1988 se adoptó en Brasil el criterio de banca universal, autorizando el funcionamiento de “bancos múltiples”. Este paso marcó el fin del modelo organizacional de especialización funcional adoptado a mediados de los sesenta. En realidad este cambio normativo no hizo más que reconocer formalmente que desde fines de los años ochenta el sistema bancario brasileño se encontraba dominado por conglomerados financieros (Carvalho y Pires de Souza, 2009). En la actualidad la normativa distingue entre entidades independientes y conglomerados, siendo éstos últimos los que deben consolidar sus estados financieros. Asimismo, se establece una categoría particular para aquellos conglomerados en los que participa un banco comercial o un banco múltiple con cartera comercial.

Modificaciones recientes en el marco regulatorio brasileño han reducido las posibilidades de arbitraje regulatorio para los conglomerados financieros. Normas bancarias y del mercado de valores obligan a las entidades financieras a consolidar balances con los fideicomisos (*Special Purposes Vehicle-SPV*) y otras inversiones *securitizadas*, ya sean estas participaciones directas o indirectas, de propiedad exclusiva o compartida. Los *Receivables Investment Funds* (FIDC) son los *SPV* más comunes en el mercado brasileño. Estos estados contables consolidados deben someterse a una exhaustiva auditoría externa cada dos años. En paralelo, las normas en los mercados de valores exigen la consolidación contable de las compañías listadas con sus subsidiarias y de los grupos que incluyan una compañía listada entre sus integrantes. En tanto los fideicomisos no consoliden sus estados financieros se les imponen requisitos de capital vinculados con los riesgos de crédito y de mercado de los activos *securitizados* (Rennhack, 2009).

En Chile la actividad financiera está dominada por un puñado de conglomerados financieros que combinan la actividad bancaria, la administración de fondos de pensión e inversión y el negocio asegurador. Los bancos están autorizados a constituir sociedades filiales para operar fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de capital extranjero, securitización de títulos y negociación de seguros. Otras actividades que pueden ser encaradas por sociedades filiales son leasing, factoring, asesoría financiera, transporte de valores, cobranzas y otros servicios financieros que la Superintendencia considere, con carácter general, como complementarias del giro de los bancos.

En el sistema financiero colombiano los conglomerados financieros pueden funcionar bajo un esquema de filiales y matrices, vale decir un sistema intermedio entre la banca múltiple y la especializada. Los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros y las sociedades de capitalización sólo pueden poseer acciones en sociedades anónimas cuyo único objeto sea la prestación de servicios necesarios para el giro de sus negocios. Los bancos, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial pueden tener participaciones en el capital de sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. La totalidad de las inversiones en sociedades filiales y demás inversiones de capital no pueden superar el valor de su patrimonio. La participación directa e indirecta en el capital de esas empresas no puede ser inferior al 51% de las acciones.

La Superintendencia mantiene información actualizada sobre la conformación de los grupos financieros, la identificación de los beneficiarios reales, la determinación de situaciones de control, las transacciones intragrupo y las concentraciones de riesgo individuales y consolidadas. La información sobre los grupos está disponible en la página web de la Superintendencia.

En México, un número considerable de instituciones de banca múltiple (bancos universales) forman parte de un grupo financiero, residiendo el control accionario en las sociedades controlantes respectivas. La constitución y funcionamiento de grupos financiero requiere una autorización por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), quien las otorga previa opinión del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). La SHCP establece las reglas para la constitución y funcionamiento de los grupos financieros en base a la Ley de Agrupaciones Financieras. La supervisión consolidada es incompleta ya que se admite, por ejemplo, una doble contabilización de los patrimonios de los integrantes del grupo.

Los grupos financieros están integrados por una sociedad controladora y al menos tres empresas de los siguientes rubros: almacenes generales de depósito, casas de cambio, instituciones de fianzas, compañías de seguros, casas de bolsa, instituciones de banca múltiple, sociedades operadoras de sociedades de inversión, AFORES (administradoras de fondos para el retiro) y sociedades financieras de objeto múltiple. Si bien se admiten otras formas de asociación entre intermediarios, la figura de grupo financiero se aplica sólo para la vinculación entre bancos, casas de bolsa y compañías de seguros, es decir, los tres tipos de intermediarios fundamentales. La SHCP en base a la opinión del Banco de México y de la CNBV puede revocar la autorización para funcionar como grupo.

La Superintendencia de Perú ejerce una supervisión consolidada sobre los conglomerados financieros, los cuales se definen como un grupo de empresas conformado por una empresa controladora (*holding*), bancos, empresas financieras, empresas microfinancieras, bancos de inversión, agentes del mercado de valores, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos de pensiones, empresas de propósito especial, tituladoras y prestadoras de salud.

En síntesis, en los seis países los conglomerados o grupos financieros tienen presencias significativas en los sistemas financieros nacionales a través de variadas estructuras corporativas. Estas estructuras pueden ser las de empresa controlante (*holding*) y controladas (entre las que se cuenta una entidad financiera), o de un conjunto de empresas vinculadas con cabeza en una entidad bancaria. Las unidades integrantes de los grupos son entidades financieras, agentes de los mercados de valores, fondos de pensión, compañías de seguros, compañías de leasing, compañías de factoring y emisoras de tarjetas de crédito, entre otras. Los reguladores exigen la presentación de información y estados contables consolidados. En algunos casos los integrantes del conglomerado son fiscalizados por diferentes reguladores, aunque la agencia de supervisión bancaria suele encabezar la supervisión consolidada. Colombia revela una preocupación particular por la difusión de información sobre la composición de los conglomerados financieros. En Brasil existe un esquema muy avanzado de supervisión consolidada para reducir las posibilidades de arbitraje regulatorio cuando se utilizan *Special Purpose Vehicles* fuera de balance.

Regulación de la banca extranjera

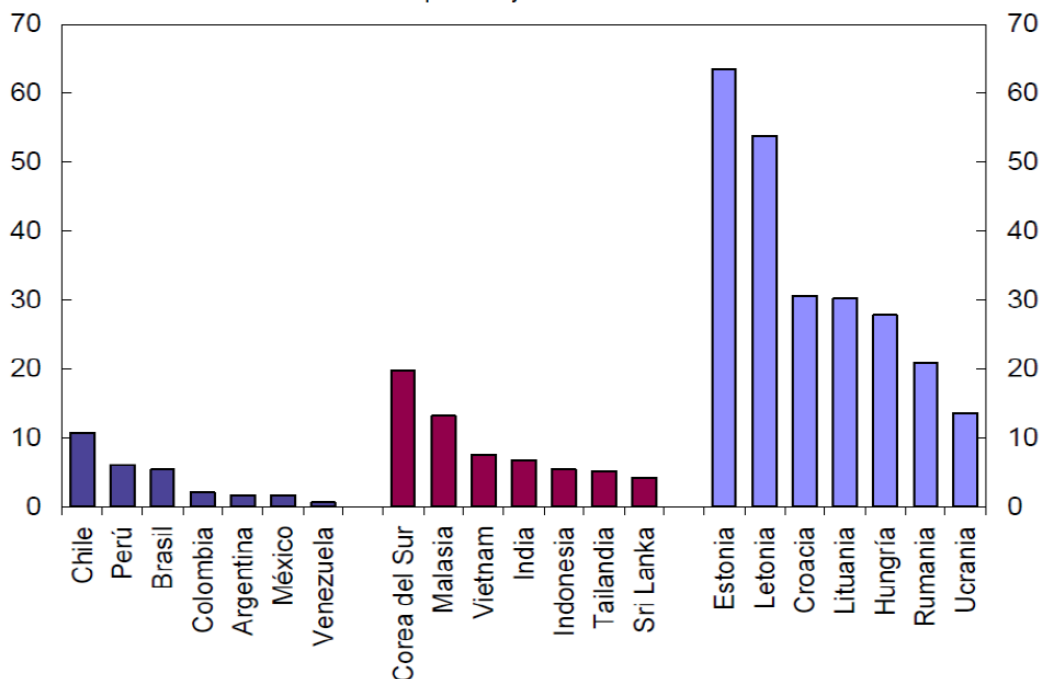
La banca internacional tiene una presencia muy importante en los mercados financieros de los seis países. Los préstamos de la banca extranjera se conceden a través de dos modalidades distintas: directamente desde la casa matriz (crédito desde el exterior o “flujos transfronterizos”) e indirectamente a través de las actividades de sus sucursales o filiales localizadas en los países de América Latina.² Los préstamos otorgados desde el exterior alcanzan el valor máximo en Chile, el 10% del PIB, y proporciones menores en Perú, Brasil, Colombia, Argentina y México, en ese orden. Estos valores son inferiores a los que presentan de la mayoría de países de Asia Emergente y muy inferiores a los de Europa Emergente (Gráfico 4).

2. La sucursal no es una entidad autónoma, no tiene capital ni directorio propio. Forma parte y consolida balance con la casa matriz. Las pérdidas y las obligaciones con terceros afectan normalmente a la casa matriz. La sociedad filial o subsidiaria es una persona jurídica autónoma, con capital y directorio propio. La sociedad controlante es aquella que tiene una participación accionaria en la sociedad filial o subsidiaria que le permite tomar las decisiones fundamentales en la vida de la controlada.

Gráfico 4

Préstamos de Bancos Extranjeros concedidos desde el exterior al sector bancario de mercados emergentes (2008) 1/

en porcentaje del PBI



Fuente: FMI (2009)

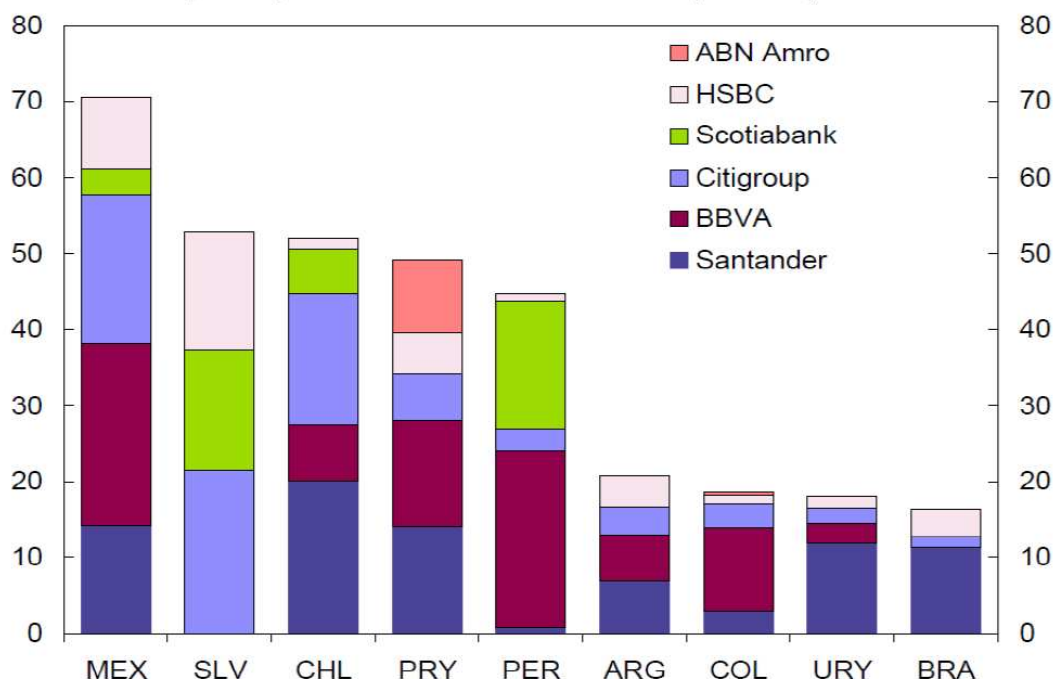
1/ préstamos transfronterizos de los bancos extranjeros tanto a los bancos de propiedad nacional como a las filiales locales de los bancos extranjeros de cada país

En los últimos años la composición del total de créditos de los bancos internacionales a los países de América Latina se ha modificado en favor de los préstamos concedidos por las filiales locales, que representan ya dos tercios de las financiaciones totales (FMI, 2009). Las financiaciones locales se conceden mayoritariamente en moneda local y se sustentan en la capacidad prestable proveniente de los depósitos captados en esos mercados. Esta reorientación de la estrategia global de los bancos internacionales se basó en un proceso de adquisiciones de importantes bancos privados nacionales iniciado en los noventa. En el Gráfico 5 se advierte que la participación de la banca internacional en los activos totales de los sistemas financieros nacionales alcanza al % en México, % en Chile, % en Perú, % en Argentina, % en Colombia y % en Brasil, predominando las entidades de origen español y norteamericano.

Gráfico 5

Proporción de los activos bancarios en subsidiarias y sucursales de bancos extranjeros globales 1/

porcentaje del total de activos del sistema bancario (fin de 2008)



Fuente: FMI (2009)

1/ en los cálculos se incluyen los seis principales bancos extranjeros con presencia global. En algunos países, la proporción de activos en bancos de propiedad extranjera podría ser mayor debido a la presencia de otros bancos internacionales o regionales

Durante el año 2008 mientras el crédito del exterior a los países de América Latina se contrajo significativamente, los préstamos otorgados por las sucursales y filiales residentes en los mercados locales registraron caídas muy inferiores, lo cual mitigó el impacto de la crisis internacional sobre la liquidez de los mercados. La diferencia en la evolución de ambas variables puede explicarse por la escasa dependencia de las filiales locales tanto del financiamiento de sus matrices y como del crédito internacional, así como por el proceso reciente de extensión de los plazos en su cartera de préstamos. La situación fue muy distinta en los países de Europa Emergente donde el financiamiento de las filiales de bancos internacionales depende en mayor medida del apoyo de sus casas matrices.

Una presencia relevante de la banca internacional supone un desafío para la regulación bancaria de los países anfitriones. Para algunos autores (BIS, 2007) la presencia de la banca internacional supone una ventaja en el plano regulatorio ya que las sucursales o filiales forman parte de una organización más amplia sujeta a una supervisión de mayor calidad. Equivaldría a importar capacidad de regulación y supervisión a un bajo costo. Sin embargo, no siempre la supervisión en los mercados más avanzados toma en cuenta la actividad de la entidad en otros mercados. Por otra parte, las relaciones de las sucursales y filiales con sus casas matrices facilitan los arbitrajes regulatorios intragrupo que pueden afectar la solvencia y la liquidez de las entidades localizadas en el país anfitrión.

Las propuestas de modificaciones en la arquitectura regulatoria global contemplan una supervisión consolidada transfronteriza (*cross-border*) más intensa -especialmente en el caso de los bancos globales de importancia sistémica- para limitar las oportunidades de arbitraje regulatorio y los riesgos de contagio. También se ha sugerido la creación de Comités formados por todos los reguladores de los países en que opera el banco global con el objetivo de compartir información, armonizar las normas y asignar claramente las responsabilidades de las agencias reguladoras involucradas (Rennhack, 2009).

Repasemos la regulación actual en los seis países respecto de la actividad de la banca internacional.

En Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú los bancos extranjeros pueden ingresar bajo la forma de sucursal o filial. En México solo puede hacerlo en la forma de filial. En todos los países se autoriza el ingreso a través de la adquisición de otra entidad financiera.

En la Argentina, según la Ley de Inversiones Extranjeras el tratamiento a las entidades financieras de capital extranjero está equiparado a las de capital nacional. Adicionalmente existe un número muy amplio de tratados bilaterales de inversión que otorga protección adicional a las inversiones en el sector financiero. La actividad en el país de representantes de entidades financieras del exterior está condicionada a la autorización del Banco Central de la República Argentina. Con posterioridad a la crisis de 2001 se obliga a los bancos extranjeros a indicar en su publicidad si existe o no una garantía formal de la casa matriz sobre los depósitos que capta la sucursal o filial, de modo de no inducir a engaños a los ahorristas.

En Brasil se aplican a los bancos extranjeros restricciones equivalentes a las que rigen para los bancos brasileños en los países donde se radican las sedes de los bancos internacionales. La Constitución de 1998 congeló el número de bancos extranjeros, pero dejó abierta la posibilidad de una autorización especial otorgada por el Poder Ejecutivo Nacional en casos de interés nacional. Luego de la estabilización del sector bancario posterior al efecto Tequila no se ha otorgado ninguna autorización. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que las subsidiarias de entidades extranjeras reciben el mismo tratamiento que la banca nacional, pudiendo, en consecuencia, adquirir otras entidades financieras locales.

En Chile se exige para la creación o adquisición de un banco chileno por parte de bancos del exterior que en el país de origen de la casa matriz exista una supervisión consolidada que fiscalice los riesgos de las operaciones locales. Deberá ser posible, además, el intercambio recíproco de información relevante sobre la entidad local entre los organismos de supervisión de ambos países. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) tiene facultades para llevar a cabo una supervisión global consolidada y compartir información con supervisores extranjeros. La SBIF ha firmado una serie de Memorándum de Entendimiento (MOUs) con agencias de supervisión de otros países.

También en Colombia la Superintendencia exige para la constitución de entidades financieras de capital extranjero que la nueva entidad sea objeto de supervisión

consolidada, de modo directo o indirecto, por parte de la autoridad extranjera competente. Igualmente podrá requerir para autorizar la adquisición de acciones por parte de bancos extranjeros. Los inversionistas extranjeros pueden participar del capital de las instituciones locales mediante acciones y bonos convertibles en acciones en cualquier proporción, previa acreditación por parte de la Superintendencia de la solvencia patrimonial, profesional y moral del inversionista extranjero.

En México las sucursales de instituciones financieras del exterior se rigen por lo previsto en los tratados o acuerdos internacionales correspondientes, por la legislación bancaria y por normas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), atendiendo a la opinión del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria. Para organizarse y operar como sucursal de una entidad extranjera se requiere autorización del Gobierno Federal, que compete otorgar discrecionalmente a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, después de escuchar la opinión del Banco de México. Las sucursales de entidades extranjeras pueden realizar las mismas operaciones que las instituciones de banca múltiple o las sociedades financieras de objeto limitado, según corresponda, a menos que el tratado o acuerdo internacional aplicable establezca alguna restricción. La SHCP ha presentado un proyecto ante la Comisión Federal de Mejora Regulatoria para mantener constantemente actualizada la regulación de las oficinas de representación de bancos extranjeros, que en su mayoría provienen de los Estados Unidos.

En Perú la inversión extranjera en las entidades financieras tiene igual tratamiento que el concedido al capital nacional con sujeción, en su caso, a los convenios internacionales sobre la materia. De ser pertinente, la Superintendencia aplica el principio de reciprocidad según lo dispuesto por el Título III del Régimen Económico de la Constitución Política. Las empresas del exterior que deseen establecer una sucursal bancaria deben contar con autorización previa de la Superintendencia, la cual debe solicitar la opinión del Banco Central. Las sucursales de entidades extranjeras deberán tener un capital mínimo radicado en el país equivalente al de las empresas que realizan las mismas actividades. Las operaciones de estas sucursales están limitadas en función del capital radicado en el Perú.

Los bancos multinacionales constituidos en Perú, según el Decreto Ley 21.915, que se encuentren operando y que no opten por adecuarse a las normas generales se registrarán por las normas siguientes:

- a) Sólo pueden ser accionistas de los bancos multinacionales las instituciones financieras de inversión o de crédito, seguros, reaseguros, públicos o privados, de reconocida solvencia en su país de origen.
- b) El capital suscrito mínimo de los bancos multinacionales será de cincuenta millones de dólares.
- c) Podrán participar en todo tipo de operaciones bancarias y financieras en el país y en el exterior.
- d) Deben contar con un capital social no menor al mínimo legal exigido para las empresas bancarias y mantener tales recursos en el país.

En síntesis, todos los países de América Latina autorizan la presencia de sucursales y/o filiales de bancos internacionales en sus mercados. Esta presencia está regulada y protegida por acuerdos bilaterales de inversión, con la excepción de Brasil que no los ha firmado. En Brasil, el ingreso de nuevas entidades extranjeras está restringido constitucionalmente, requiriéndose una autorización del Poder Ejecutivo para casos específicos. En todos los casos se admite la adquisición de bancos nacionales por parte de entidades del exterior. En general, aún para las sucursales se exige la radicación efectiva de los recursos que fijan las normas de capitales mínimos. Los nuevos ingresos, las adquisiciones y los movimientos societarios están sujetos a estrictos trámites de autorización por parte de las autoridades correspondientes. Las legislaciones contemplan el principio de equidad en el tratamiento concedido a la banca de capital extranjero y a la banca de origen nacional, principio que se ve reforzado por su inclusión en los mencionados tratados bilaterales de inversión. Brasil aplica a los bancos extranjeros restricciones similares a las que enfrentan los bancos brasileños en los países de origen de esas entidades y Perú contempla, según su Constitución, principios de reciprocidad para la autorización de nuevas entidades. En Chile y Colombia la participación de entidades foráneas en los sistemas financieros locales está sujeta a que la sucursal o subsidiaria sea objeto de supervisión consolidada en su país de origen. Chile exige también el intercambio recíproco entre los entes de supervisión de ambos países. Argentina obliga a que los bancos extranjeros aclaren en su publicidad el tipo de respaldo que las casas matrices otorgan a los depósitos captados por sus sucursales o filiales locales.

En Chile y México las agencias de supervisión mantienen contactos con los supervisores de las casas matrices de los bancos internacionales. México ya ha firmado 12 MOUs con supervisores de otros países. Representantes de EEUU, Canadá y España visitan anualmente a la CNBV de México para discutir asuntos de interés común. Las disposiciones mexicanas contemplan inspecciones conjuntas a las sucursales extranjeras en el país con los supervisores extranjeros siempre que se notifique previamente a la entidad y que exista firmado un Memorándum de Entendimiento con el supervisor extranjero.

V.3. Seguro de Depósitos

Los seis países cuentan con regímenes de seguros de depósitos. Estos regímenes fueron creados durante las crisis bancarias para evitar la propagación de las mismas o poco tiempo después para evitar su recurrencia. Los sistemas de Chile y Colombia fueron creados en los ochenta y en el resto de los países en los noventa. En el Cuadro 3 se sintetizan los rasgos principales de los esquemas de seguros. Brasil, Chile, Colombia y México tienen regímenes de administración pública mientras que en Argentina y en Perú son mixtos. De todos modos en Argentina el Banco Central ejerce una influencia decisiva sobre su funcionamiento. En ninguno de los países las instituciones a cargo de la garantía están autorizadas a intervenir un banco o a revocar su autorización para funcionar.

Cuadro 3

Regímenes de Seguros de Depósitos en América Latina

| País | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Méjico | Perú |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Régimen Explicito | Si | Si | Si | Si | Si | Si |
| Fecha de creación | 1995 | 1995 | 1986 | 1985 | 1999 | 1992 |
| Tipo de entidad | Mixta | Pública | Pública | Pública | Pública | Mixta |
| Tipo de participación | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria | Obligatoria |
| Cantidad máxima asegurada (U\$S) | \$ 7.600 | \$ 33.700 | \$ 20.000 | \$ 20.000 | \$ 120.000 | \$ 22.000 |
| Primas uniformes o diferenciadas por riesgo | Diferen. | Uniformes | Diferen. | Diferen. | Diferen. | Diferen. |

Fuente: Elaboración propia y BID (2005)

La participación de las entidades financieras en los seguros de depósitos es obligatoria en los seis países. Los montos máximos cubiertos por la garantía, expresados en dólares, son los siguientes: 7,6 mil en Argentina, 20 mil Chile y Colombia, 22 mil en Perú 33,7 mil en Brasil y 120 mil en México. Estos valores indican que, excepto en México, los seguros cubren exclusivamente a los pequeños ahorristas. El elevado monto asegurado en México se encuentra probablemente influenciado por la cercanía de los EEUU, donde la garantía cubría 100 mil dólares, antes de que fuera incrementado durante la crisis *subprime*. En dos países existe coseguro, Chile cubre el 90% de los depósitos a plazo inferiores al monto máximo asegurado y Colombia el 75%. En los países en que se admite la captación de depósitos en moneda extranjera, éstos están cubiertos por la garantía, salvo en Colombia.

En cinco países (se excluye Chile) el seguro se financia –al menos parcialmente- con las primas pagadas por las entidades financieras. En cuatro países las alícuotas que deben pagar los bancos se diferencia en base a la calificación de riesgos de las entidades, con la excepción de Brasil y México en donde la prima es uniforme. En Argentina, México y Perú las instituciones a cargo del seguro de depósitos están facultadas para participar en los procesos de saneamiento y liquidación de las entidades financieras, principalmente a través de la compra de activos de bancos en dificultades.

IV.4. Prestamista de última instancia

La provisión de liquidez por parte de la banca central constituye la herramienta principal para evitar las crisis y preservar la estabilidad financiera. Este instrumento mostró toda su importancia durante la reciente crisis financiera internacional cuando los bancos centrales desplegaron de un modo decidido y pragmático un amplio menú de herramientas que permitieron superar las restricciones de liquidez existentes en los mercados. La política de los bancos centrales, especialmente en los países desarrollados, se extendió más allá de los límites tradicionales: se asistió a entidades que, como los bancos de inversión, no estaban formalmente incluidos en la red de seguridad, se expandió el menú de activos que los bancos podían utilizar como garantías de las financiaciones y, finalmente, los bancos centrales financiaron directamente al sector privado a través de la compra de variados instrumentos de deuda (Campos, 2008).

La actuación de la banca central como prestamista de última instancia tiende a generar tensiones con las políticas orientadas a combatir la inflación. El conflicto latente entre el objetivo de preservar el valor de la moneda y el objetivo de mantener la estabilidad financiera ha sido encarado de diferentes maneras en las cartas orgánicas de los bancos centrales. Las posiciones extremas de ciertos arreglos jurídicos dirigidos a impedir la asistencia del banco central al sistema financiero se transformaron en letra muerta cuando afloraron problemas bancarios de significación. Es lo que ocurrió en Argentina bajo el régimen de la convertibilidad cuando estalló la crisis bancaria de 1995 (Rozenwurcel y Bleger, 1997).

En Argentina, Chile y Colombia el objetivo de preservar la estabilidad financiera es atribuido de modo explícito y exclusivo al banco central. En Brasil la responsabilidad primaria corresponde al Ministro de Finanzas aunque la Carta Orgánica le impone al Banco Central velar por la solidez del sistema financiero. En México la regulación del sistema financiero se encuentra muy compartimentada. La estabilidad financiera es responsabilidad conjunta de varias instituciones incluyendo al ministerio de finanzas, el banco central, la superintendencia de bancos y el ente de seguros de depósitos. En Perú la superintendencia financiera tiene a su cargo la preservación de la estabilidad financiera. De todos modos, debe señalarse que aún en los aquellos casos en los que la responsabilidad primaria de la estabilidad financiera recae sobre instituciones distintas a la banca central, las cartas orgánicas de los bancos centrales lo autorizan a cumplir, de uno u otro modo las funciones de un prestamista de última instancia.

La Carta Orgánica del Banco Central de Argentina (BCRA) establece que su misión primaria y fundamental es preservar el valor de la moneda contando para ello con las atribuciones de regular la cantidad de dinero y de crédito en la economía y el dictado de normas en materia monetaria, financiera y cambiaria. Entre sus funciones figuran las de vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras.

El BCRA está facultado a otorgar adelantos y redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, hasta un máximo por entidad equivalente al patrimonio de ésta. Cuando fuera necesario dotar de adecuada liquidez al sistema financiero, o cuando circunstancias generales y extraordinarias lo hicieran aconsejable a juicio de la mayoría absoluta del Directorio, podrán excederse los máximos por entidad antes mencionando. Cuando se otorgue este financiamiento extraordinario, además de las garantías que se constituirán con activos de la entidad, los socios deben preñar como mínimo el capital social de control de la entidad y prestar conformidad con la eventual aplicación de medidas tendientes al ulterior saneamiento y reestructuración.

La misión del Banco Central de Brasil es asegurar la estabilidad del poder de compra de la moneda nacional y la solidez del sistema financiero. El acceso al redescuento esta limitado a las instituciones financieras titulares de cuentas de reservas bancarias y es concedido a su exclusivo criterio a solicitud de la entidad en las modalidades de compra con compromiso de reventa o de redescuento con el objetivo de viabilizar el ajuste patrimonial de la institución financiera con desequilibrio estructural. Los préstamos pueden otorgarse a plazos de hasta noventa días corridos, pudiendo ser

recontratados en la medida en que el plazo total no supere los ciento ochenta días corridos.

El Banco de la Republica de Colombia (BRC) está facultado a actuar como banquero y prestamista de última instancia de los Establecimientos de Crédito (EC) públicos y privados, para lo cual puede otorgarles apoyos transitorios de liquidez mediante descuentos y redescuentos en las condiciones que determine su Junta Directiva. Los apoyos transitorios de liquidez que otorga el BRC pueden alcanzar un monto máximo del 15% de los pasivos con el público. Los apoyos por necesidades de efectivo pueden concretarse por el plazo inicial de hasta 30 días prorrogable hasta los 180 días, en cambio si el préstamo es por defecto en la cuenta del BRC el plazo es improrrogable. Con el fin de asegurar el normal funcionamiento del sistema de pagos el Gerente General del BRC puede, en casos excepcionales, autorizar que se otorgue a un EC recursos por un monto superior al máximo previsto, previo concepto favorable del Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria de ese Banco.

El Banco Central de Chile (BCCH) tiene como misión velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Las atribuciones del Banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y de cambios internacionales así como el dictado de normas en esas materias.

Con el objeto de cautelar la estabilidad del sistema financiero, el BCCH está facultado a conceder a las empresas bancarias y sociedades financieras créditos en caso de urgencia por un plazo no superior a 90 días, cuando éstas presentaren problemas derivados de una falta transitoria de liquidez. Para renovar estos créditos, se requerirá acuerdo del Consejo del BCCH adoptado por la mayoría de sus miembros, previo informe de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. El BCCH puede condicionar el otorgamiento de estos préstamos al cumplimiento de determinadas normas de administración financiera. El BCCH puede también adquirir de las mencionadas entidades documentos de su cartera de colocaciones o inversiones.

El Banco de México (BANXICO) tiene como finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. El BANXICO cumple también las funciones de promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Las operaciones que realiza con las instituciones de crédito deben efectuarse mediante subasta o de conformidad con disposiciones de carácter general que expida el propio Banco. Los financiamientos que el Banco Central concede a las instituciones de crédito, sea mediante el otorgamiento de crédito o a través de la adquisición de valores, sólo pueden tener por finalidad la regulación monetaria. Estos recaudos no regirán para los financiamientos que el Banco Central conceda a las instituciones de crédito para evitar trastornos en los sistemas de pagos, ni para las operaciones que el Banco realice como prestamista de última instancia.

La finalidad del Banco Central de la Republica de Perú es preservar la estabilidad monetaria y sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales.

Sólo está autorizado a conceder créditos con fines de regulación monetaria a las entidades fiscalizadas por la Superintendencia. En Perú la Superintendencia de Banca y Seguros tiene como misión proteger los intereses del público, cautelando la estabilidad, la solvencia y la transparencia de los sistemas supervisados.

Durante la crisis financiera internacional de 2007/8 en los seis países se adoptaron, sin modificar los marcos legales y regulatorios de fondo, medidas extraordinarias tendientes a proveer por parte de los bancos centrales de liquidez al sistema bancario, tanto en moneda local como en moneda extranjera. Concretamente, se crearon nuevos instrumentos financieros y se incrementaron los límites, se amplió el espectro de las instituciones financieras con acceso a la ventanilla de descuento, se expandió el menú de garantías de los préstamos y se otorgó apoyo directo a firmas no bancarias (exportadores) y en el mercado no bancario (*commercial papers* y bonos corporativos) ((Rennhack, 2009). Estas enérgicas medidas resultaron ser eficaces en la contención de las agudas restricciones de liquidez ya que permitieron a los agentes afrontar sus deudas y mantener el funcionamiento ordenado del sistema bancario y de los pagos al exterior. A continuación una síntesis de las medidas adoptadas en los seis países durante este período.

En Argentina se triplicaron las líneas de crédito (*repos*) del Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) a los bancos locales. Se implementó un programa de recompra de títulos del BCRA, una facilidad automática para vender notas del BCRA y un mecanismo de licitaciones de derechos de venta (*puts*) sobre esas notas. También se implementaron licitaciones de opciones de venta sobre pases pasivos (*reverse repos*) en moneda local, pases pasivos en dólares y licitaciones de opciones de ventas de pases pasivos para entidades que financian el comercio exterior. Se licitaron *swaps* de tasas para ayudar a los bancos a cubrir descalces entre tasas fijas y variables. En la ventanilla de redescuentos se admitieron como garantía títulos públicos con menor liquidez. El BCRA tuvo activa participación en el mercado cambiario contado y futuro.

En Brasil se amplió el tipo de instituciones con acceso a la ventanilla de descuento. Las medidas para proveer liquidez en dólares incluyeron *swaps* en moneda extranjera, venta de dólares en el mercado contado, licitaciones de recompra de dólares, y préstamos con garantías para financiar exportaciones. El BCRA obtuvo un *swap* de monedas entre dólares y reales con la Reserva Federal de los EEUU.

El Banco Central de Chile implementó operaciones de *swaps* de corto plazo entre pesos y dólares, una línea especial de liquidez a 7 días renovable automáticamente aceptando CDs como garantías, una nueva facilidad de liquidez aceptando un menú más amplio de garantías y licitaciones diarias de 50 millones de dólares con fondos provenientes del Fondo de Riqueza Soberana. Adicionalmente, el Ministerio de Finanzas repatrió mil millones de dólares con destino al eventual financiamiento del sistema bancario.

En Colombia el Banco Central obtuvo una línea del BID para proveer de liquidez al sistema bancario y a las empresas participantes del comercio exterior.

En México se estableció un régimen extraordinario de licitaciones de dólares, una facilidad financiera de corto plazo del BANXICO con préstamos garantizados con los

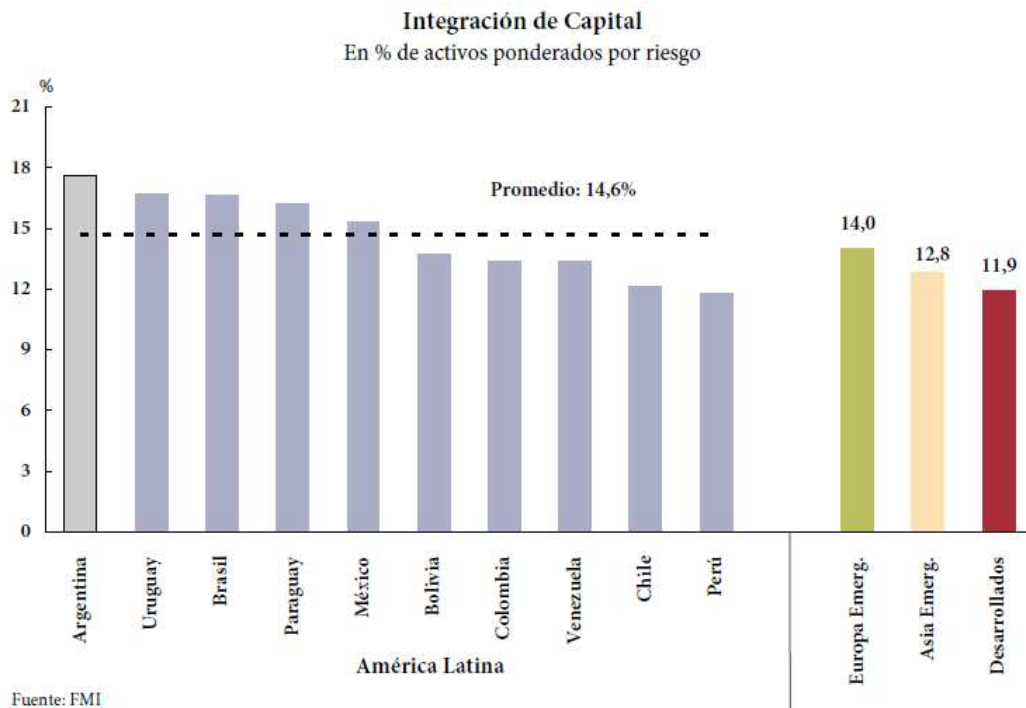
encajes, acuerdos de recompra con el BANXICO aceptando un amplio menú de bonos gubernamentales y de deudas corporativas, un programa de garantías para *commercial papers*, un programa de recompra de deudas con fondos del sistema de seguro de depósitos y facilidades de liquidez temporaria para los fondos de inversión. El Banco Central de México también tuvo acceso al programa de *swaps* de monedas con la Reserva Federal.

En Perú se realizaron ventas de dólares en el mercado contado, *swaps* de monedas, licitaciones de acuerdos de recompra de dólares, préstamos garantizados a bancos para financiar exportaciones, operaciones de *swaps* de monedas con otros bancos centrales, prestamos a compañías y bancos para facilitar la renovación de las deudas en moneda extranjera.

IV.5. Capitales mínimos

En América Latina la integración de capital como porcentaje de los activos ponderados por riesgo alcanza en promedio al 14,6%. Este ratio supera al existente en los países desarrollados (11,9%), a los países de Asia Emergente (12,8%) y a los de Europa Emergente (14,0%). En los seis países analizados en el presente trabajo el ratio capital/activos es de 17,8% en Argentina, 16,6% en Brasil, 15,2% en México, 13,9% en Colombia, 12% en Chile y 11,8% en Perú (Gráfico 6).

Gráfico 6



Actualmente las normas de capital de Basilea son objeto de intenso debate y de críticas a la luz de lo acontecido durante la reciente crisis financiera internacional (Brunnermeier, 2009). Uno de los aspectos más cuestionados es su carácter procíclico, sesgo que se profundizaría a partir de la aplicación de Basilea II, que procura vincular de modo más estrecho el capital regulatorio con el riesgo de la cartera (Manuelito, Correia y Jiménez 2009). Otra de las objeciones a Basilea II es la función otorgada a los modelos internos de valuación de riesgos cuando la crisis ha revelado problemas serios de medición y asunción de riesgos por parte de las entidades. Según algunos autores los requerimientos de capital para los sistemas financieros de países emergentes deberían ser superiores a los diseñados para los países desarrollados, en función de las peculiaridades de sus estructuras económicas y la mayor vulnerabilidad de sus economías ante shocks. (Goldstein, 1997). De seguirse esta recomendación se estarían amplificando en los países en desarrollo las consecuencias negativas atribuidas a las normas de Basilea.

En Argentina, luego de la crisis financiera de 1995, el Banco Central aplicó un régimen denominado "Basilea Plus" ya que contemplaba pautas significativamente más severas que las de Basilea. Luego de la crisis 2001/2, el Banco Central encaró la revisión de estas normas, proceso que condujo a la eliminación de las exigencias superiores a Basilea y al establecimiento de un cronograma para que las entidades pudieran absorber las pérdidas de capital y encuadrarse gradualmente dentro de los requisitos de capitales mínimos.

En la actualidad la norma sobre capitales contempla tres tipos de riesgos: de contraparte, de tasa de interés y de mercado. Sin perjuicio de ello, las entidades deben mantener un capital mínimo básico fijado por el BCRA, que toma en cuenta la clase de entidad, la localización geográfica de la casa central y de las sucursales. El capital mínimo que debe mantener una entidad financiera es el máximo entre el capital básico y la suma de la exigencia de capital por riesgo de crédito y por riesgo de tasa de interés. Además, las entidades deben cumplir con una exigencia específica para cubrir el riesgo de mercado. La exigencia sobre los activos ponderados por riesgo es del 8%.

Las autoridades del BCRA decidieron adoptar Basilea II. En 2006 se dio a conocer la hoja de ruta que contempla una implementación gradual hasta su plena vigencia en el año 2010. Respecto de los requisitos mínimos de capital correspondientes al Pilar I, se resolvió adoptar el Enfoque Estandarizado Simplificado para el riesgo crediticio. Asimismo, se decidió mantener las exigencias vigentes por riesgo de mercado y riesgo de tasa de interés. En lo referido al riesgo operacional las normas adaptan las buenas prácticas internacionales a las características de la operatoria local. El BCRA ha estimado que, debido al enfoque elegido (Estandarizado Simplificado) la vigencia plena de Basilea II no determinará incrementos significativos en las exigencias de capital bancario.

En Brasil el Consejo Monetario Nacional determina con periodicidad no inferior a dos años el capital mínimo de las instituciones financieras teniendo en cuenta su naturaleza, la localización de sus sedes y filiales. El capital mínimo exigido toma en consideración los riesgos de crédito (incluyendo los *swaps*), de precio de las acciones, de *commodities*, de exposición cambiaria, de tasas de interés así como el riesgo

operacional. El coeficiente sobre los activos ponderados es del 11%, tanto para los bancos como para la mayoría de las entidades financieras.

En diciembre de 2004 el Directorio del Banco Central de Brasil (BCB) adoptó los procedimientos y el cronograma para la implementación de Basilea II que debería finalizar en 2011. Las recomendaciones contenidas en el Pilar 2 (Procesos de Supervisión) y pilar 3 (Transparencia y disciplina de mercado) serán aplicadas a todas las instituciones financieras. En cuanto al Pilar I (riesgo de crédito) el BCB no utilizará ratings emitidos por agencias externas de calificación de riesgo a los fines de establecer los requerimientos de capital. En cambio, el BCB elaboró una tabla de ponderación de riesgos más sofisticada que la de Basilea I.

A la mayoría de las entidades se aplicará el Enfoque Estandarizado Simplificado. A las que cuentan con actividad internacional y participación significativa en el sistema se las autorizará, luego de un periodo de transición, a utilizar el Enfoque Básico con base en el Modelo de Clasificación Interna de Riesgos. Los requerimientos de capital por riesgo de mercado serán ampliados de modo de incluir las exposiciones todavía no contempladas. Las reglas para la implementación de Basilea II serán idénticas para las entidades de capital nacional y de capital extranjero.

En Chile la exigencia mínima de capital bancario de 800.000 Unidades de Fomento³, equivalente a 31,5 millones de dólares. El patrimonio efectivo mínimo de un banco es del 8% de sus activos ponderados por riesgo, mientras que el capital básico no puede ser inferior al 3% de los activos totales del banco. Para la ponderación del riesgo de crédito los activos se clasifican en cuatro categorías. Los títulos públicos nacionales ponderan al 10%. Para los instrumentos derivados se considera el monto notional, el plazo del derivado y el riesgo de crédito de la contraparte. La normativa no contempla exigencias de capital vinculadas con los riesgos de mercado. Se han previsto distintos niveles de solvencia de los bancos según suficiencia de capital. La calificación más alta requiere un coeficiente mínimo del 10% respecto del total de los activos ponderados por riesgo.

En el año 2005 Chile estableció la hoja de ruta para la implementación de Basilea II, contemplando dos grandes etapas. La primera se refiere a la transición hacia los Enfoques Estandarizados de los riesgos de crédito y operacional y para el riesgo de mercado del Enfoque Estandarizado y de Modelos Internos de Valor en Riesgo. Una etapa posterior abordará enfoques basados en evaluaciones internas y modelos avanzados de riesgos de crédito y operacional.

En Colombia el capital mínimo para la constitución de las entidades financieras se fija por ley y se ajusta anualmente en forma automática. La exigencia de patrimonio alcanza al 9% de los activos ponderados por riesgo e incluye los riesgos de mercado. Se contemplan también requerimientos de capital por riesgo crediticio en instrumentos derivados. Durante los últimos cuatro años, la superintendencia bancaria ha trabajado en la implementación del acuerdo de Basilea II, generando cambios regulatorios para

3. La Unidad de Fomento (UF) es un índice utilizado en el reajuste de deudas que se calcula en base a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

el proceso de transición. Entre ellos se encuentran el establecimiento de un margen de solvencia y la creación del Sistema de Administración de Riesgo Crediticio (SARC). Adicionalmente las entidades financieras deben poner en práctica un Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO).

En México los capitales mínimos se componen de la suma de las exigencias sobre riesgos de mercado, operacional y de crédito. El coeficiente mínimo exigido en relación con los activos ponderados por riesgo es del 8%. La Comisión Nacional de Bancos y Valores (CNBV) clasifica a las instituciones de banca múltiple en cinco categorías dependiendo de su nivel de capitalización, correspondiendo el tramo superior a un coeficiente igual o superior al 10%. La CNBV está trabajando en la implementación de Basilea II.

En Perú los capitales mínimos se fijan por Ley y se actualizan trimestralmente. En el Decreto que facilita la implementación del Acuerdo de Promoción de Comercio EEUU-Perú se establece que la Superintendencia de Banca y Seguros fijará la metodología para la medición del riesgo de crédito, del riesgo de mercado y del riesgo operacional para determinar las exigencias de capitalización. Para el cálculo del requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito y riesgos de mercado los bancos utilizarán el método Estándar o de Modelos Internos.

La normativa actual prevé un Límite Global según el cual el patrimonio efectivo de las entidades debe ser igual o mayor al 9,5% de los activos ponderados por riesgos de contraparte, de mercado, operacional y de los activos contingentes ponderados también por riesgo de crédito.

En síntesis, en los seis países se aplican plenamente los criterios de Basilea I para la fijación del capital regulatorio. La exigencia del capital vinculada con los activos ponderados por riesgo es del 8% en Argentina, Chile y México; del 9% en Colombia; del 9,5% en Perú y del 11% en Brasil. En todos los casos los activos se ponderan de acuerdo a las recomendaciones de Basilea de 1998. Sólo en Argentina el capital mínimo varía en función de un factor de riesgo propio de cada entidad, el cual es asignado a cada banco por la agencia de supervisión. La mayoría de los países incluyen o están avanzando den la incorporación de los riesgos de mercado en la determinación de los capitales mínimos. Sólo en Chile existe una formula simple de apalancamiento máximo por el cual el capital básico no puede ser inferior al 3% de los activos totales de la entidad.

En todos los países se ha adoptado la decisión de implementar el Nuevo Marco de Capital de 2004 (Basilea II) y se han estipulado cronogramas que se encuentran en distintas fases de concreción. Mientras algunos países han optado por el Modelo Estándar (Simplificado o no) para el Pilar I, otros se han inclinado por los Modelos Básico o Avanzados Basados en Ratings Internos (IRB). En Brasil el método Estándar Simplificado se aplica para la mayoría de las entidades y el método IRB para las entidades más grandes. En cuanto a la integración del capital en los seis países se admite – a opción de las entidades- el cómputo de deuda subordinada como parte del capital regulatorio.

IV.6. Gestión de riesgos

Liquidez

Muchas de las crisis bancarias que afrontaron los países latinoamericanos fueron desencadenadas por restricciones de liquidez originadas en factores externos. Las interrupciones súbitas en los flujos de capital externo, influenciadas por fenómenos de contagio y otras fallas en el funcionamiento del sistema financiero internacional dieron lugar a cuellos de botella en la liquidez bancaria. La iliquidez se traducían en caídas de depósitos, dificultades para renovar las deudas con el exterior y menor negociabilidad de los títulos públicos y privados.

Adicionalmente, existen factores de origen interno que agregan tensión al manejo de la liquidez bancaria en los países de la región. Entre ellos se destacan los descalces de plazos entre pasivos y activos, el marcado cortoplacismo de los depósitos, los descalces de monedas y la escasa profundidad del mercado interbancario y de los mercados de valores. Los esquemas regulatorios orientados a morigerar los riesgos de liquidez de las entidades bancarias de los seis países son los siguientes:

En Argentina existen requisitos de efectivo mínimo sobre las operaciones a la vista y a plazo, en pesos y en moneda extranjera. En el segmento de moneda local los depósitos a la vista (cuentas corrientes y cajas de ahorro) cuentan con una exigencia del 19% y los depósitos a plazo de entre el 0% -a más de un año de plazo - y el 14% hasta 29 días. En el segmento de moneda extranjera los depósitos en caja de ahorro tienen un encaje del 20% y los depósitos a plazo fijo entre el 0% -a más de un año- y el 20% hasta 29 días.

La integración debe realizarse en la misma moneda que la de los depósitos y mediante distintos instrumentos incluyendo efectivo en caja y cuentas corrientes en el Banco Central (BCRA). Los encajes son remunerados. Cuando se verifica una concentración excesiva de pasivos (en titulares y/o plazos) que impliquen un riesgo significativo respecto de la liquidez individual o sistémica el BCRA puede fijar requisitos adicionales sobre los pasivos de esas entidades.

El Consejo Monetario Nacional y el Banco Central de Brasil están autorizados a fijar encajes obligatorios de hasta el 100% de los depósitos a la vista y de hasta el 60% de los plazos fijos con destino a la suscripción en títulos del Tesoro Nacional o en especie, pudiendo disponer diferentes porcentajes en funciones de regiones económicas, prioridades atribuidas a las aplicaciones y naturaleza de las entidades.

En la actualidad el encaje correspondiente a los grandes bancos sobre los depósitos a la vista es del 42% en efectivo sin remuneración más un adicional del 5% en títulos públicos (por el saldo de depósitos que exceda el billón de reales). Los depósitos a plazo tienen una alícuota del 15% más un adicional del 4% (deduciendo 2 billones de reales del total de la exigibilidad). El encaje sobre estas colocaciones debe integrarse en un 40% en títulos públicos federales y en un 60% en efectivo.

Los bancos chilenos deben implementar una Política de Administración de Liquidez previendo tanto condiciones normales como situaciones excepcionales. Esta Política, que abarca la operatoria en moneda nacional y extranjera, deberá estar contenida en

un documento aprobado por el directorio de la institución, en concordancia con las normas establecidas por la Superintendencia. El encaje sobre los depósitos a la vista en moneda nacional y extranjera es del 9% y sobre los depósitos a plazo de hasta un año de plazo del 3,6%, mientras que los superiores a un año no tienen encaje. El efectivo mínimo se integra con efectivo y con depósitos a la vista en el Banco Central de Chile.

En Colombia la Superintendencia Financiera exige a las entidades más expuestas a riesgos de liquidez a implementar un Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL), que les permita identificar y monitorear estos riesgos incluyendo los títulos negociables y en cuentas de inversión y las operaciones del balance o de fuera de él. El SARL debe permitir a las entidades cuantificar el nivel mínimo de activos líquidos, en moneda nacional y extranjera, para prevenir la materialización del riesgo de liquidez tanto en un escenario normal como en uno de crisis. Los Establecimientos de Crédito pueden aplicar modelos propios para la medición del riesgo de liquidez, incluyendo el diseño de un Indicador de Riesgo de Liquidez para las bandas temporales de entre uno y treinta días fijando límites prudenciales para tal indicador.

En Colombia el encaje es del 11% sobre cuentas corrientes y cajas de ahorro, 4,5% sobre depósitos a plazo fijo inferiores a 18 meses y 0% sobre los de plazos mayores a 18 meses. Los encajes sobre depósitos a plazo fijo reciben una tasa de interés efectiva anual equivalente a la meta de inflación determinada por la Junta Directiva.

En México no existe encaje legal, sino una obligación de “promedio cero” mensual para los depósitos de los bancos en sus cuentas en el Banco Central.

En Perú el encaje mínimo legal alcanza al 6% de los depósitos en moneda nacional y extranjera. Por razones de política monetaria, el Banco Central puede establecer encajes adicionales o marginales, estando facultado a reconocer intereses por esos fondos a la tasa que determine su Directorio. En la actualidad sólo se remuneran los encajes en moneda extranjera con la tasa Libor de corto plazo. El BCRP ha utilizado intensamente la tasa del encaje legal para proveer mayor liquidez al sistema financiero. Como parte del encaje legal, no menos del 1,5% del volumen de pasivos debe constituirse bajo la forma de depósitos en cuenta corriente en el Banco Central.

Durante la reciente crisis financiera internacional cinco países recurrieron a la disminución de los encajes como uno de los instrumentos para dotar de liquidez a las entidades financieras. Argentina, Brasil, Colombia y Perú redujeron las exigencias para los pasivos denominados en moneda local. Argentina, Chile y Perú para los denominados en moneda extranjera.

En síntesis, las disposiciones sobre gestión de riesgos de liquidez presentan diferencias entre los países. Chile y Colombia exigen la adopción de planes estratégicos de gestión de la liquidez tanto en escenarios normales como de crisis. Los coeficientes legales de encaje varían dentro de un amplio rango entre los seis países. Algunos bancos centrales fijan encajes legales diferentes entre los pasivos en moneda local y extranjera así como porcentajes inferiores para las colocaciones a mayores plazos. Perú aplica encajes marginales como un instrumento más refinado para regular la liquidez individual y sistémica. Sólo Brasil utiliza los encajes como una herramienta

para orientar el crédito en función de prioridades geográficas o sectoriales. Generalmente las reservas depositadas en el banco central reciben algún tipo de remuneración. Si bien en Argentina y Perú se advierte una mayor predisposición a utilizar los encajes como herramienta de política monetaria, esta tendencia se ha intensificado en los seis países ante las restricciones de liquidez originadas en la última crisis mundial.

Riesgo cambiario

La dolarización parcial de la actividad financiera en América Latina presenta importantes desafíos a la preservación de la estabilidad financiera y a la regulación prudencial. Las amenazas a la solvencia bancaria crecen con las variaciones bruscas en los tipos de cambio en la medida en que los bancos y los deudores afrontan descalces cambiarios. Los riesgos de liquidez se incrementan cuando se restringe el acceso de los bancos y prestatarios a fuentes de liquidez en moneda extranjera. Una vez desencadenados los problemas de solvencia e iliquidez se retroalimentan y potencian. A menudo, los intentos de los bancos por limitar su exposición al riesgo cambiario los conduce a incrementar su exposición al riesgo crediticio inducido por el mismo riesgo. Es lo que ocurre cuando se intenta reducir el descalce de monedas en el balance de los bancos mediante el otorgamiento de financiaciones en moneda extranjera a clientes con ingresos (o garantías) denominados en moneda local (Cayazzo et al., 2006). Por otra parte, la escasa profundidad y los elevados riesgos de contraparte en los mercados de coberturas cambiarias de la región impiden asegurar adecuadamente estos riesgos.

Los riesgos asociados con la dolarización financiera se agravan cuando se desatan crisis financieras globales. En primer lugar, las devaluaciones bruscas, usuales en escenarios turbulentos, potencian los problemas originados en los descalces cambiarios tanto entre las entidades financieras como entre los prestatarios. En segundo lugar, las interrupciones súbitas en los flujos de capitales dificultan la refinanciación de las deudas y el acceso a otras fuentes externas por parte de los bancos y grandes empresas. Finalmente, las salidas de capitales reducen el fondeo bancario proveniente de depósitos en moneda extranjera y local.

Algunos países, notoriamente Argentina, han adoptado en los últimos años medidas para reducir el nivel de dolarización de su sistema financiero. Como puede verse en el Cuadro 1, la dolarización es alta en Perú, moderada en Chile y baja o nula en Argentina, Brasil, Colombia y México. Las principales regulaciones vinculadas con la operatoria en moneda extranjera en estos países son las siguientes:

En Argentina la capacidad prestable de los depósitos en moneda extranjera debe aplicarse casi totalmente a la prefinanciación y financiación de exportaciones así como a proyectos vinculados a la producción de mercaderías de exportación. Sólo un 5% de la capacidad prestable puede destinarse a la financiación de importaciones. Las entidades financieras deben verificar que los clientes cuenten con capacidad de pago suficiente, la cual debe ser evaluada teniendo en cuenta al menos dos escenarios que contemplen variaciones significativas en el tipo de cambio.

La posición global neta negativa de moneda no debe superar el 15% del patrimonio, pudiendo ampliarse en 15 puntos porcentuales en la medida en que la entidad cuente con financiaci3nes en pesos a mediano y largo plazo superiores a 4 a3os e incrementando la exigencia de capital m3nimo por riesgo de cr3dito en un importe equivalente. La posici3n neta positiva en moneda extranjera, equivalente al 30% del patrimonio o los recursos l3quidos lo que sea menor, est3 actualmente suspendida con el fin de incrementar la demanda en el mercado libre de cambios.

En Brasil no se autoriza la captaci3n de dep3sitos ni la concesi3n de cr3ditos en moneda extranjera. Sin embargo, se admiten las financiaci3nes con ajuste cambiario. Durante la 3ltima crisis el Banco Central de Brasil otorg3 pr3stamos en moneda extranjera a los bancos privados para que estos financiaran (en la misma moneda) operaciones de comercio exterior. A partir del a3o 2006 no existen l3mites para el mantenimiento de posiciones compradas en moneda extranjera por los bancos. Las entidades financieras est3n obligadas a enviar datos detallados de su exposici3n cambiaria, definida como el valor l3quido resultante de posiciones en activos y pasivos en moneda extranjera asumidos por las instituciones financieras y sus controladas, incluidas las posiciones derivados sobre tipo de cambio. En este 3ltimo caso las posiciones deben exponerse en un documento extracontable. Existe un requerimiento de capital del 50% para las exposiciones en moneda extranjera que exceden el 5% del capital del banco.

La crisis financiera de los a3os 2007/8 encontr3 a muchas empresas brasile3as —en especial del sector exportador- con una exposici3n significativa en derivados sobre divisas. Ante la brusca devaluaci3n del real, con el fin de evitar quebrantos entre las empresas y los bancos que hab3a alentado esa operatoria el gobierno implement3 medidas de asistencia.

En Chile no hay limitaciones para la captaci3n de dep3sitos en moneda extranjera y existe flexibilidad para el otorgamiento de financiaci3nes a condici3n de que, antes de iniciar esta operatoria, los bancos reporten a la Superintendencia las pol3ticas internas para la gesti3n de estos cr3ditos. Los cr3ditos del exterior pueden ser recolocados en financiaci3nes en moneda local. El l3mite a la posici3n de cambio es del 20% del patrimonio tanto para posiciones largas como cortas abiertas.

En Colombia los bancos no pueden captar dep3sitos en moneda extranjera. Los intermediarios financieros pueden obtener financiaci3n en divisas proveniente de entidades financieras del exterior y de la colocaci3n de t3tulos valores en los mercados internacionales. Los recursos obtenidos pueden destinarse exclusivamente a operaciones de cr3dito que deben ser expresamente autorizadas y por plazos no superiores a los de la financiaci3n externa. Estos pr3stamos pueden otorgarse en moneda local sin superar el 10% del patrimonio de la entidad. La exposici3n cambiaria tiene un l3mite del 20% del patrimonio.

En M3xico existen importantes restricciones para la captaci3n de dep3sitos en moneda extranjera. La posici3n de riesgo cambiario no puede exceder el 15 % del capital b3sico de un banco.

El Banco de la República de Perú impone desde 2009 un encaje remunerado del 30% a las obligaciones en moneda extranjera. Este elevado encaje se aplica con fines prudenciales. Las obligaciones en moneda extranjera de las entidades financieras a plazos superiores a los 2 años no están sujetas a encaje. Las áreas de riesgo de las entidades financieras tienen a su cargo la identificación y el control del riesgo cambiario, debiendo contar a tal efecto con un Manual de Políticas y Procedimientos. Los límites para las posiciones abiertas en moneda extranjera son del 10% del patrimonio efectivo para la posición negativa y del 100% para la posición positiva. Cuando la Superintendencia considera que una empresa se encuentra altamente expuesta al riesgo cambiario o revela una administración deficiente del mismo, puede requerir mecanismos de cobertura, mayor capital u otras medidas prudenciales adicionales.

Siguiendo con el caso peruano, para el cálculo del requerimiento patrimonial mínimo para cubrir el riesgo cambiario se emplea el Método Estandarizado. Los bancos deben tener al menos un modelo interno de valor en riesgo de medición del riesgo cambiario, adicional al modelo regulatorio exigido por la Superintendencia. El análisis debe contemplar todos los activos, pasivos y contingentes en moneda extranjera, simulando diferentes escenarios y aplicando mediante pruebas de estrés.

En síntesis, Argentina, Chile, México y Perú admiten la captación de depósitos en moneda extranjera, mientras que Brasil y Colombia no. Argentina, Brasil y México son más restrictivos respecto de las operaciones activas mientras que la normativa en Chile, Colombia y Perú es más flexible. Todos los países imponen límites a los descálces cambiarios como porcentaje del patrimonio bancario. Colombia establece límites al descálce de plazos entre pasivos y activos en moneda extranjera. Brasil y Perú imponen requisitos de capital vinculados con el riesgo cambiario. En el Cuadro 4 se exponen algunas de las normas de regulación prudencial sobre operaciones en moneda extranjera y descálces cambiarios. Las posibilidades de los bancos de cubrir sus riesgos cambiarios en los mercados son escasas. Sólo Brasil cuenta con una amplia variedad de instrumentos, mientras que en el resto de los países sólo el mercado de futuros de tipos de cambio es razonablemente profundo. En Chile y Colombia los bancos están autorizados a cubrir sus exposiciones cambiarias con derivados.

Perú, en función de su alta dolarización, establece regulaciones adicionales vinculadas con la gestión del riesgo cambiario. Existe un elevado encaje marginal para las obligaciones en moneda extranjera. Las entidades deben constituir provisiones más altas para las financiaciones en moneda extranjera. Los bancos deben poseer un Manual de Políticas y Procedimientos para el riesgo cambiario, una unidad interna responsable de la gestión de este riesgo y un modelo interno de medición de riesgo de cambiario adicional al establecido por la Superintendencia.

Cuadro 4

Regulación Prudencial y Descalces Cambiarios en América Latina

| Pregunta | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Méjico | Peú |
|--|-----------|--------|-------|----------|--------|-------|
| Regulación impone restricciones a depósitos en moneda extranjera | No | Si | No | Si | Si | No |
| Regulación impone restricciones a préstamos en moneda extranjera | Si | Si | No | No | Si | No |
| Regulación impone restricciones a descalces cambiarios de los bancos | Si | Si | Si | Si | Si | Si |
| Regulación prudencial provee guías explícitas para reservas o requisitos de capital de activos denominados en dólares frente a los denominados en moneda local | No | No | No | No | nd | No |
| Regulación se ocupa de los descalces de prestamistas | Parc. | Parc. | Parc. | Parc. | No | Parc. |

EE: En estudio ; nd: No disponible ; Parc.: Parcialmente

Fuente: BID (2005)

La regulación vinculada con el riesgo crediticio inducido por el descalce cambiario de los deudores ha registrado un moderado avance. En Argentina se restringe fuertemente el destino de las financiaciones en moneda extranjera para evitar descalces en las posiciones de los deudores. La supervisión en Argentina, Chile y Perú induce (aunque no exige) a los bancos a asignar una calificación de riesgo más alta a deudores cuya capacidad de pago es sensible a movimientos en el tipo de cambio. Sin embargo, ningún país ha adoptado requisitos de capital ni previsiones específicas vinculados con el riesgo de crédito inducido por el riesgo cambiario (Cayazzo et al., 2006).

Riesgo Crediticio

Normas generales

En Argentina la normativa procura acotar el riesgo económico a través de una diversificación mínima de la cartera de las entidades financieras. Para ello considera tanto el capital del demandante de crédito como el patrimonio de la entidad. Como regla general las financiaciones totales no pueden superar el 100% del patrimonio del deudor. Este límite se amplía al 300% cuando el apoyo adicional no superar el 2,5% de la responsabilidad patrimonial de la entidad. La asistencia crediticia sin garantías a un único cliente no vinculado no pueden superar el 15% del patrimonio de la entidad y el 25% con garantías.

La asistencia a clientes vinculados a la entidad financiera no puede superar individualmente el 10% del patrimonio de la entidad en el caso de operaciones con garantías y el 5% sin garantías. La totalidad de las financiaciones a clientes vinculados no puede superar el 20% del patrimonio de la entidad. La definición de vinculación se asocia con un cierto grado de control, concretamente una persona física o jurídica se considera vinculada a una entidad financiera cuando ésta última posee 25% o más del total de votos en el capital.

Las disposiciones del BCRA contemplan el concepto de concentración de riesgo, definido como las financiaciones que individualmente superan el 10% del patrimonio

de la entidad. La concentración del riesgo no puede ser mayor a tres veces el patrimonio de la entidad sin incluir las financiaciones a entidades financieras locales y a cinco veces si se incluyen los créditos a entidades financieras locales. Las normas de gestión crediticia exigen que los bancos lleven un legajo de cada deudor con todos los elementos que posibiliten efectuar correctas evaluaciones acerca del patrimonio, flujo de ingresos y egresos y rentabilidad empresarial o del proyecto a financiar.

En Brasil la evaluación de los préstamos debe tomar en cuenta la modalidad de la operación y la actividad predominante del tomador de crédito. Debe contabilizarse en forma separada el financiamiento rural y a agroindustrias.

En Chile no se pueden conceder créditos -directa o indirectamente- a una misma persona natural o jurídica por una suma que exceda del 10% del patrimonio de la entidad. Este porcentaje puede elevarse hasta el 15% o el 30% en función de las garantías ofrecidas. El conjunto de préstamos otorgados a un mismo grupo de personas vinculadas a la entidad no debe superar el 5% del patrimonio efectivo del banco otorgante. Este límite se incrementa hasta un 25% del patrimonio si lo que excede del 5% corresponde a créditos con garantías especiales. En ningún caso el total de estos préstamos puede superar el total del patrimonio del banco otorgante. Se entiende que las personas físicas o jurídicas conforman un grupo de personas vinculadas cuando entre ellas existen relaciones de negocios, de capitales o de administración que permitan a una de las partes ejercer una influencia significativa y permanente en las decisiones de las demás.

En Colombia en 2007 se puso en vigencia el Sistema de Administración de Riesgo de Crédito (SARC) de la cartera comercial. Un SARC debe contener políticas y procedimientos mediante los cuales la entidad evalúa, controla y cubre su riesgo crediticio (RC). El SARC debe incluir los siguientes componentes básicos: políticas de administración del RC, procesos de administración del RC, modelos internos o de referencia para la estimación o cuantificación de pérdidas esperadas, sistema de provisiones para cubrir el RC y procesos de control interno.

En México el límite de financiamiento a una misma persona o grupo de personas que representen Riesgo Común es del 12% para las entidades financieras que cuenten con un nivel de capitalización de entre el 8% y el 9% de sus activos ponderados por riesgo. Este límite es creciente hasta alcanzar el 40% en bancos con más del 15% en su coeficiente de capitalización. Las financiaciones que cuentan con garantías preferidas pueden alcanzar el 100% del capital básico del banco por cada persona o grupo económico. Adicionalmente, la sumatoria de las financiaciones otorgadas a los tres mayores deudores, no puede superar el 100% del capital básico de la institución financiera. La Comisión Bancaria podrá determinar para cada entidad límites máximos de financiación inferiores por deudor y para los tres mayores clientes cuando a su juicio la Administración Integral de Riesgos sea débil o el Sistema de Control Interno presente deficiencias. Los bancos deben revelar al público a través de sus estados financieros el detalle de las financiaciones superiores al 10% de su patrimonio y los montos acordados a los 3 mayores deudores.

Para la evaluación de la cartera crediticia en Perú el criterio básico es la capacidad de pago del deudor, asignando a las garantías un carácter subsidiario. La clasificación del

deudor debe estar a cargo de una Unidad de Riesgos independiente de las unidades de negocios. Las entidades financieras no pueden conceder a un cliente, directa o indirectamente, financiaciones que excedan el equivalente al 10% de su patrimonio efectivo. Este límite puede ampliarse hasta el 15%, 20% o 30% en la medida en que las deudas cuenten con garantías de alta calidad. Los límites para residentes en el exterior son de 5%, 10% y 15% respectivamente.

En síntesis, los seis países cuentan con un cuerpo normativo referido a la gestión del riesgo crediticio relativamente exigente. Con distinto alcance, los bancos están obligados a hacer explícita su política y sus procedimientos de evaluación y control de estos riesgos. Se asignan responsabilidades directas sobre la gestión al Directorio y la Gerencia. Se destaca el Sistema de Administración de Riesgo Crédito (SARC) colombiano por su amplitud y profundidad. La normativa incluye límites de financiamiento por deudor de modo de evitar la concentración de riesgos y topes vinculados con los préstamos y garantías acordados a clientes vinculados a la entidad. Adicionalmente, algunos países ponen topes al monto dedicado a la atención de los mayores deudores. En todos los casos los máximos se fijan como un porcentaje del patrimonio efectivo de la entidad otorgante y los mismos aumentan cuando las deudas están respaldadas con garantías especiales. En México estos topes son crecientes en la medida en que la entidad financiera cuente con mayores coeficientes de capitalización.

A lo largo de los últimos años se han desarrollado modelos para diagnosticar la vulnerabilidad individual de las entidades y del conjunto del sistema financiero al riesgo crediticio privado. Se trata de pruebas de tensión (*stress test*) que están siendo empleadas en forma creciente por los supervisores para evaluar el impacto total en la rentabilidad y en el nivel de capitalización bajo un escenario macroeconómico de crisis. El Banco Central de Argentina (BCRA), por ejemplo, emplea una metodología estructurada sobre la base de muestras para reconstruir para cada entidad y tipo de deudor -en distintos escenarios de recuperos- una distribución de pérdidas por riesgo de crédito. La distribución permite comparar la calidad actual de la cartera con su deterioro probable y contrastarlo con el potencial de absorción de pérdidas implícito en los resultados y en el capital del banco. Otro enfoque utilizado por el BCRA permite modelar las pérdidas que se observarían en escenarios específicos estimando las pérdidas por riesgo de crédito correspondientes a cada uno de ellos (BCRA, 2009).

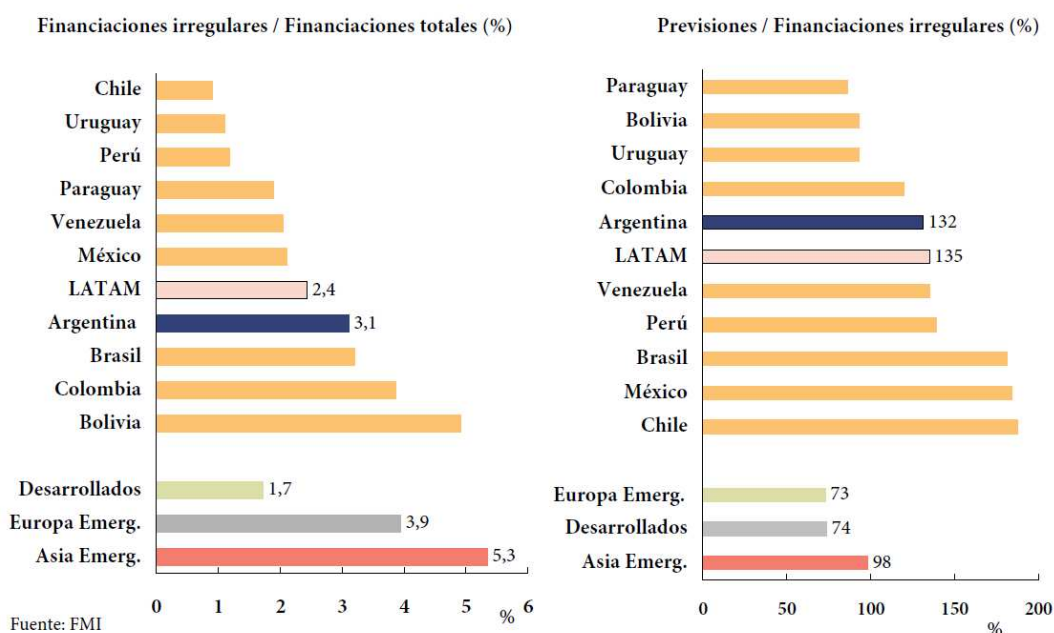
Previsiones

La irregularidad de la cartera en América Latina, del 2,4%, es levemente superior a la que existe en los países desarrollados pero inferior a la que presentan las naciones de Europa Emergente y Asia Emergente. Entre los seis países analizados Chile presenta el ratio más bajo, siguiendo, en orden creciente, Perú, México, Argentina, Brasil y Colombia. La región se destaca por la elevada cobertura de financiaciones irregulares con reservas que alcanza al 135%, un ratio muy superior al de países desarrollados y emergentes. En este rubro Chile ostenta el mejor comportamiento, siguiendo México, Brasil, Perú, Argentina y Colombia. En todos los casos las provisiones superan holgadamente la totalidad de las financiaciones en situación irregular (Gráfico 7).

Gráfico 7

Calidad de Cartera y Previsionamiento

Último dato disponible



En Argentina la clasificación de los préstamos se realiza en base a la capacidad de pago y flujo de fondos del deudor en el caso de los préstamos comerciales y en función del cumplimiento en el pago para los préstamos de consumo o vivienda. Entre los indicadores que deben emplearse en la evaluación de las financiamientos comerciales cabe señalar la liquidez, la estructura de financiamiento, el cumplimiento en los pagos, la calidad de la dirección y la administración, los sistemas de información, las perspectivas de la actividad económica del rubro, la situación jurídica y la existencia de refinanciamientos y quitas. Para facilitar el crédito a las PYMES se estableció que las financiamientos comerciales inferiores a 750.000 pesos (190.000 dólares) pueden ser clasificadas –a opción de la entidad financiera- con los parámetros más flexibles de los créditos para consumo. Las clasificaciones de deudores por montos que excedan el 2,5% del patrimonio del banco y de clientes vinculados deben ser aprobadas por la máxima autoridad de la entidad.

Los créditos de la cartera comercial deben ser clasificados en alguna de las siguientes categorías: normal, con seguimiento especial, con problemas, con alto riesgo de insolvencia e irrecuperable. Los que integran la cartera de consumo o vivienda en riesgo bajo, medio y alto. El atraso admitido para la cartera normal (comercial) es de 31 días y de 90 días para la de riesgo bajo (cartera de consumo y vivienda). El provisionamiento mínimo exigido para los préstamos con garantía es del 1% para la situación normal, 3% para cumplimiento inadecuado, 12% para los préstamos con problemas y cumplimiento deficiente, 25% para los de alto riesgo de insolvencia y de difícil recuperación y del 50% para los irrecuperables. La Superintendencia puede exigir provisiones adicionales cuando juzgue las realizadas insuficientes. El devengamiento de intereses a cobrar de las categorías de mayor riesgo debe provisionarse al 100%. Las

deudas en situación irregular que cuentan con garantías de alta calidad deben provisionarse como si se encontraran en situación normal.

En Brasil las entidades financieras deben clasificar las deudas en función de dos grupos de variables, las relacionadas con el deudor y las vinculadas a la operación. Dentro del primer grupo se destacan la situación económica financiera, el grado de endeudamiento, la capacidad de generación de resultados, el flujo de caja, la administración y calidad de los controles, el cumplimiento en los pagos y la evolución del sector. Dentro del segundo, la naturaleza y finalidad de la transacción, las características de los garantes y los montos involucrados. Para las personas físicas debe tenerse en cuenta el ingreso y el patrimonio además de otras informaciones catastrales. La clasificación de un mismo cliente o grupo económico corresponde a la operación de mayor riesgo.

Los créditos deben ser clasificados en 9 categorías en función de los días de atraso. Para operaciones de plazos superiores a 36 meses se admite el doble de los plazos previstos para cada categoría. Las deudas inferiores a 50.000 reales (18.000 dólares) también pueden clasificarse de acuerdo a un modelo interno de evaluación. La irregularidad se establece en línea con el criterio internacional, es decir, deudas con más de 90 días de atraso. Las provisiones son 0-0,5% para las deudas sin atrasos, 1% para atrasos de 15 a 30 días, 3% para atrasos de 31 a 60 días, 10% para 61 a 90, 30% para 91 a 120; alcanzando al 100% para más de 180 días.

En Chile el régimen de provisiones recoge las propuestas de Basilea II contemplando un elevado número de categorías. La evaluación individual de los deudores es imprescindible en base a consideraciones de tamaño, complejidad o nivel de exposición con la entidad. Como resultado de su análisis individual, los bancos clasifican a los deudores en 7 categorías de riesgo. Los bancos deben contar con procedimientos formalizados que contemplen los siguientes factores: industria o sector, situación del negocio, socio, administración, situación financiera, capacidad de pago y cumplimiento. Asimismo deben ponderarse de un modo explícito los riesgos financieros concernientes a los descates en monedas, plazos y tasas de interés, así como a los vinculados con productos derivados y compromisos por avales o cauciones otorgadas. El uso de las 7 categorías no impide que los bancos utilicen escalas de clasificación más detalladas, en cuyo caso deben efectuar una homologación entre ellas y las establecidas normativamente.

Los bancos deben calcular el monto de las provisiones aplicando el porcentaje de probabilidad de incumplimiento (correspondiente a la categoría) al monto de la exposición luego de deducir el importe que se recuperaría por la ejecución de las garantías. Las probabilidades de incumplimiento que deben utilizarse para el cálculo corresponden a una escala que va del 0,04% al 25%. Para la cartera en situación irregular las provisiones deben constituirse en base a una escala del 0,5% al 90% aplicable en base a las posibilidades de pérdidas estimadas.

En Colombia el Sistema de Administración del Riesgo Crediticio (SARC) estipula que para la estimación de las pérdidas las entidades pueden optar por aplicar modelos internos o el modelo de referencia de la Superintendencia. Estos modelos pueden aplicarse para algunos o para la totalidad de los portafolios de préstamos comerciales,

de consumo, de vivienda y microcréditos. La estimación de la pérdida debe tomar en cuenta la exposición, la probabilidad de incumplimiento y el quebranto estimado ante un eventual incumplimiento.

Además, el régimen de provisiones debe contemplar explícitamente los ajustes contracíclicos de los modelos, de manera que en los períodos de alto crecimiento y alta valorización de activos se constituyan mayores provisiones a las necesarias, a fin de compensar (al menos parcialmente) las que deberían constituirse en períodos de bajo crecimiento y deflación de activos. Se define como provisiones individuales contracíclicas a aquellas que reflejan los cambios en el riesgo crediticio de cada deudor como consecuencia del deterioro en la capacidad de pago en los períodos de crisis. Los modelos internos o de referencia deben calcular estas provisiones en base a la información disponible sobre la irregularidad de la cartera en contextos de crisis. Corresponde a la Superintendencia determinar a su discreción en que fase del ciclo se encuentra el sistema financiero.

En el modelo de referencia la cartera comercial fue segmentada en créditos para grandes, medianas, pequeñas empresas y empresas unipersonales. Para la medición de la probabilidad de incumplimiento se utilizaron matrices de transición con la información disponible desde 1995. El modelo contempla 5 categorías de riesgo en función del atraso en el pago de las obligaciones, la primera de hasta 29 días y la última superior a 120 días.

En México la clasificación de la cartera comercial con montos superiores a los 4 millones de UDIS⁴ (17,6 millones de dólares) debe realizarse en forma individual, en tanto que la integrada por deudas de valores inferiores se lleva a cabo en función del historial de pago en los últimos doce meses y el comportamiento crediticio. Las provisiones por el método individual se realizan en base a una clasificación de riesgo de 9 categorías, donde las reservas exigidas van del 0,5% al 100%. Las entidades pueden solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores autorización para calificar la cartera comercial utilizando una metodología propia de estimación de pérdidas. La cartera de consumo se clasifica en base al historial de pago, correspondiendo un método particular a las financiaciones con tarjetas de crédito.

A partir de 2010 entró en vigencia un nuevo Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, que toma en cuenta 8 categorías de prestamos: corporativos, grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas, microempresas, consumo revolvente, consumo no-revolvente e hipotecarios para vivienda. El deudor se clasifica en las categorías normal, con problemas potenciales, deficiente, dudoso y pérdida. Las provisiones mínimas contemplan una escala que va del 0,7%/1% al 100%. Las provisiones se reducen en la medida en que se encuentren garantizadas con garantías especiales de mayor calidad.

El nuevo régimen contempla también la constitución de provisiones anticíclicas que se activan cuando el ritmo de crecimiento de la actividad económica supera ciertos

4. La Unidad de Inversión (UDI) es una unidad de cuenta en la que pueden denominarse títulos de crédito y cuyo valor se determina en función de la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor.

umbrales preestablecidos. El esquema añade un componente variable, de entre el 0,4% al 1,5 % según el tipo de préstamo, a la tasa de previsión de la categoría de riesgo normal. El componente anticíclico se activa cuando se configura alguna de las siguientes situaciones:

- a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PIB de los últimos 30 meses pasa de un nivel inferior al 5% a uno igual o superior a este umbral.
- b) El promedio de la variación porcentual anualizada del PIB de los últimos 30 meses se encuentra por encima de 5% y el promedio de la variación porcentual anualizada del PIB de los últimos 12 meses supera en 2 puntos porcentuales a este mismo indicador correspondiente a un año anterior.
- c) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses se encuentra por encima de 5% y han transcurrido 18 meses desde que la regla procíclica fue desactivada.

El componente variable se desactiva cuando ocurre lo opuesto a lo mencionado en a) o cuando el promedio de la variación porcentual anualizada del PIB de los últimos 12 meses es inferior en 4 puntos porcentuales a este mismo indicador evaluado un año antes. Al desactivarse el componente variable, las previsiones anticíclicas efectuadas se suman a las otras previsiones. En ningún caso las entidades financieras pueden generar utilidades como consecuencia de la reversión de estas previsiones. En diciembre de 2008 el componente anticíclico fue activado.

En síntesis, América Latina han venido implementando durante los últimos años metodologías avanzadas de clasificación y provisionamiento de la cartera activa. En los seis países se combinan métodos de clasificación basados en el cumplimiento de los pagos con métodos más sofisticados de estimación individual de las probabilidades de default. Los primeros corresponden a préstamos de consumo o vivienda y los segundos a préstamos comerciales de mayor envergadura. Chile y Colombia admiten el uso de modelos internos de clasificación y estimación de pérdidas en la medida en que sean homologados por las superintendencias. Colombia aplica un Sistema de Administración de Riesgos (SARC) que incluye modelos de referencia de provisionamiento. Chile permite a los bancos utilizar metodologías propias acercándose así a los criterios de Basilea II. Colombia y Perú aplican reservas variables adicionales para contrarrestar el ciclo económico. El esquema peruano es más sofisticado tanto por las exigencias de provisionamiento como por la definición de las condiciones macroeconómicas que activan o desactivan este componente variable.

Riesgos de mercado

La actividad de las entidades financieras está expuesta a riesgos de mercado, los cuales se manifiestan a través de diferentes canales. En Latinoamérica la elevada volatilidad macroeconómica y la escasa profundidad de los mercados capitales determinan, junto a otros factores, amplias variaciones en el precio de los activos financieros. En los últimos años, como ya fue mencionado, algunos de los mercados de capitales de la región han ganado en volumen y complejidad. Estos avances tienen

efectos contrapuestos sobre el sistema bancario. Por un lado, facilitan la cobertura de riesgos y tienden a atenuar la volatilidad de las cotizaciones. Por otro lado, la expansión de la operatoria bancaria en los mercados de valores potencia los riesgos a los que está expuesto el sistema bancario. Estos riesgos devienen de la tenencia de títulos en cartera y de la actividad que realizan los bancos y sus vinculadas en los mercados de capitales. La regulación en los mercados de valores suele estar sujeta a cambios frecuentes ya que los reguladores deben lidiar con nuevos productos y operatorias sobre la base de una experiencia limitada en el tiempo. Las fallas de regulación en los mercados de capitales se pusieron de manifiesto de un modo flagrante durante la crisis *subprime*.

En Argentina los requisitos de capital por riesgo de mercado se calculan en base al riesgo de los portafolios, medidos de acuerdo a su valor a riesgo (VaR). La normativa define 5 categorías de activos, incluyendo activos negociables y en cuentas de inversión. Los activos nacionales se dividen en acciones y en bonos públicos, los que a su vez se clasifican en dos zonas de acuerdo a si la vida promedio es inferior o superior a 2,5 años. Las acciones extranjeras y los bonos extranjeros se subdividen de acuerdo con las mismas dos zonas. La quinta categoría la constituyen las posiciones en moneda extranjera. El tratamiento adoptado para las opciones es el método "delta plus" de Basilea.

En Brasil, hasta el año 2008, en relación con el riesgo de mercado para la determinación de los capitales mínimos se tomaba en cuenta exclusivamente el riesgo de tasas de interés. A partir de entonces el cómputo del patrimonio mínimo se tornó más sensible al riesgo incorporando los componentes de variación de precios de acciones y de *commodities*. El Patrimonio Líquido Exigido se obtiene sumando una proporción de los activos ponderados por riesgo de contraparte más los riesgos de crédito de swaps, el riesgo de exposición cambiaria y de tasas de interés. Las normas admiten la cobertura de riesgos de mercado y de liquidez mediante derivados.

Además, el BCB realiza Pruebas de Tensión para medir el impacto sobre el coeficiente de capital de las entidades y conglomerados financieros en cuatro escenarios: a) aumento del riesgo de crédito, b) aumento de tasas y tipo de cambio, c) aumento de tasas, tipo de cambio y riesgo de crédito y d) reducción de tasas de interés y tipo de cambio.

En Chile las instituciones financieras están obligadas a implementar una Política de Administración de Riesgos de Mercado orientada a cautelar en todo momento su solvencia, acorde con la escala y complejidad de sus operaciones y la estructura de sus sucursales en el exterior y empresas filiales. Los riesgos de mercado deben ponderarse tanto en condiciones normales de operación como en situaciones excepcionales, entendiéndose estas últimas como aquellas en que, en forma individual o conjunta, los factores de riesgo de mercado se alejan sustancialmente de lo previsto. La Política de Administración de Riesgos de Mercado debe estar contenida en un documento único, aprobado expresamente por el directorio de la institución financiera y de conformidad con los criterios mínimos definidos por la Superintendencia.

Las instituciones financieras deben medir la exposición a los riesgos de mercado, tanto para los activos negociables como para los de cuentas de inversión. Las entidades

clasificadas en el nivel más alto de solvencia pueden medir el riesgo de tasas de interés del libro de negociación y el riesgo de monedas de todo el balance utilizando modelos internos o propios, previa autorización de la Superintendencia. Asimismo, dichas instituciones deberán estar en condiciones de calcular su exposición a riesgos de mercado mediante la metodología estandarizada.

Las normas estipulan que el patrimonio efectivo de una entidad financiera debe ser superior a la suma de la exigencia por riesgo de crédito más la suma de las exposiciones al riesgo de tasas de interés del libro de negociación y a los riesgos de monedas para todo el balance. La exposición de corto plazo a los riesgos de tasas de interés y de reajustabilidad del libro de banca no podrá exceder de un cierto umbral, medido como un porcentaje de la diferencia entre los ingresos y los gastos por intereses y reajustes acumulados más las comisiones sensibles a la tasa de interés cobradas en los últimos doce meses hasta la fecha de medición. Por su parte, la exposición de largo plazo a los riesgos de tasas de interés del libro de banca no podrá exceder de un límite medido como porcentaje del patrimonio efectivo. El directorio de la institución deberá definir anualmente los límites antes mencionados aunque la Superintendencia podrá establecer límites inferiores.

Las instituciones financieras deben efectuar pruebas de tensión sobre todas las actividades que generen exposición a riesgos de mercado para aquellos escenarios que se consideren más relevantes dada la estructura de su balance y la escala y complejidad de sus operaciones. Las entidades autorizadas para utilizar modelos internos de medición de riesgos de mercado deberán efectuar periódicamente pruebas retrospectivas sobre esos modelos a fin de evaluar el grado de precisión estadística de los resultados generados por ellos. Adicionalmente, las instituciones financieras deberán cumplir los criterios, estándares y requisitos que establezca la Superintendencia para las pruebas de tensión y para las pruebas retrospectivas.

En síntesis, la normativa de Argentina, Chile y Brasil contemplan los riesgos de mercado en las regulaciones sobre capitales mínimos. En Chile el tema es abordado de modo integral obligando a las entidades financieras a diseñar y adoptar una Política de Administración de Riesgos de Mercado con exigencias de formalización, asignación de responsabilidades a la dirección de la entidad y fijación de límites (en función del patrimonio) a la exposición de diferentes riesgos de mercado. Se advierten también avances en la aplicación de pruebas de tensión referidas al impacto de los riesgos de mercado sobre la solvencia de las entidades, en el caso de Brasil a cargo de la Superintendencia y en el caso de Chile a cargo de las propias entidades sujetas al monitoreo de las autoridades.

Derivados

La expansión de los productos derivados y las deficiencias en su regulación han sido factores decisivos en el desencadenamiento de la reciente crisis financiera internacional. Los instrumentos derivados permiten a los agentes apalancarse, incrementando los riesgos individuales y sistémicos. Los derivados, que se han tornado más complejos y opacos, se negocian en una elevada proporción en mercados

insuficientemente regulados. Dentro del conjunto de estos instrumentos se destaca la explosión cuantitativa de los derivados de crédito sobre deudas soberanas y privadas. Los derivados de crédito, lejos de eliminar los riesgos de contraparte los trasladan del emisor del instrumento subyacente al emisor del producto derivado. Los gobiernos de los centros financieros internacionales debieron destinar ingentes recursos para evitar las nefastas consecuencias sistémicas que el default de los emisores de estos derivados (compañías de seguros y bancos) hubiera provocado (Bleger, 2009).

En América Latina el mercado de derivados ha registrado un notorio crecimiento, particularmente en Brasil, Chile, Colombia y México. Los productos más negociados son futuros, opciones y *swaps* vinculados con los tipos de cambio y las tasas de interés, mientras que los derivados de crédito presentan volumen muy reducido.

En Argentina existen limitaciones vinculadas con la operatoria bancaria con derivados. Se establecieron medidas sensibles al riesgo, de manera tal que los porcentajes de afectación del patrimonio estén en línea con el riesgo asumido, el que depende de las características propias de la transacción (tipo de contrato, frecuencia de la valuación a mercado, volatilidad del activo). Dentro de los productos derivados considerados se incluyen contratos a término y futuros sobre acciones y títulos públicos e instrumentos de deuda del BCRA, opciones de compra o venta sobre esos activos y *swaps*.

En Brasil los bancos pueden operar con derivados, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes, incluyendo derivados de crédito. Las instituciones financieras deben llevar controles extracontables que deben estar a disposición del Banco Central y de los auditores independientes con información detallada sobre cada título negociado. Además, deben exponer las compensaciones de valorizaciones y desvalorizaciones y registrar los resultados del período provenientes de esta operatoria en una cuenta separada de su Patrimonio Líquido.

En Chile las entidades financieras están habilitadas para efectuar operaciones con productos derivados conforme a las normas y limitaciones que establece el Banco Central de Chile. Estas normas admiten la operatoria con determinados instrumentos derivados, entre los que se destacan por el volumen negociado los futuros y *swaps* sobre monedas, mientras que los derivados sobre tasas de interés tienen escaso desarrollo. Entre las restricciones impuestas por el BCCH cabe mencionar la prohibición a los bancos de operar con derivados de crédito y de suscripción de opciones. Las restricciones sobre la operatoria con derivados competen también a los fondos de pensión y compañías de seguros. El BCCH ha señalado que en Chile los desarrollos futuros en la regulación de los derivados deberán observar la experiencia internacional, extrayendo las lecciones y aprendizajes que permitan no incurrir en los mismos errores (BCCH, 2008).

En Colombia los derivados han sido clasificados en básicos, exóticos y estructurados, fijándose normas específicas para cada categoría. Para poder operar en estos mercados las entidades financieras -oferentes y demandantes de derivados y productos estructurados- deben cumplir con una serie de requisitos. Contar con prácticas adecuadas de administración de los riesgos que se generan. Para los derivados negociados en mercados OTC, es decir fuera de sistemas de negociación de valores o bolsas, las entidades deben suscribir con la respectiva contraparte un

contrato marco. La alta gerencia debe implementar un programa de capacitación y actualización del personal involucrado en la operatoria. Los sistemas de procesamiento de datos, de administración de riesgos y de valoración deben tener un adecuado respaldo y control. Se debe implementar un manual de instrumentos derivados. Para negociar instrumentos financieros derivados de crédito o emitidos sobre *commodities* deben observarse reglas adicionales, tales como contar con una mesa de negociación especializada, personal experto, infraestructura y software adecuados. Además, es necesario establecer políticas de gobierno corporativo específicas para esta actividad.

El principal mercado de derivados de México es el mercado OTC, con alto grado de integración al mercado internacional. Los instrumentos más negociados son opciones sobre monedas, futuros, swaps de monedas y swaps de tasas de interés correspondientes a instrumentos emitidos en pesos. Las opciones de tipo de cambio han tenido gran desarrollo gracias a la menor volatilidad del tipo de cambio. El Mercado Mexicano de Derivados (Mexder), un mercado organizado para la negociación de derivados, tiene una dimensión muy inferior al OTC. En el Mexder cotizan futuros sobre los siguientes subyacentes: dólar, tasa interbancaria, títulos públicos y acciones.

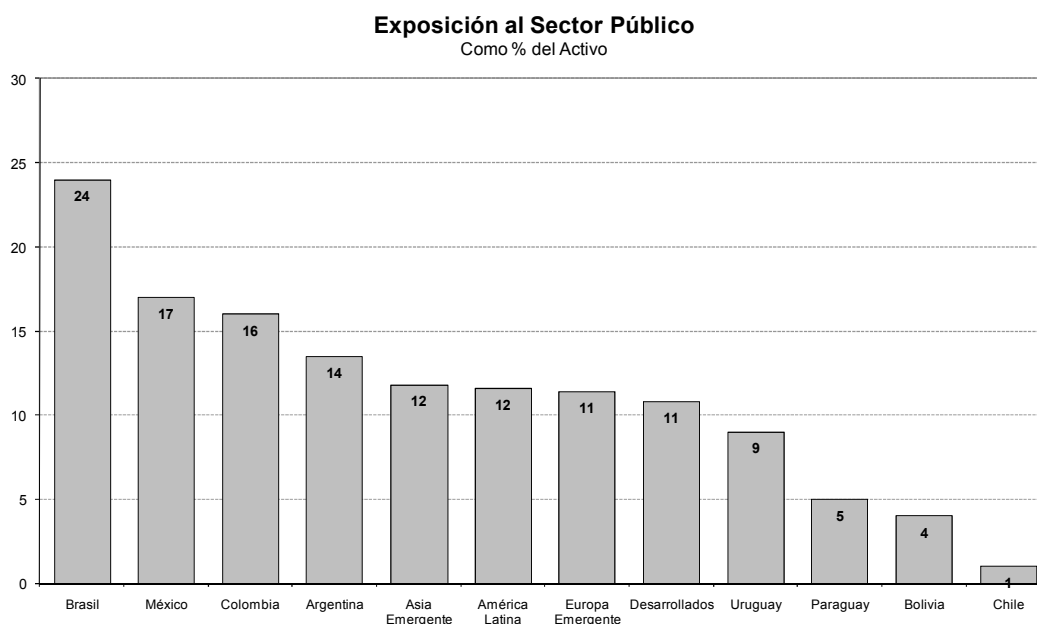
En Perú los bancos están autorizados a contratar productos financieros derivados que se negocien en el ámbito bursátil y extrabursátil. En el primer caso, los contratos deberán tener como contraparte a cámaras de compensación y bolsas reguladas. En el segundo caso, cuando la contraparte sea una empresa financiera o de seguros, éstas deberán ser debidamente supervisada por los organismos respectivos. Si bien el menú de productos derivados y estructurados es muy amplio la operatoria se concentra en futuros de tipos de cambio y de tasas de interés. A partir de 2008 la Superintendencia otorga una autorización específica por tipo de contrato y por activo subyacente. Para solicitar la autorización los bancos deben realizar un Informe de Nuevos Productos Financieros Derivados coordinando las áreas internas de negociación, registro, contabilidad, legal, auditoría interna y la unidad de riesgos. La evaluación de la solicitud tendrá en cuenta el propósito del contrato, la complejidad de negociación, el control de posiciones, la medición del valor, el registro contable y el monitoreo de riesgos de los productos.

En síntesis, en los seis países se autoriza a los bancos a operar con productos derivados, aunque los reguladores establecen pautas destinadas a reducir y controlar el riesgo involucrado en estas operaciones. Las transacciones se realizan generalmente en mercados organizados aunque Chile, Colombia y México cuentan con mercados OTC en los que se negocian montos elevados. La revisión de la normativa pone de manifiesto que los reguladores eran concientes de los elevados riesgos involucrados en los derivados, ya antes de la experiencia internacional más reciente. Respecto de los derivados de crédito Chile prohíbe a los bancos su emisión y negociación, mientras que Colombia les impone requisitos más duros. Entre los recaudos adoptados por las superintendencias en el rubro de derivados cabe mencionar: solicitud de autorización para operar, requerimientos de infraestructura tecnológica, personal experto, manuales de riesgo, compromiso de la dirección e información extracontable detallada sobre las operaciones y sus resultados.

Riesgo Soberano

A mediados de los años 90 la deuda pública en cartera de los bancos de América Latina ascendía al 9% de los activos. Con posterioridad a la crisis asiática ésta proporción creció al 16%, representando niveles particularmente elevados en México (46%), Argentina (40%) y Brasil (33%) (BID, 2005). En los últimos años el peso del financiamiento al sector público registró una tendencia declinante, alcanzando en la actualidad al 12% de los activos bancarios totales para el promedio de América Latina. Este ratio es similar al de Asia Emergente, Europa Emergente y los países desarrollados. Según los últimos datos disponibles la exposición al sector público como porcentaje del activo total asciende al 35% en Brasil, 17% en México, 16% en Colombia, 13,5% en Argentina, 1,5% en Chile y Perú ??? (Gráfico 8).

Gráfico 8



Fuente: BCRA

En Latinoamérica la utilización del crédito bancario para el financiamiento del sector público ha sido frecuente en períodos de desequilibrios fiscales, tal como ocurrió en las décadas de los 80 y 90. Los gobiernos se financiaban mediante la colocación voluntaria o compulsiva de títulos públicos, encajes y depósitos indisponibles. Durante las crisis económicas y períodos recesivos la debilidad de la demanda de crédito privado y la cautela de las entidades respecto del nuevo financiamiento al sector privado suele traducirse en incrementos en la participación de los activos públicos en los portafolios bancarios, aún cuando en ese contexto la solvencia del sector público tiende a deteriorarse. También los salvatajes con recursos públicos en ocasiones de crisis bancarias contribuyeron a expandir el peso de la deuda pública en las carteras activas de las entidades financieras.

Desde la segunda mitad de los 2000, la evolución positiva de las cuentas fiscales y la consiguiente mejora en las calificaciones de los bonos soberanos en la mayor parte de

los países de la región tuvieron un impacto favorable sobre la solvencia del sistema bancario. Esta situación, además, amplió los márgenes de maniobra de los gobiernos para aplicar durante el año 2008 medidas de asistencia extraordinarias a las entidades financieras y a los deudores bancarios.

Las normas de Basilea consideran nulo el riesgo crediticio vinculado con emisores soberanos, ya que las mismas fueron concebidas para los países desarrollados donde los gobiernos cuentan, generalmente, con muy buenas calificaciones crediticias. Sin embargo, en América Latina la fragilidad fiscal es un fenómeno usual y el riesgo crediticio de los títulos públicos puede alcanzar niveles muy elevados, impactando negativamente sobre la solvencia de los bancos.

En el Cuadro 5 se ha resumido la regulación sobre el tratamiento de la deuda pública en el activo de los bancos. Allí se advierte que la ponderación de riesgo de la deuda del banco central para el cómputo de las exigencias de capitales mínimos es 0% en los seis países. La deuda del gobierno central se pondera también con 0%, excepto en Chile donde es del 10%. Para la deuda de las jurisdicciones subnacionales y otros organismos públicos la ponderación de riesgo es del 100% en Argentina, Brasil y Perú, del 10% al 100% en Chile y del 0% en Colombia y México.

Cuadro 5

Tratamiento de la deuda pública en las regulaciones

| País | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Méjico | Perú |
|---|-----------|--------|--------|----------|--------|------|
| Peso del riesgo de la deuda del banco central | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Peso del riesgo de deuda del gobierno central | 0 | 0 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| Peso del riesgo de la deuda de gobiernos subnacionales y otras instituciones públicas | 100 | 100 | 10-100 | 0 | 0 | 100 |

Fuente: BID (2005)

El Consejo Monetario Nacional brasileño tiene amplias facultades para colocar deuda pública en los bancos, pudiendo alcanzar hasta el 100% de los depósitos a la vista y hasta el 60% de otros depósitos, pudiendo disponer diferentes porcentajes en funciones de regiones, prioridades atribuidas a las aplicaciones y naturaleza de las instituciones financieras.

Algunos países poseen normas específicas para fijar límites al financiamiento bancario al sector público. Por ejemplo, en Argentina la asistencia mensual al sector público en su conjunto y por todo concepto no puede superar el 35% del activo de la entidad. Este límite se incrementa en 50 puntos porcentuales en tanto la asistencia financiera al sector público sea otorgada bajo la forma de adquisición de títulos de deuda emitidos por fideicomisos o fondos fiduciarios. El valor total de los títulos públicos nacionales no puede superar el 7,5% del activo total, admitiéndose un 7,5% adicional cuando son recibidos en canje o dación en pago.

IV.7. Centrales de Riesgo

Los registros de crédito, conocidos como centrales de riesgo o burós de crédito facilitan la extensión del crédito en la medida en que contribuyen a reducir las asimetrías de información. El intercambio de información entre los prestamistas facilita la evaluación del riesgo por parte de los bancos y eleva el costo del incumplimiento para el prestatario, incrementando así las posibilidades de repago de las deudas (Pagano y Jappelli, 1993).

Los registros crediticios en América Latina datan de siglo XIX cuando fueron creados por las cámaras comerciales. Los burós de crédito han adquirido mayor importancia en los últimos 20 años tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados debido al crecimiento de las financiaciones bancarias a pequeñas empresas y familias y las posibilidades que ofrece la tecnología referida a bases de datos. Estudios empíricos revelan que la importancia de las centrales de riesgo es mayor en aquellos países que cuentan con mercados de crédito menos desarrollados (BID, 2005).

En Argentina las entidades financieras deben enviar a la Central de Deudores del Banco Central información sobre deudas personales y empresariales con su respectiva clasificación. La información está disponible tanto para las entidades financieras como para el público en general. Existen también empresas dedicadas a la consolidación de base de datos con información predominantemente negativa sobre la situación de las personas a las cuales acuden los bancos para obtener información adicional.

En Brasil el Sistema de Informaciones de Crédito (SCR) del Banco Central de Brasil es un banco de datos que registra informaciones sobre el monto de deudas y sobre las responsabilidades de los clientes bancarios en operaciones de crédito. En la actualidad las entidades financieras deben informar las deudas superiores a 5 mil reales (2.800 dólares) a vencer o vencidas así como las fianzas y avales otorgados por los bancos a sus clientes. La mayor parte de la información es positiva (la deuda sin atraso). Los clientes bancarios pueden acceder a la información relativa a sus deudas en el SCR y tienen la facultad de autorizar o no a las entidades a acceder a ella.

Brasil cuenta también con el registro privado (Serasa Experian) más grande de América Latina y el mayor del mundo fuera de los EEUU. En este buró la mayor parte de las entidades financieras envía datos sobre consumidores y empresas. Cabe destacar que este banco de datos dispone de información detallada sobre los grupos económicos, su composición y las cifras del balance consolidado.

La Superintendencia de Chile mantiene información permanentemente actualizada sobre los deudores de los bancos para el uso de las entidades, las cuales deben informar las clasificaciones de los pasivos reales y contingentes de las empresas, tanto en su calidad de deudores directos como indirectos. También funcionan registros crediticios privados.

En Colombia existe una central de riesgo privada, con fundamento constitucional, que suministra información acerca del comportamiento de pago tanto de personas físicas y jurídicas a las instituciones financieras y a las empresas con las cuales tiene convenio. Para que una entidad pueda reportar información de una persona a la base de datos es

indispensable su autorización expresa. La central provee información positiva y negativa.

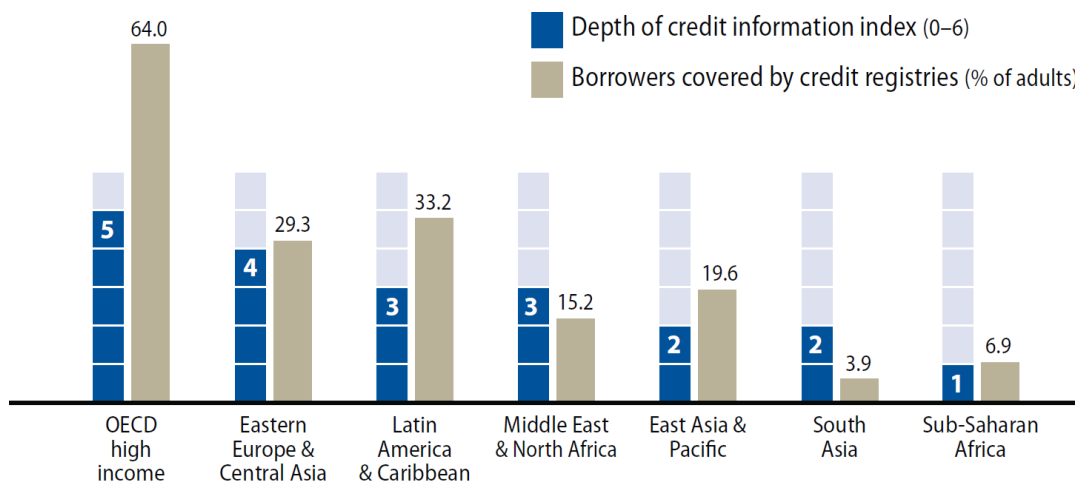
En México la información crediticia de empresas y particulares sólo puede ser brindada por Sociedades de Información Crediticia normadas por una legislación específica y por las regulaciones del Banco Central y de la Superintendencia Bancaria y de Valores. Estas sociedades están también autorizadas a calificar créditos y riesgos. Las entidades financieras proporcionan a las Sociedades de Información Crediticia el detalle de sus deudores y cumplimientos.

En Perú la Superintendencia tiene a su cargo un sistema integrado de registro de riesgos financieros, crediticios, comerciales y de seguros denominado Central de Riesgos que cuenta con información consolidada y clasificada sobre los deudores de las empresas, al cual tienen acceso las entidades financieras. Se registran en la Central de Riesgos las deudas bancarias en el país y en el exterior, los riesgos comerciales y de seguro de crédito. La constitución de empresas de registro crediticio es libre y la legislación autoriza a la Superintendencia a transferir total o parcialmente la Central de Riesgos al sector privado.

América Latina cuenta con una buena base de registros crediticios. El Índice de Profundidad de Información Crediticia -que elabora el Banco Mundial- correspondiente a América Latina sólo es superado por los países de la OECD, Europa del Este y Asia Central. Según la proporción de adultos cubiertos por los registros de crédito (29,3%) Latinoamérica ocupa el segundo lugar en el mundo (Gráfico 9).

Gráfico 9

Coverage of borrowers varies widely across regions



Source: Doing Business database.

En síntesis, en Argentina, Brasil, Chile y Perú los bancos centrales o las superintendencias organizan registros con abundante información proveniente de las

entidades financieras. En estos países también funcionan bases de datos con información complementaria gestionadas por el sector privado. Brasil se destaca por la dimensión de su buró de crédito y el detalle de la información que éste provee. En Colombia la gestión es exclusivamente privada, mientras que en México empresas privadas concentran la mayor cantidad de información. La combinación de información positiva y negativa varía mucho entre países y registros.

IV.8. Apertura de información, normas contables y auditoría

La calidad y disponibilidad de información sobre la situación de las entidades financieras es un aspecto crucial, ya que facilita el control por parte de las agencias de supervisión y permite una mejor evaluación y monitoreo por parte de sus acreedores y del público en general. La diversificación de la actividad de los bancos, la mayor complejidad de las operaciones y la interconexión creciente entre países y mercados determinan que la información sobre la situación de los bancos y su exposición a los diferentes riesgos deba ser más amplia, detallada y oportuna. El incremento de la transparencia cobra mayor valor tanto para los elementos de la operatoria más complejos y opacos como para aquellos que resultan centrales en el monitoreo y evaluación de las entidades. Entre estos elementos cabe mencionar el nivel de apalancamiento, las operaciones fuera de balance, la valuación de instrumentos financieros complejos, los riesgos con derivados en mercados no organizados y los riesgos transfronterizos (09).

Las agencias de regulación y supervisión establecen las normas contables y los requerimientos de exposición y divulgación de la información, así como pautas relativas a las auditorías externas. A partir de notorios casos internacionales, como el de Enron, la actividad y los incentivos de las firmas de auditoría han sido puestos bajo la lupa, impulsando a los reguladores a endurecer las exigencias a las que deben sujetarse. Con ese fin se han implementado registros habilitantes de firmas de auditoría y se han impuesto garantías financieras para su desempeño (BID, 2005).

Algunas agencias de regulación bancaria ponen mayor énfasis en la aplicación de regulaciones orientadas a fortalecer el rol del mercado en el monitoreo y el disciplinamiento de las entidades bancarias. Con tal fin, obligan a los bancos a ser examinados por Calificadoras de Riesgo autorizadas y a difundir en el mercado el rating obtenido. Otra herramienta utilizada es la divulgación de la tasa que un banco debe pagar sobre sus pasivos no asegurados. Sin embargo, a partir de la crisis *subprime* el rol de las calificadoras y más en general la capacidad del mercado para disciplinar a las entidades financieras ha sido objeto de profundos replanteos.

Los aspectos principales de la regulación relativa a las auditorías externas en los seis países analizados son los siguientes:

En Argentina la auditoría externa debe ser ejercida por contadores públicos inscriptos en el Registro de Auditores habilitado en la Superintendencia. Dichos profesionales no podrán desempeñarse al mismo tiempo en más de un banco ni ejercer su función en una entidad por más de 5 ejercicios consecutivos. El contador designado deberá ofrecer una garantía de desempeño equivalente al 0,5% del patrimonio de la entidad a

auditar con el objeto de atender eventuales responsabilidades hacia el Banco Central por el ejercicio de la función de auditoría.

La Superintendencia cuenta con un sistema de calificación amplia de las entidades financieras en función de su desempeño. Esta calificación se incorpora como un coeficiente en la fórmula de exigencia del capital mínimo incrementando la exigencia para aquellos bancos con calificaciones más bajas. Los bancos no están obligados a calificarse por parte de una Calificadora de Riesgo, excepto para la captación de pasivos de inversores institucionales o para la emisión de obligaciones negociables.

En Brasil las entidades financieras deben ser auditadas por auditores independientes registrados en la Comisión de Valores Mobiliarios debiendo cumplir con requisitos de independencia e incompatibilidades. Los pagos de honorarios y desembolsos de una entidad no pueden superar el 25% de los ingresos totales anuales del auditor. Si bien no existe vinculación normativa entre las instituciones financieras y las Calificadoras de Riesgo las entidades pueden recurrir voluntariamente a ellas para la clasificación de su cartera de créditos.

En Chile los auditores externos deben estar inscritos en el Registro de Auditores Externos de la Superintendencia. Para la designación de sus auditores externos, los bancos deberán evaluar como mínimo a tres firmas de auditores independientes, excluyendo a aquellas vinculadas económicamente o a través de la prestación de servicios. La Superintendencia puede exigir también que los bancos contraten a su costo una firma de auditores externos para efectuar auditorías de balances, obtener una opinión adicional o para que se evalúe la eficacia de los controles internos de la institución. También podrá requerir que se contrate otra auditora cuando se detecten anomalías, pudiendo aplicarle sanciones a la anterior.

En Colombia existe la figura del revisor fiscal con amplias facultades y responsabilidades en la auditoría de las entidades financieras. La Superintendencia debe autorizar a los revisores fiscales una vez que se cerciore acerca del carácter, la idoneidad y la experiencia de la persona designada por el órgano social competente. A lo largo del ejercicio, el revisor fiscal debe verificar la existencia de los activos, la implementación de medidas suficientes para la preservación del patrimonio social y si las mismas son adecuadas frente a los riesgos asumidos.

En México el régimen de auditorías externas está regulado por la Comisión Nacional de Bancos y Valores. La firma de auditoría contratada debe contar con registro vigente expedido por la Administración General de Auditoría Fiscal Federal de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El auditor externo debe poseer experiencia profesional mínima de 5 años relacionada con entidades del sector financiero o 10 años en otros sectores.

Las normas de capitalización disponen que los bancos y otras entidades financieras relevantes deban ser examinados por una Calificadora de Riesgo. Recientemente la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha hecho públicas las calificaciones de calidad crediticia de las Instituciones de Banca Múltiple, las Sociedades Nacionales de Crédito y las Instituciones de Banca de Desarrollo. La información, disponible en la web, clasifica a las instituciones en 5 categorías en función de su capitalización.

En Perú todas las empresas del sistema financiero que capten fondos del público deben contar con la clasificación de por lo menos dos Calificadoras de Riesgo reguladas por la Ley del Mercado de Valores. De existir dos clasificaciones diferentes, prevalecerá la más baja. Se señala expresamente que las empresas Calificadoras deberán tener en cuenta las políticas y procedimientos establecidos por la entidad financiera para la administración del riesgo cambiario en el proceso de clasificación de las empresas supervisadas.

Resumiendo, en los seis países los estados contables de las entidades financieras deben contar obligatoriamente con dictamen de auditoría externa y las prácticas de auditoría están en línea con los estándares internacionales. Las agencias de supervisión están facultadas a discutir los dictámenes de los auditores externos y a iniciar acciones legales contra ellos en caso de negligencia. Se aplican regulaciones específicas para asegurar la independencia de los auditores externos. Excepto en Perú los auditores deben tener una licencia o certificación específica. En Brasil, Colombia, México y Perú los auditores están obligados legalmente a comunicar a la agencia de supervisión cualquier presunto involucramiento de los directores y funcionarios principales en actividades ilícitas o fraude y cualquier hecho que pudiera afectar la salud de los bancos.

Los reguladores exigen que los bancos comerciales sean calificados por Calificadoras de Riesgo en Chile, México y Perú. No así en Argentina, Brasil y Colombia. En Argentina la Superintendencia efectúa una calificación propia que utiliza en la determinación de los capitales mínimos. En todos los casos los bancos deben recurrir a los servicios de una Calificadora de Riesgo para la emisión de títulos propios negociables en los mercados de valores.

Veamos, finalmente, una síntesis de la normativa contable y de apertura de la información en los sistemas bancarios de los seis países (Caprio, Levine y Barth, 2008).

En los seis casos nacionales se aplican los siguientes lineamientos de sana contabilidad bancaria. Se interrumpe el devengamiento de intereses de los préstamos en situación irregular. Las entidades deben producir estados financieros consolidados que cubran a todas las empresas subsidiarias e integrantes del mismo *holding* que realizan actividades financieras y en otros sectores. Las operaciones fuera de balance deben ser informadas a los supervisores y al público (excepto en Colombia). Los bancos son legalmente responsables si la información brindada es errónea o se presta a confusiones. Se exige (en la mayoría de los casos) valorar a precios de mercado los bonos y acciones que figuran en las carteras de los bancos, exceptuando los que se conservan en cuentas de inversión hasta el vencimiento.

V. Conclusiones

Históricamente América Latina ha sido una de las regiones del mundo más propensas a sufrir crisis bancarias. Entre los años 80 y principios del 2000 muchos países de la región atravesaron una o más crisis bancarias, incluyendo a las naciones de mayor dimensión como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México. El último episodio

que afectó a alguno de estos seis países corresponde a la profunda crisis financiera argentina en los años 2001/2. Cabe resaltar el hecho que en el marco de la crisis financiera internacional de los años 2007/8 ninguno de los países de América Latina debió soportar una crisis bancaria.

Los factores predominantes en el origen de las crisis bancarias de América Latina durante éste período están vinculados con las características de su inserción en la globalización financiera y con el perfil de las políticas macroeconómicas implementadas. Aunque debe tenerse en cuenta que las dos oleadas de desregulación financiera aplicadas -con desigual intensidad en los diferentes países- en el marco de los “experimentos del Cono Sur” de fines de los años setenta y de los modelos neoliberales de los noventa amplificaron los problemas bancarios y la intensidad de las disrupciones financieras.

Los enormes costos económicos y sociales asociados a las crisis bancarias llevaron a revisar los marcos regulatorios, a desandar en mayor o menor grado las prácticas desregulacionistas y a aplicar gradualmente las “mejores prácticas” de regulación y supervisión provenientes de los mercados desarrollados. Este proceso, que comenzó con la implementación de pautas elementales respecto de las operaciones crediticias a fines de los ochenta hoy transita por la adopción de ciertas normas muy sofisticadas y de avanzada en el concierto mundial.

La adopción de regulaciones propias de sistemas bancarios maduros, como las Propuestas de Basilea, no contempló la necesaria adecuación a las características específicas de las economías y los sistemas bancarios de América Latina. La dolarización parcial de la intermediación financiera, el mayor riesgo de la deuda soberana, la acentuación de los problemas de información, la escasa profundidad o la inexistencia de ciertos mercados (particularmente la escasa significación del mercado de capitales) y el mayor peso de la informalidad son algunas de esas peculiaridades latinoamericanas. Los organismos financieros internacionales contribuyeron a la reproducción mecánica de los esquemas regulatorios de los países desarrollados incorporándolos como parte de la condicionalidad de sus programas financieros.

En los últimos años los Bancos Centrales y Superintendencias han llevado adelante una intensa labor de revisión y modificación de la normativa tendiente a su mejoramiento en base a la experiencia nacional y la práctica internacional. De la revisión de la normativa de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México podemos extraer las siguientes conclusiones:

Los entes a cargo de la regulación y supervisión bancaria, Bancos Centrales y Superintendencias, han mejorado su institucionalidad, contando con mayores facultades y más recursos para llevar adelante su labor. Algunas de las debilidades remanentes se vinculan con la superposición de tareas y responsabilidades entre las diferentes agencias y con la compleja cuestión de la asignación de responsabilidades legales de los funcionarios a cargo de la supervisión y el control.

Respecto del perímetro de la regulación, es decir de los límites a las entidades, mercados y productos alcanzados por las normas, la participación decisiva de los bancos dentro del conjunto de entidades y la menor sofisticación de la actividad

financiera constituyen ventajas en comparación con los países desarrollados. Si bien la regulación y la supervisión se concentran prioritariamente en los bancos, dada su importancia y su acceso exclusivo al prestamista de última instancia, existe una sana tendencia a incorporar dentro del perímetro de la regulación a la totalidad de los operadores financieros, incluyendo algunos no tradicionales. Dado el incremento en el volumen, en la complejidad y en la interconexión de los mercados resulta necesario monitorear permanentemente el perímetro de la regulación, de modo de que no queden fuera de su alcance elementos que pudieran tener impactos sistémicos desestabilizadores.

Los conglomerados financieros tienen una presencia relevante en los sistemas financieros. Se advierte una preocupación creciente (aunque dispar entre los países) de los supervisores por controlarlos, imponiendo la presentación de balances y la gestión de riesgos en forma consolidada. De todos modos los avances son aún insuficientes. Existen dificultades para coordinar a las agencias involucradas en el control de los distintos rubros en los que participa el conglomerado. Son insuficientes las regulaciones relativas a la actividad fiduciaria y las inversiones *securitizadas* vinculadas a los bancos. La superación de estas debilidades cobra mayor importancia si, como se prevé, los conglomerados financieros seguirán creciendo impulsados por el desarrollo de los mercados de capitales.

Dada la elevada participación de los bancos extranjeros en los seis sistemas financieros la regulación bancaria transfronteriza cobra una importancia fundamental. Los problemas de la banca internacional en sus países de origen pueden repercutir en los países donde se localizan sus sucursales y filiales. Es cierto que resulta imposible atacar el riesgo de contagio sin limitar de algún modo participación de la banca extranjera en los mercados locales. De todos modos, la regulación puede contribuir a atenuar este riesgo. En primer lugar, aplicando a la banca extranjera exigencias no menores que las que afrontan los bancos locales. En segundo lugar, exigiendo a los supervisores extranjeros que ejerzan una supervisión consolidada entre la matriz y las filiales en el país. En tercer lugar profundizando el intercambio de información con las agencias de supervisión del exterior. Finalmente, difundiendo entre los depositantes y acreedores de las filiales locales el grado de compromiso de la casa matriz. Pese a que existen avances (desiguales) en la concreción de estas directrices, existen tareas pendientes que deben ser encaradas en el futuro.

Los sistemas de Seguro de Depósitos son, en su mayoría, de carácter público, aunque hay dos regímenes mixtos. En algunos países el monto máximo alcanzado por el seguro parece insuficiente para proteger a pequeños y medianos ahorristas. Las facultades de los entes a cargo del Seguro de Depósitos para participar en los procesos de saneamiento y liquidación de las entidades aseguradas es un tema complejo que merece ser revisado en profundidad.

Los Bancos Centrales cuentan con amplias facultades e instrumentos para actuar como prestamistas de última instancia ante crisis sistémicas. Estos instrumentos fueron testeados durante la crisis *subprime*, cuando los bancos centrales actuaron decididamente aplicando una amplia batería de medidas de provisión de liquidez al sector bancario. En algún caso la asistencia se hizo extensiva a empresas no financieras y a la refinanciación de títulos de deuda bancarios. Sin embargo, merece

destacarse que el rol de prestamista de última instancia pudo cumplirse sin la reformulación de los marcos legales y regulatorios existentes y que las operaciones no convencionales fueron limitadas.

Las entidades financieras están bien capitalizadas, existiendo en la mayoría de los casos requerimientos más estrictos que los de Basilea I. Se están cumpliendo las hojas de ruta para la implementación de Basilea II, aunque es posible que los senderos se vean alterados en la medida en que del debate regulatorio mundial surjan modificaciones al esquema actual. Una eventual reformulación de las normas de capital en los países de América Latina debería, en función de sus especificidades, tener muy en cuenta el cuestionamiento a ciertos aspectos de Basilea II, entre los que mencionaremos su carácter procíclico, el empleo de los ratings de las Calificadoras de Riesgo en la ponderación del riesgo crediticio y el uso de modelos internos de estimación de riesgos.

La dolarización de la operatoria ha registrado una tendencia declinante durante los últimos años. La configuración macroeconómica en la cual predominan regímenes cambiarios de flotación administrada, superávits en cuenta corriente y abultadas reservas reduce los riesgos de variaciones bruscas en los tipos de cambio con sus negativas consecuencias sobre los sistemas bancarios. Adicionalmente, algunos casos apelaron a regulaciones específicas para limitar la dolarización y privilegiar la intermediación en moneda local. En los países en los que se admite la operatoria en moneda extranjera (Argentina, Chile, México y Perú) existe una amplia regulación prudencial tendiente a limitar los descalces cambiarios de los bancos y a monitorear el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario. En Perú, el único país donde la dolarización sigue siendo elevada, la Superintendencia aplica una serie de normas para reducir los riesgos propios de la dolarización. Sin embargo, el riesgo de crédito inducido por el riesgo cambiario no está contemplado plenamente. Pese a los avances logrados en los últimos años, los riesgos inherentes a la dolarización parcial de la actividad financiera deben ser motivo de monitoreo permanente, mas aún en un contexto internacional caracterizado por bruscas fluctuaciones en los flujos de capitales y los tipos de cambio.

Las regulaciones bancarias relativas al riesgo crediticio han mejorado significativamente en los últimos años y se acercan a las “mejores prácticas” internacionales. Dentro de este cuerpo normativo se incluyen disposiciones orientadas a limitar la concentración de la cartera, el tamaño de las financiaciones a los grandes deudores y el monto otorgado a deudores vinculados. También están en línea con las mejores prácticas internacionales los regímenes de clasificación y provisionamiento de las financiaciones. Perú y Colombia han adoptado recientemente esquemas de provisiones anticíclicas, los cuales deberán ser evaluados teniendo en cuenta el funcionamiento de estas primeras experiencias en la región y los resultados que surjan del debate y la práctica internacional sobre esta materia. Un elemento que debe ser sometido a discusión, en función de la práctica bancaria más reciente en los centros financieros, es la autorización por parte de algunas superintendencias para que los bancos apliquen sus propios modelos internos de provisionamiento de la cartera irregular.

Las regulaciones vinculadas con la gestión del riesgo de mercado es muy reciente y sus características son diferentes entre los seis países. En algunos casos ya fue incorporado el riesgo de mercado en las exigencias de capitales mínimos. Otros estipulan que cada banco cuente con un régimen integral de gestión del riesgo de mercado en cada entidad. Las normas sobre gestión de riesgos deberían ser acompañadas, probablemente, de límites más estrictos en la asunción de riesgos de mercado, especialmente respecto de las operaciones más complejas y opacas.

Respecto de los instrumentos derivados, en los seis países se autoriza a los bancos a operar con estos instrumentos en la medida en que cumplan con una serie de requisitos. Se advierte que ya antes de la crisis internacional de los años 2007/8 las agencias de regulación eran conscientes de los altos riesgos involucrados en esta operatoria. Entre los requisitos y limitaciones para operar se cuentan: prohibición de operar con derivados de crédito, autorización expresa, requerimientos de infraestructura tecnológica, personal experto, manuales de riesgo, compromiso de la dirección e información extracontable. El volumen de la operatoria con derivados varía mucho entre los países, pero en todos los casos es muy inferior a la que se negocia en los mercados desarrollados. Un motivo de preocupación son los riesgos bancarios originados en la negociación creciente de derivados en mercados OTC.

El riesgo crediticio soberano en la determinación de los requerimientos de capitales mínimos se pondera en cinco de los seis países con 0% y con 10% en el restante. La ponderación nula reproduce las normas de Basilea, que fueron diseñadas para países con finanzas –habitualmente– sólidas y con títulos soberanos calificados con “grado de inversión”. Es cierto que la solvencia de los sectores públicos de la región ha mejorado en los últimos años, situación que se refleja en los ratings de los bonos soberanos. De todos modos, parece aconsejable que la ponderación del riesgo soberano no sea nulo por definición sino que tome en consideración la situación estructural que atraviesan las finanzas públicas de los países. Adicionalmente, como ya lo hacen algunos de los seis reguladores, podrían fijarse límites cuantitativos a la exposición de los bancos al sector público.

La normativa vinculada con la exposición de los establecimientos contables, divulgación de la información y auditorías externas ha experimentado avances sustantivos. De todos modos, en materia de exposición contable y apertura de la información existe un margen considerable para difundir mejor la composición de los conglomerados financieros, el detalle de las carteras activas de las entidades y de los grandes deudores, las operaciones fuera de balance, la exposición a riesgos de mercado y los riesgos transfronterizos.

En tres de los seis países los bancos están obligados a ser calificados por Calificadoras de Riesgo, divulgándose los dictámenes de diversos modos. El rol de las Calificadoras y la difusión de sus ratings deberá ser objeto de un cuidadoso examen en función de los cuestionamientos que surgen a la actuación de éstas firmas y de los problemas de incentivos inherentes a su actividad puestos de manifiesto palmariamente durante la crisis *subprime*.

Una reflexión final de carácter metodológico. Consideramos que el análisis comparado de la regulación financiera en los seis países brinda un material muy rico para facilitar

el proceso de mejora continua de los esquemas normativos en cada uno de ellos, ya que allí se encuentran soluciones diversas, inteligentes y creativas para los complejos desafíos que impone la regulación financiera.

Capítulo II

La reforma internacional y su probable influencia sobre las regulaciones financieras de los países de América Latina

Leonardo Bleger

I. Introducción

La crisis financiera internacional de los años 2007/8 y sus causas han sido analizadas en profundidad en diversos documentos (BIS, 2010b; United Nations, 2009; Stiglitz, 2010). La mayoría de estos documentos coinciden en que un marco regulatorio inadecuado contribuyó a la profundidad y extensión de la crisis. La opinión predominante es que en los mercados más desarrollados, durante los últimos años, el desarrollo de entidades más grandes, complejas e interconectadas en los mercados financieros internacionales no fue complementado con niveles suficientes de capital y liquidez (BCRA, 2009).

El proceso de reformas posterior a la crisis fue impulsado por las naciones del G20, involucrando a los Ministerios de finanzas, Bancos Centrales y organismos de regulación financiera, como el FMI, el Comité de Basilea y el *Financial Stability Board*. En función de estas orientaciones, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria viene impulsando un conjunto de reformas que abarcan importantes aspectos de la regulación, incluyendo tanto aspectos micro como macroprudenciales. Algunas de estas normas ya están vigentes, mientras que la mayoría se encuentra aún en proceso de estudio por parte de bancos centrales y expertos de los diferentes países.

Según el propio Comité de Basilea, el programa de reformas apunta a un fortalecimiento del capital y de la liquidez de las entidades, con el propósito de promover sistemas financieros más sólidos. El objetivo del paquete de reformas es mejorar, según el Comité, la aptitud del sector para absorber shocks y derrames del sector financiero sobre la economía real (BIS, 2009), poniendo el mayor esfuerzo en la salud, continuidad o eventual reestructuración de las grandes entidades con una presencia internacional significativa.

EEUU, por su cuenta, implementó una serie de reformas en su sistema financiero. La nueva legislación financiera impulsa la creación de un Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, con el objeto de prevenir y administrar los riesgos sistémicos, incluyendo todo tipo de entidades bancarias y no bancarias. Se incluyen, entre otras medidas, la posibilidad de poner límites al apalancamiento de las entidades más grandes, requerimientos de capital más estrictos, límites a la concentración de préstamos y la exigencia de elaboración, para los grandes bancos, de un plan de liquidación ex ante para eventuales casos de insolvencia.

Asimismo, se define un mecanismo de disolución ordenada de entidades sistemáticamente importantes, otorgándole a la *Federal Deposit Insurance Commission* la autoridad para regular y controlar a los bancos y otras entidades. Se establecen limitaciones para las entidades de mayor envergadura (*too big to fail*), tales como la prohibición para la realización de ciertas operaciones con valores por cuenta propia (*Volker Rule*).

También en los EEUU se implementó un mayor control y monitoreo sobre las entidades no bancarias y sobre los agentes de mercados de valores. La Security and

Exchange Commission (SEC) se encargará de llevar un registro de fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos de inversión de capital (*private equity funds*), antes que hasta ahora se encontraban completamente desregulados.

El propósito de este trabajo es el de analizar la probable influencia de las reformas regulatorias internacionales posteriores a la crisis de los años 2007/8 sobre el esquema normativo financiero de los países de América Latina.

El documento está organizado del siguiente modo: luego de la Introducción, en el punto 2 se realiza una sintética reseña de las nuevas regulaciones internacionales. En el punto 3, se esboza cual puede ser la influencia de estas nuevas normas sobre las regulaciones de los sistemas financieros latinoamericanos. En el punto 4, se concluye.

II. Reforma de las Regulaciones internacionales

II.1. Normas de Capital

Los elementos fundamentales de la propuesta que ha dado en denominarse Basilea III, respecto de los capitales mínimos, son los siguientes (BIS, 2009):

El Comité aspira a que las normas eleven la calidad, consistencia y transparencia del capital básico. Se procura de esta manera que los bancos en general, pero especialmente las entidades de mayor envergadura con vasta presencia internacional, se encuentren en mejores condiciones para absorber las pérdidas provenientes de sus operaciones. Se incrementa el tramo I del capital bancario, que deberá estar constituido casi en su totalidad por acciones comunes y ganancias retenidas. Asimismo, se plantea la necesidad de homogeneizar la definición de capital entre los distintos países, así como mejorar la transparencia en la composición de los patrimonios.

Además, se fortalece el capital, elevando para los grandes bancos transnacionales los requerimientos de capital por contraparte para ciertas exposiciones de riesgo provenientes de derivados, repos y financiamientos de negociaciones de títulos con el objetivo de que las entidades puedan absorber una mayor proporción de pérdidas provenientes de esas fuentes (incluidos los riesgos “fuera de balance”).

También en el plano de los capitales, el Comité ha propuesto, y tiene bajo estudio, un coeficiente de apalancamiento (“*leverage ratio*”), de carácter suplementario, con el propósito de introducir, mediante un mecanismo simple, un límite a los eventuales excesos de apalancamientos de las entidades. Este ratio sería calculado utilizando una definición de capital de alta calidad y contemplando todos los activos (incluidos los líquidos) y los ítems fuera de balance de las entidades.

Otro mecanismo consiste en la constitución de “colchones” (*buffers*) de capital en tiempos de bonanza económica, con el propósito de que sean utilizados en períodos de *stress* financiero. Concretamente, se crean dos colchones anticíclicos de capital. El primero de ellos, un *buffer* llamado de conservación, que obligará a los bancos a conservar un capital mínimo mediante restricciones en la distribución de dividendos,

recompra de acciones y pagos de bonos. Este *buffer* eleva la exigencia anteriormente vigente en el equivalente al 2,5% de los Activos Ponderados por Riesgo. El objetivo es lograr que los bancos tengan un nivel de capital que pueda ser usado para absorber pérdidas durante períodos de estrés. Este *buffer* estará constituido por acciones ordinarias y ganancias retenidas. Será introducido en forma gradual, a partir del año 2016 y se encontrará plenamente vigente a partir del año 2019.

Otro *buffer* de capital, con un propósito anticíclico, sólo tendrá vigencia en situaciones excepcionales de crecimiento excesivo del crédito que puedan incrementar la vulnerabilidad del sistema financiero. Esta reserva amplía el *buffer* anterior (de conservación) entre 0% y 2,5% de los Activos Ponderados por riesgo.

II.2. Normas de Liquidez

Una crítica generalizada a las normas de Basilea estaba vinculada a la ausencia de regulaciones vinculadas con la liquidez de las entidades financieras. La falencia resultó más flagrante en tanto los problemas de liquidez constituyeron un factor determinante en la crisis 2007/8 (FMI, 2009).

En la actualidad, los supervisores nacionales utilizan una amplia variedad de medidas e indicadores para monitorear los perfiles de riesgo de liquidez de los bancos. En su Informe de 2009, el Comité de Basilea registró una gran heterogeneidad en los instrumentos utilizados, ya que identificó 25 diferentes medidas y conceptos utilizados en los diferentes países (FMI, 2009).

Recientemente, el Comité de Basilea ha desarrollado un criterio standard para el monitoreo de los riesgos de liquidez de las instituciones multinacionales, para ser empleado tanto por los supervisores de los países donde reside la sede del banco, como por las autoridades de los países anfitriones. Se establece un estándar global de liquidez que consta de dos elementos: un ratio de cobertura de liquidez que procura que los bancos tengan suficientes activos líquidos de alta calidad para afrontar un escenario de fondeo bajo *stress* y un ratio neto de fondeo estable que se focaliza en los descalces estructurales y de largo plazo en la composición de fondeo.

Según el Comité, el objetivo principal de estas nuevas normas es promover una mejor cobertura de los riesgos de liquidez, procurando que las instituciones tengan recursos suficientes para superar los contextos críticos.

Con ese fin se crearon los mencionados coeficientes. El ratio de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*-LCR) identifica la cantidad de activos de alta calidad en poder de la institución, susceptibles de ser utilizados ante una salida neta de recursos, en un escenario especificado por los supervisores, de una duración aproximada de un mes. La confección del escenario incluye tanto las características específicas de la institución como el desempeño de las variables durante períodos de shocks o crisis financieras globales. Este escenario, que toma en cuenta las características o indicadores de crisis anteriores, incluye los siguientes elementos: a) una rebaja significativa en la calificación de la entidad b) una caída parcial de depósitos c) una

pérdida de fondos mayoristas no asegurados y d) un incremento significativo en el *haircut* de los activos colocados en garantía.

El otro coeficiente, el ratio neto de fondeo estable *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), mide las fuentes de fondos de largo plazo estables de una institución, en relación con el perfil de liquidez de los activos fondeados y los riesgos contingentes que generan compromisos de liquidez, originados en operaciones fuera de balance. El propósito del NSFR es el de promover un fondeo estructural de largo plazo capaz de financiar tanto los pasivos incluidos en las hojas de balance de las entidades como los compromisos y obligaciones fuera de balance. El indicador se construye con un horizonte de un año.

En particular, el NSFR está estructurado para asegurar que los activos de banca de inversión, las exposiciones fuera de balance y los instrumentos vinculados con la securitización se fondeen con un monto no inferior a un valor de pasivos estables. Los requerimientos de fondeo estable se calculan mediante la introducción de ponderadores específicos sobre cada tipo de activo, con menores coeficientes para aquellos más líquidos.

Otro set de indicadores de liquidez propuesto por el Comité de Basilea incluye: el tamaño de los descortes en la madurez de los contratos, la concentración del fondeo, las calces y características de instrumentos y monedas, la disponibilidad de fondos libres (sin gravámenes de ningún tipo) -susceptibles de ser usados como colateral para la obtención de fondos- e instrumentos de mercado tales como CDS y acciones.

II.3. Medidas anticíclicas en Basilea III

Las normas de Basilea, en particular las normas de capital, han sido criticadas por su marcado carácter procíclico (Brunnermeier et al, 2009).

Dado que el capital se establece como una proporción de los valores ponderados por riesgo, en la medida en que, en un contexto de crisis el banco ve afectado su patrimonio por pérdidas originadas en su cartera activa, la entidad responde generalmente reduciendo el volumen de préstamos, lo cual afecta negativamente el nivel de actividad económica.

En primer lugar, saliendo al encuentro del carácter procíclico de parte de su normativa, el Comité de Basilea propuso varios instrumentos tendientes a reducir esta característica. En primer lugar, la implementación de un esquema de provisionamiento basado en un enfoque de pérdidas esperadas, que contribuye a captar de forma más transparente las pérdidas a través de toda la vida del portafolio crediticio.

En segundo lugar, como fue mencionado mas arriba, se ha diseñado un mecanismo de conservación del capital construyendo colchones a nivel de cada banco que puedan ser utilizados en una situación de *stress* generalizada. Los *buffers* se generarían utilizando una proporción de las ganancias en épocas de auge y de desempeño positivo de las entidades.

En tercer lugar, se analiza establecer un objetivo amplio macroprudencial para proteger el sector en períodos de crecimiento excesivo del crédito.

En cuarto lugar, para atender al riesgo cambiario, la comparación del monto de activos y pasivos por moneda, otorga a los supervisores una base para la discusión entre los bancos y los supervisores para calificar el modo en que las instituciones gestionan los descalces cambiarios.

Los standards propuestos y las herramientas de monitoreo deberían ser aplicados necesariamente por todos los bancos con fuerte presencia internacional, sobre una base consolidada a nivel de cada entidad, aunque, obviamente, esos mismos standards pueden ser usados por bancos exclusivamente domésticos o con presencia en un grupo limitado de países.

II.4. Determinación de las Entidades Financieras de Importancia Sistémica

La crisis internacional puso el foco en los grupos financieros de importancia sistémica, por su impacto sobre el resto del sistema y por los elevados costos que insumieron en los procesos de reestructuración.

No existe todavía una definición consensuada sobre la definición de cuales entidades deben ser consideradas de “importancia sistémica”. No se trata de un concepto binario, pero puede ser medido a lo largo de un continuo utilizando diversos criterios. (FMI, 2010).

El punto de partida de la definición es el marco conceptual establecido en IMF, BIS, BSF, 2009. Este marco se aplica tanto desde una óptica domestica como desde un punto de vista global. Las entidades de importancia sistémica se identifican, en estos documentos, por los siguientes conceptos: a) tamaño (volumen de los servicios financieros provistos por una institución financiera individual o un mercado), b) interconexión (la extensión de los vínculos con otras instituciones financieras y mercados) y c) la sustituibilidad (en que medida otras instituciones o mercados pueden proveer el mismo servicio en caso de falla de una parte del sistema).

En FMI 2010, la medición se realiza en un proceso de tres etapas. En la primera, se establece un ranking de jurisdicciones ordenadas por tamaño e interconexión. El tamaño se mide por el volumen de servicios financieros. La interconexión se determina sobre la base de un análisis de red. La red se mide como el monto de acreencias bilaterales entre los diferentes bancos. El resultado identifica 25 jurisdicciones como las más importantes. Estos 25 países cubren el 90% del sistema global y representan casi el 80% del PIB mundial. El grupo contiene 15 integrantes del G20. El Reino Unido ocupa el primer lugar, los EEUU el tercero por el bajo nivel relativo de los vínculos internacionales (conexiones cross- border). Dos países latinoamericanos figuran en el ranking, Brasil⁵ y México⁶ (FMI 2010).

5. Brasil ocupa en el ranking compuesto el lugar 17, en el de tamaño 12 y en el de interconexión 32.

Hay quienes proponen imponer cargas adicionales de capital a aquellos bancos que pueden eventualmente generar costos fiscales importantes en una eventual reestructuración o quiebra. Esta medida se tomaría en función de su tamaño, su complejidad, la interconexión con otras entidades, etc.⁷

II.5. Securitización

El uso de la securitización por parte de los bancos ha crecido aceleradamente en los últimos años y ha sido usado como mecanismo para transmitir el riesgo a los inversores o a otras entidades financieras. Sin embargo, la securitización y, más aun la resecuritización⁸, tienen serios problemas de incentivos e información, los cuales se han hecho palmariamente evidentes durante la reciente crisis internacional (Cecchetti, 2010).

El Comité de Basilea (BIS, 2009) ha diseñado una serie de normas vinculadas con la securitización, con el propósito de disminuir los riesgos y hacerlos más transparentes. Detallaremos algunas de las principales reformas en este plano.

En primer lugar, dada la complejidad de muchas transacciones securitizadas, los bancos son alentados a consultar con sus supervisores, en caso de que exista incertidumbre, sobre si la posición de crédito en cuestión debería considerarse una resecuritización.

En segundo lugar, el banco no puede reconocer *ratings* basados en garantías o similares apoyos provistos por el propio banco.

En tercer lugar, se alienta a las instituciones financieras a realizar su propio *due diligence* de los activos a securitizar, de modo de que no confíen exclusivamente en los ratings de una calificadora de riesgo.

En cuanto a la información sobre el colateral que soporta la exposición de securitización, los bancos deben cumplir con los siguientes requisitos:

En primer lugar, como regla general, un banco debe comprender las características del riesgo de la exposición de la securitización, sea registrado en la hoja de balance o “fuera de balance”, así como el riesgo de los *pools* subyacentes en la securitización.

En segundo lugar, se eliminan todos los tratamientos favorables acordados a las facilidades de liquidez vinculadas con securitizaciones.

En tercer lugar, el capital mínimo requerido para las operaciones securitizadas establecidas en el Pilar I ha sido incrementado, ya que fue considerado insuficiente.

6. México ocupa el lugar 25 en el ranking compuesto, 16 en el de tamaño y 49 en el interconexión

7. Tarashev, Borio y Tsatsaronis, 2009

8. Se denomina resecuritización a los certificados de participación cuyo subyacente son, a su vez, otros certificados de participación

La regulación en EEUU obliga a que las entidades que emiten o comercializan fideicomisos deben retener en sus portafolios una porción de los instrumentos securitizados, de modo de que la entidad emisora comparta el riesgo.

II.6. Ámbito de Supervisión

Lo ocurrido durante la crisis en los principales sistemas financieros desarrollados, pone de manifiesto que el alcance de los sistemas de supervisión nacionales es claramente insuficiente. Estimaciones del FMI indican que el monto fuera del sistema bancario tradicional, y por lo tanto al margen de la regulación oficial llegaba a 10 billones de dólares a fin de 2007, un volumen similar al sistema supervisado. Por lo tanto, uno de los objetivos centrales de la reforma es incluir dentro de la regulación a todos los segmentos con importancia sistémica.

Prasad (2010) sugiere que deben establecerse estándares adecuados de capital para todas las entidades no bancarias mas significativas (*shadow banking system*). El diseño de esta normativa debe tener en cuenta que las mayores exigencias de capital no hagan migrar los recursos hacia sectores no regulados.

II.7. Reformas en el Proceso de Supervisión (Pilar 2)

El Comité de Basilea ha diseñado una serie de medidas tendientes a complementar el proceso de gestión de riesgos y el proceso de planeamiento del capital. La guía se basa en el cuerpo de Informes formulados durante la crisis de 2007/8.

Estas reformas otorgan particular importancia a la identificación, medida y desafíos que provienen de una creciente complejidad de la actividad financiera y de una alta proporción de exposiciones fuera de balance. Las áreas involucradas son: visión global del riesgo de la entidad, riesgos específicos, concentración de riesgos (ámbito en el cual se produjeron numerosas fallas durante la crisis), exposiciones fuera de balance con foco en la securitización, riesgo reputacional y apoyo implícito a otras instituciones o vehículos, valuación y riesgo de liquidez, sanas prácticas de *stress testing* y apropiadas prácticas de compensación a los ejecutivos.

Según el Comité de Basilea, la laxitud en los standards de crédito para los deudores sigue siendo la causa principal de serios problemas bancarios, así como la deficiente gestión de riesgo del portafolio y la falta de atención a los cambios económicos u otras circunstancias que pueden llevar a un deterioro del riesgo general del banco. Este comportamiento afecta tanto a los países desarrollados como en desarrollo.

La crisis financiera ha vuelto a poner en un plano destacado la importancia de identificar, monitorear y controlar el riesgo de crédito, así como interactuar con otros tipos de riesgo, incluido el de mercado, de liquidez y reputacional. El crecimiento rápido de cualquier actividad (generalmente la cartera de créditos) presenta grandes desafíos para la gestión.

Las mejoras en la gestión de riesgos deben evolucionar para acompañar la innovación financiera. La innovación ha incrementado la complejidad y la iliquidez potencial de productos de crédito estructurados. Numerosos representantes del sistema bancario afirman que una regulación más estricta afectará negativamente el proceso de innovación. Si bien no hay dudas de que una parte de las innovaciones puede contribuir a mejorar la productividad de la economía real, también es cierto que muchas de estas innovaciones son sólo arbitrajes impositivos, contables o regulatorios y, por lo tanto, absolutamente improductivos.

El Comité de Basilea pone, también, el acento en las exposiciones por riesgo de mercado, el acceso a las diferentes fuentes de fondos, los activos en posesión de los bancos tanto en el *book banking* como en el *trading book*, tales como préstamos, derivados y productos estructurados. Las exposiciones fuera de balance, incluyendo garantías líneas de liquidez y otros compromisos.

Otro ámbito de preocupación es el riesgo de concentración, que puede surgir también a lo largo de diferentes líneas de negocios. Ejemplo de estas líneas son exposiciones *subprime*, exposiciones de contrapartida, *conduits and svcs*, exposiciones contractuales y no contractuales, actividades de *trading* y líneas de *underwriting*.

En síntesis, los supervisores deberían determinar si un banco cuenta con un sólido y completo marco de riesgo de crédito que permita definir el apetito de riesgo y el volumen de riesgo, incluido el riesgo derivado de la concentración, la securitización, las exposiciones fuera de balance, las prácticas de valuación y otras exposiciones de riesgo.

En el plano del control de riesgos también les cabe una responsabilidad importante a los bancos:

- a) identificar adecuadamente, medir, controlar y mitigar estos riesgos
- b) comunicar claramente y de un modo sencillo la extensión y profundidad de estos riesgos de un modo comprensible, pero al mismo tiempo con precisión, elaborando reportes dirigidos a la alta gerencia y al directorio, así como su difusión en los balances publicados
- c) Llevar adelante *stress testing* para identificar potenciales pérdidas y necesidades de liquidez bajo circunstancias adversas.
- d) Establecer estándares internos mínimos para el nivel de pasivos, capital y fondos de contingencia.

II.8. Resolución de crisis de bancos transnacionales

En el Informe del BIS, 2009 "*Report and Recommendations of the cross border Bank Resolution Group*" este organismo realiza recomendaciones respecto de la resolución de crisis de bancos con actividad internacional.

- a) Las autoridades nacionales deben contar con todas las herramientas para actuar con instituciones en dificultades. Ejemplos de estas herramientas son: la posibilidad de crear instituciones financieras puente, transferencia de activos, pasivos y negocios de otras instituciones; atendiendo los derechos respectivos.
- b) Cada jurisdicción debe establecer un marco nacional para coordinar la resolución de las entidades, grupos y conglomerados financieros en la jurisdicción respectiva.
- c) Las autoridades nacionales deberían coordinar las medidas y herramientas para facilitar la resolución de las dificultades de instituciones en múltiples jurisdicciones.
- d) Disminuir ex ante, la complejidad y la interconexión de las estructuras de los grupos financieros y de sus operaciones.

III. Comentarios a las reformas financieras impulsadas por el Comité de Basilea

La reforma diseñada por Comité de Basilea, en diferentes fases de ejecución, posee ciertos méritos que deben ser destacados:

A diferencia de las versiones anteriores, Basilea III establece regulaciones sobre la liquidez de las entidades y los riesgos asociados a esta variable. Se mejora la cantidad y la calidad del capital mínimo exigido a las entidades. Se adoptan medidas para aumentar la transparencia y limitar los riesgos vinculados con la securitización y resecuritización de activos. Se adoptan una serie de medidas anticíclicas, particularmente las vinculadas con la constitución de capital y las reservas. Se alienta la negociación de derivados en mercados organizados, incluyendo la existencia de una contraparte central. Finalmente, se establecen regulaciones macroprudenciales vinculadas con el ritmo de crecimiento de los activos, de modo de evitar la formación de burbujas y el crecimiento exagerado de los activos.

A pesar de estos avances otros enfoques sostienen que, a pesar de las reformas, subsisten deficiencias que deben ser abordadas para lograr una regulación más eficiente y, en consecuencia, sistemas financieros más sólidos.

En ese sentido, cobra especial valor el Informe *“Commission of Experts of the President of the United Nation General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”*, documento en el cual se formulan una serie de observaciones y propuestas concretas sobre las regulaciones bancarias, poniendo de manifiesto que algunas de ellas no han sido tratadas adecuadamente en la nueva arquitectura que está diseñando Basilea.

Concretamente, el Informe señala que el Comité de Basilea no ha tomado suficientemente en cuenta la regulación de las entidades no bancarias y que la regulación del *“Shadow Banking system”* sigue siendo escasa. La regulación del segmento no bancario es necesaria para evitar el riesgo de que una parte de la actividad financiera migre de las entidades reguladas a las no reguladas.

En cuanto al enfoque general de la regulación, el mencionado Informe afirma que ésta debe ser comprensiva, con los límites determinados por las funciones que cumplen. La cobertura de la regulación debe incluir a todas las instituciones e instrumentos. Los límites de los ámbitos de regulación deben determinarse por las funciones económicas que prestan las entidades.

El documento afirma que el alcance de la regulación debe abarcar todas las instituciones e instrumentos relevantes. Los diferentes marcos de regulación deben ser coherentes para asegurar la estabilidad del sistema en su conjunto y evitar conductas arbitrajistas, más aún teniendo en cuenta los complejos vínculos existentes entre entidades e instrumentos.

Antes de la crisis, el funcionamiento del sistema financiero descansaba en gran medida en el concepto de autorregulación. Las fallas de la autorregulación y de las calificadoras de riesgo experimentadas durante la crisis internacional proveen nuevas bases para un fuerte rol del gobierno en las actuales circunstancias. Una regulación comprensiva debe poner el acento y otorgar prioridad a las entidades sistemáticamente importantes y en todas las que comprometan explícita o implícitamente recursos públicos.

La definición de cuales son las entidades sistemáticamente importantes debe estar clara para los reguladores, adoptando criterios tales como leverage, tamaño, exposición de los pequeños inversores y/o grado de correlación con otras actividades.

El funcionamiento eficiente de una economía de mercado requiere de buena información. La difusión de la “contabilidad creativa” se tradujo en un mal funcionamiento del sistema financiero, y en general en pérdidas para los inversores más pequeños.

La contabilidad de los títulos con el criterio “mark to market” es objeto de un intenso debate, ya que generalmente se sostiene que su utilización da lugar a un comportamiento procíclico por parte de las entidades financieras. El Informe de Naciones Unidas señala que los problemas descansan más en la forma de proveer información por parte de los agentes involucrados que en el criterio de “mark to market”. Para combatir el carácter cíclico del “mark to market” se proponen requerimientos de capital contracíclicos. Complementariamente, los autores del Informe proponen un enfoque *mark-to-funding*, que apunta a premiar el financiamiento de largo plazo. Se trata de establecer un calce en el plazo de *pools* de activos y pasivos, previniendo así problemas graves de liquidez en las entidades.

La regulación macroprudencial debería focalizarse en los elementos centrales del riesgo sistémico: *leverage*, caída de entidades sistemáticamente importantes y sus interacciones con el ciclo económico.

La regulación macroprudencial tiende a atenuar la prociclicidad de las finanzas y su efecto en la economía real. Para lograrlo, es necesario incorporar variables tales como crecimiento, tipo de cambio y movimientos en las tasas de interés. La calidad de un esquema regulatorio debe incluir no sólo la estabilidad financiera sino también la estabilidad macroeconómica.

Los sectores menos regulados deben ser de alguna manera aislados, aplicando controles y monitoreo de su interacción con el sector más regulado.

En línea con los planteos de Basilea III, se sugiere la aplicación de adecuaciones dinámicas del capital y requerimientos de reservas vinculados con el ciclo, como los mejores instrumentos de una regulación macroprudencial anticíclica. En el mencionado Informe se pondera el modelo español introducido en el año 2000, que obliga a las entidades financieras a realizar provisiones equivalentes a las pérdidas esperadas de diferente tipo de préstamos a lo largo del ciclo, en base a la experiencia y mediciones estadísticas pasadas.

Ciertas regulaciones microprudenciales pueden tener un efecto macro, por ejemplo incrementos en el ratio *loan-to-value* de hipotecas y amortizaciones mensuales más elevadas en el financiamiento de los consumos de tarjetas de crédito.

En el Informe de Naciones Unidas se proponen las siguientes regulaciones macroprudenciales:

Regulaciones apropiadas sobre tenencia de acciones por parte de los bancos.

Limitar los riesgos cambiarios no cubiertos. Atender también a los riesgos indirectos, es decir, los préstamos a firmas con riesgos cambiarios no cubiertos.

Restringir la operatoria bancaria con derivados y seguros, excepto aquellos utilizados para cubrir o atenuar riesgos.

Establecer un seguro de depósitos con costos afrontados por los bancos y considerar no asegurados a los bancos extranjeros no específicamente incluidos en el sistema de seguros.

Respecto de los CDS (*Credit Default Swaps*) se plantea solicitar una serie de requisitos para aprobar las operaciones (que individualmente o colectivamente) se consideren sistémicamente relevantes tales como registros, clearing centralizado y cuando resulte necesario, según el riesgo afrontado, requerimientos de margen y de capital.

Se destaca la necesidad de regular la competencia. Hasta el presente no se ha tenido éxito en evitar una excesiva concentración financiera en los mercados de países desarrollados y en desarrollo, lo cual se traduce en exageradas ganancias, comisiones y otras prácticas abusivas y en la configuración de bancos "*too big to fail*". La magnitud e influencia de estos bancos puede ser crucial en la provisión de fondos públicos ante un eventual *bail-out*.

Para evitar la concentración excesiva deberían utilizarse políticas *antitrust*, aunque las medidas usuales (participación en el total de las principales cuatro firmas) pueden no resultar suficientes. A este criterio debería agregarse si la entidad es "*too big to fail*" y/o "*to big to be financially restructured*"⁹ En ese caso, la entidad debería ser dividida ex ante en diferentes partes, de acuerdo con la operatoria que realizan. Dada la escasa

9. Una entidad de gran tamaño, compleja y multifacética desde el punto de vista de su operatoria.

evidencia empírica de significativas economías de escala en la actividad bancaria o de alcance, el costo social de esta estrategia no resultaría elevado.

Estas medidas deben ser complementadas con otras regulaciones tales como la mayor transparencia de sus operaciones, un menor apalancamiento y mayores primas en el sistema de seguro de depósitos.

Respecto de las Calificadoras de Riesgo, se sugiere atacar los conocidos conflictos de intereses existentes, publicar el *track record* de las calificadoras y/o crear una Calificadora gubernamental independiente, que pueda competir con las del sector privado. Del mismo modo, deben evitarse los conflictos de intereses que se generan en los vínculos entre las entidades financieras y los auditores externos.

El Informe de la Comisión de Expertos enfatiza en los principios que deben guiar el diseño de la estructura institucional de regulación, aunque reconoce que no existe un modelo único para todos los países. Una estructura posible, señalada en el Informe, consiste en la creación de dos entidades trabajando de modo conjunto. Por un lado, una Autoridad Financiera Reguladora, concentrando su atención en los aspectos micro y otra, un Nuevo Banco Central que ponga el énfasis en los aspectos macro. La Autoridad Reguladora podría tener bajo su dirección una serie de entes con responsabilidades más específicas en áreas tales como Valores, Seguros y Estabilidad Financiera, entre otras.

El Banco Internacional de Basilea se ha inclinado por ubicar la responsabilidad en el caso de las instituciones con actividad plurinacional en la sede del banco internacional. Según el Informe de la ONU esta visión debe ser revertida. Dado que los países anfitriones son responsables por el funcionamiento del sector real y financiero, son ellos los que deben supervisar todas las instituciones que funcionan en el país. En ese sentido, los bancos extranjeros deberían constituir exclusivamente subsidiarias en lugar de sucursales. Esta orientación se opone a una idea que circula en el G20 respecto de la creación de una estructura regulatoria internacional para regular los mayores bancos mundiales.

Otra de las críticas formulada a las propuestas de Basilea III es el excesivo tiempo de adecuación e implementación con que cuentan los bancos. Persaud, 2010 en un artículo denominado “El imperio contraataca”, afirma que el lobby bancario ha tenido éxito en lograr que las nuevas iniciativas se pospongan para ser aplicadas entre 2015 y 2019. Según el autor, para entonces, la presión por las reformas puede convertirse en una “memoria distante”. Esto ha ocurrido, según el mismo autor, en el caso de las crisis anteriores, los planes para una reforma radical del marco regulatorio se flexibilizan y se entibian una vez que la economía se ha recuperado.

IV. Influencia sobre los sistemas financieros de America Latina

Los sistemas financieros de la región latinoamericana siguen dominados por la presencia de bancos comerciales que retienen la mayor parte del riesgo que originan sus colocaciones y emplean un sistema de fondeo básicamente apoyado en depósitos y, en ciertos casos, con acceso a recursos del sistema financiero internacional.

Hasta el presente, los Bancos Centrales de America Latina han efectuado escasas reformas al sistema regulatorio en consonancia con los cambios regulatorios internacionales. El hecho puede explicarse por dos razones. La primera, que la reforma a nivel internacional no ha concluido y, por lo tanto, muchos temas están cursando la etapa de consulta o calibración. La segunda, que la relativamente favorable performance de los sistemas financieros de la región durante la crisis internacional no convierte a los aspectos regulatorios en un elemento prioritario. De todos modos, es probable que, en la medida que se vaya concretando el proceso internacional de reformas y los trabajos en curso de los Banco Centrales de Latinoamérica, asistiremos a ciertas modificaciones en los marcos regulatorios de la región.

Trataremos de analizar cuales son los aspectos de la reforma financiera internacional que mayor influencia podrían tener en los sistemas financieros de America Latina. Concentraremos nuestro análisis en los sistemas financieros más grandes de la región.

IV.1. Capitales

Si bien los bancos de los mayores países de America Latina poseen, en general, una sólida posición de capital,¹⁰ es posible que las nuevas normas se concentren en mejorar la cantidad y calidad del capital y revisar la prociclicidad de las mismas, tal como se aborda en Basilea III, a través de los dos *buffers* que deben constituirse en tiempos de bonanza.

También, en materia de capitales, es muy probable que otros países vayan adoptando un coeficiente simple de apalancamiento, tal como ya lo hace Chile. Este coeficiente de apalancamiento actúa como un reaseguro frente a las complejas formulas de cómputo de los capitales mínimos.

Es posible también que se recoja la inquietud sobre la mejora de la calidad de la integración del capital, otorgando mayor importancia a las acciones comunes y las utilidades acumuladas.

Dada la experiencia de la crisis internacional es razonable esperar que el rol de las calificadoras de riesgo en la ponderación de riesgo de los activos vaya reduciéndose. Del mismo modo, es posible que los modelos basados en ratings internos pierdan ponderación en los marcos regulatorios.

Colombia ya ha hecho saber su disposición de elevar los capitales mínimos en línea con los avances internacionales.

10. El coeficiente de capital como porcentaje de los activos ponderados por riesgo alcanza en promedio al 14,6% un ratio que supera al existente en los países desarrollados (11,9%) y a los países de Asia Emergente (14,0%)

IV.2. Riesgo crediticio y previsionamiento

El riesgo crediticio sigue siendo el más importante en el balance de riesgos de los países latinoamericanos. Las normas sobre riesgo crediticio están permanentemente bajo revisión en todos los bancos centrales de la región, de modo de lograr marcos regulatorios más eficientes.

Las normas sobre clasificación de la cartera, graduación del crédito, concentración de activos y garantías son fundamentales para la construcción de carteras más saludables, capaces de soportar variaciones importantes en el nivel de actividad o en el precio de los activos.

Uno de los problemas habituales en las crisis es la concentración sectorial del riesgo de crédito, en particular en la actividad inmobiliaria. A través del seguimiento del precio de los inmuebles y de ciertos límites cuantitativos en la participación de estas financiaciones en la cartera activa del sistema pueden atenuarse estos riesgos.

La concentración del crédito tiene otras tres dimensiones adicionales: la existencia de entidades financieras muy grandes, en relación con el tamaño de la economía, la segunda una elevada exposición en grandes clientes y en tercer lugar, la concesión de crédito a personas vinculadas.

Impedir la elevada concentración en estos tres ámbitos debiera ser uno de los objetivos de las regulaciones en la región.

En el debate internacional y en los documentos del FMI ha crecido en importancia la aplicación de provisiones anticíclicas, es decir reservas variables adicionales, con el objeto de contrarrestar el ciclo económico. El caso español es el más citado, pero en América Latina ya existen dos metodologías de este tipo, en Chile y Perú¹¹. El esquema peruano es más sofisticado, tanto por las exigencias de previsionamiento como por la definición de las condiciones macroeconómicas que activan o desactivan el componente variable de las reservas.

IV.3. Riesgo de Liquidez

Durante la crisis internacional, en los sistemas financieros de América Latina, los mecanismos de provisión de liquidez funcionaron, en general, de buen modo. La reducción de encajes y la asistencia del Banco Central fueron los instrumentos más utilizados. Como se hizo en los países desarrollados, los bancos centrales flexibilizaron las herramientas de provisión de liquidez, tanto en montos, como en plazos y garantías. Es posible que en base a la experiencia de la crisis, algunos mecanismos extraordinarios queden formalizados, asignando la responsabilidad de su puesta en marcha a la dirección de la autoridad monetaria.

11. Ver Bleger, 2010

La exigencia de planes estratégicos de liquidez es otra de las herramientas que pueden extenderse hacia otros países, siguiendo a Chile y Colombia, que ya los están aplicando.

Los nuevos ratios de liquidez que incorpora Basilea III pueden ser de utilidad en America Latina. Si bien la mayoría de los bancos centrales cuenta con regulaciones de liquidez y de cobertura de los pasivos, un ratio similar al *Net Stable Funding Ratio*, puede contribuir a evitar descalces de plazos entre pasivos de corto plazo y activos de mayor duración.

IV.4. Riesgo cambiario

Naciones Unidas, 2009 destaca la importancia de cubrir los riesgos cambiarios directos e indirectos. En las últimas décadas este riesgo ha tenido particular importancia en las crisis bancarias de los países latinoamericanos. También es cierto que el proceso de desdolarización y de aplicación de normas para cubrir el riesgo cambiario ha sido muy importante (Bleger, 2010). Luego de los serios problemas que atravesó Brasil con instrumentos derivados basados en el tipo de cambio, desde diciembre de 2009, las autoridades exigen a las entidades financieras la obligatoriedad de registro de los derivados contratados en el exterior. También exige el registro de los derivados vinculados a contratos de préstamos externos. Además condicionó la transferencia de fondos desde y hacia el exterior al registro previo de las operaciones de cobertura (*hedge*).

En los principales países de America Latina¹² se aplican normas específicas para cubrir el riesgo cambiario, pero en algunos casos, éstas no son suficientes. Se ha avanzado considerablemente en el monitoreo de los riesgos cambiarios de las entidades, pero en algunos de los países mas dolarizados, como Perú, el control del riesgo de crédito inducido por el riesgo cambiario, es decir el calce de monedas del tomador de crédito todavía no es, como debería, objeto de regulación.

IV.5. Riesgos de mercado

Algunos de los mayores países de America Latina contemplan los riesgos de mercado en las regulaciones sobre capitales mínimos. Chile, incluso, lo adopta de un modo más integral obligando a las entidades financieras a diseñar y adoptar una Política de Administración de Riesgos de Mercado.

Es de preveer que nuevos países irán incorporando más intensamente los riesgos de mercado en las regulaciones, particularmente en aquellos en los cuales los mercados de capitales van adquiriendo mayor significación.

12. La dolarización es importante en Perú (55,1% de los depósitos) y en menor medida en Chile (13,4% de los depósitos).

No debería descartarse una mayor restricción para la operatoria en los mercados de valores con recursos propios de las entidades.

En cuanto a los derivados, es muy probable que, tal como se está implementando en los países desarrollados, se alentará la negociación de derivados a través de mercados con una contraparte segura y centralizada.

También es muy probable que se establezcan requisitos más estrictos sobre los *Credit Default Swap*, como en los países desarrollados, implementando registros, clearing centralizado y cuando resulte necesario, según el riesgo afrontado, requerimientos de margen y de capital.

IV.6. El ámbito de la regulación

La crisis financiera internacional ha demostrado que todas las entidades financieras, instrumentos y mercados deben estar bajo una regulación financiera eficiente, de modo de evitar perjuicios a los ahorristas e impedir el contagio a otros segmentos del mercado regulado y no regulado. En los países de América Latina, la elevada participación de los bancos comerciales determina la menor importancia de otros segmentos de la actividad financiera.

Sin embargo, la tendencia al crecimiento del volumen, la complejidad y la interconexión creciente entre los mercados de acciones, bonos y derivados obliga a reforzar las normas regulatorias y el control sobre estos segmentos del mercado. En varios países de América Latina, se otorga al Banco Central la facultad de regular y controlar a entidades y mercados no bancarios, en la medida en que tengan una operatoria relevante. En algunos de los países, la operatoria no bancaria ya ha adquirido una dimensión considerable y, en ocasiones, ha provocado pérdidas considerables a los ahorristas (Rennhack, 2009).

IV.7. Conglomerados financieros

En varios de los países de América Latina los conglomerados financieros han ganado participación en la operatoria y sus estructuras se han vuelto más complejas. En el debate regulatorio mundial el tratamiento de los conglomerados financieros, especialmente los que tienen una participación multinacional, han ganado importancia por sus eventuales efectos sobre la estabilidad financiera.

En algunos países de América Latina existe la dificultad de que los distintos componentes del conglomerado son supervisados por diferentes reguladores, aunque otros países han avanzado en la supervisión consolidada. Se trata de un aspecto que debe ser reforzado, incluyendo mayor apertura de la información (de modo de que se tenga un mejor conocimiento de los riesgos involucrados, incluyendo los de reputación y contagio) la coordinación entre los reguladores de los distintos sectores y, como se ha dispuesto en los EEUU, contar con un plan de resolución ante una eventual crisis.

IV.8. Banca Extranjera

Dada la elevada participación de la banca extranjera¹³ en los países latinoamericanos, su regulación es vital para la estabilidad financiera de la región. Existe un debate acerca de si la regulación y el control de los bancos extranjeros deben quedar a cargo del país donde se encuentra la casa central o si le corresponde a los reguladores locales. En el primer caso, la figura legal sería la subsidiaria y en el segundo la sucursal.

Las propuestas de modificaciones en la arquitectura regulatoria legal defienden una supervisión consolidada transfronteriza (cross-border) más intensa, especialmente en el caso de los bancos globales de importancia sistémica, para limitar las oportunidades de arbitraje regulatorio y los riesgos de contagio. También se ha sugerido la creación de Comités formados por todos los reguladores de los países en que opera el banco global, con el objetivo de compartir información, armonizar las normas y asignar claramente responsabilidades de las agencias regulatorias involucradas (Rennhack, 2009). Ya en la actualidad, Chile y México mantienen contactos con los supervisores de las casas matrices de bancos internacionales.

El Informe de Naciones Unidas de 2009 se pronuncia categóricamente sobre la conveniencia de que la regulación y el control queden a cargo de la autoridad financiera local, ya que son las autoridades locales las que cuentan con las herramientas y terminan aportando los recursos necesarios para llevar adelante procesos de devolución de depósitos, reestructuración o quiebras.

En consecuencia, los bancos extranjeros deberían estar integrados al mecanismo de prestamista de última instancia y de seguro de depósitos en las mismas condiciones que el resto de los bancos. Las legislaciones locales pueden, además, requerir garantías por parte de las sedes de los bancos centrales a sus subsidiarias, como requisito para concederle la licencia para actuar en los mercados locales.

IV.9. Seguro de depósitos

La crisis volvió a evidenciar la importancia de los seguros de depósitos para proteger al pequeño ahorrista y evitar corridas bancarias. Gradualmente, a lo largo de la crisis, en los países desarrollados el seguro se extendió a la totalidad de los depósitos e incluso a otros pasivos (como los fondos de *money market* en EEUU). La revalorización en el mundo de la figura del seguro de depósitos probablemente conduzca en América Latina a incrementar el monto mínimo que protege a los pequeños ahorristas y/o a ampliar el menú de pasivos garantizados.

13. En varios países la participación de la banca extranjera supera el 40% de los depósitos (Rennack, R 2009)

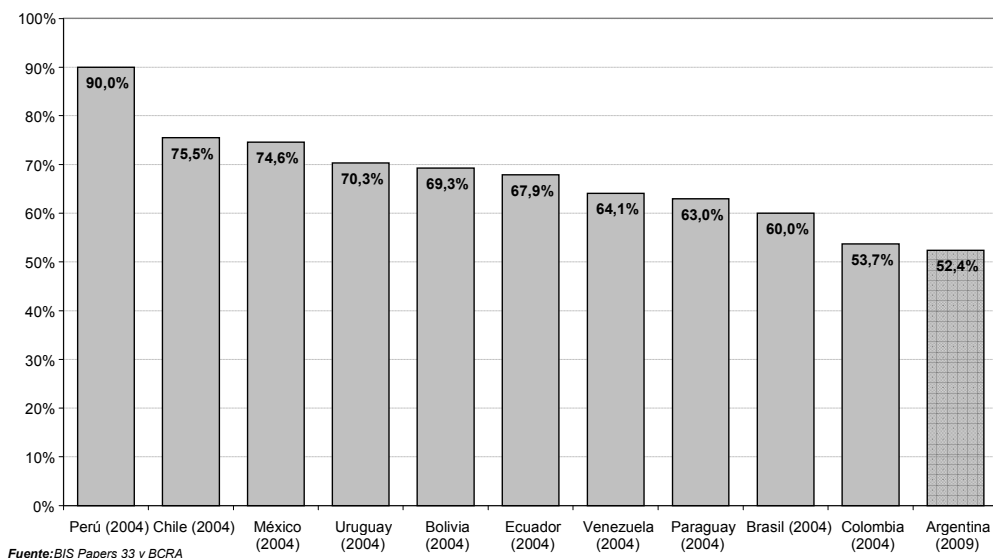
IV.10. Prestamista de última instancia

Durante la crisis de 2007/8 los bancos centrales de los países desarrollados actuaron enérgicamente proveyendo liquidez a través de variados mecanismos, incluyendo mecanismos heterodoxos, llegando incluso a financiar directamente obligaciones del sector privado. Algo similar sucedió en América Latina, aunque a una escala menor, no sólo por su tamaño relativo, sino también porque la gravedad de la situación era muy inferior. De todos modos, los bancos centrales latinoamericanos extrajeron experiencias muy valiosas para actuar ante situaciones internacionales de gravedad extrema.

IV.11. Entidades de importancia sistémica

En América Latina la concentración bancaria es muy elevada (Gráfico 1). La media de la participación de las 5 mayores entidades en Argentina, Brasil y México es del 64% y la de los países de Sudamérica del 75%.¹⁴ La liberalización de los mercados financieros, que comenzó en los noventa, y el ingreso de la banca extranjera ampliaron el acceso a los servicios financieros, pero a costa de una mayor concentración en la oferta. Si bien es cierto que la concentración puede, de algún modo, abrir el camino a las economías de escala y de alcance, es necesario establecer un equilibrio entre la concentración y la competencia.

Gráfico 1. Concentración del Sistema Bancario
Activos 5 Principales Bancos / Total Activos Sistema Bancario



Tal como lo menciona el Informe de Naciones Unidas 2009, una elevada concentración se traduce en exageradas ganancias, comisiones y otras prácticas abusivas frente al consumidor y en la configuración de bancos “too big to fail”. La magnitud e influencia

14. Moreno, L., 2007

de estos bancos puede ser crucial en la provisión de fondos públicos ante un eventual *bail-out*.

Si bien hasta el momento no existen, a nivel internacional, propuestas concretas para limitar el nivel de concentración bancaria, es probable que a nivel mundial y en América Latina se adopten medidas tales como: determinar el listado de entidades de importancia sistémica, limitar la participación máxima en el mercado de una entidad o de un número determinado de entidades, establecer una supervisión más estricta sobre estas entidades, así como sobre los conglomerados que integran, y establecer cargas adicionales de capital.

IV.12. Securitización

En los países de la región que cuentan con sistemas financieros más maduros la securitización ha alcanzado cierto desarrollo. En base a la experiencia de la crisis internacional, se ha comprobado que resulta fundamental conocer a fondo las características y el riesgo de los valores subyacentes, combatir los conflictos de intereses entre los emisores y las calificadoras de riesgo y obligar a que los fiduciarios retengan obligatoriamente una porción considerable de la emisión.

IV.13. Información

En algunos países de la región la información pública sobre las entidades financieras es insuficiente y se da a conocer con relativa demora. Estas falencias se agudizan en las operaciones fuera de balance, las transacciones no bancarias con integrantes de un conglomerado y otras actividades insuficientemente monitoreadas. También resulta insuficiente la información sobre vínculos fundamentales para entender el impacto de la economía real (vg. precios de los inmuebles) sobre el sistema financiero (Rennhack, 2009). Se debería avanzar en estos aspectos para que los entes de regulación y los inversores puedan realizar un mejor monitoreo de las entidades.

V. Conclusiones

Durante la crisis internacional 2007/8 ningún país de América Latina afrontó una crisis bancaria. Se trata de un cambio muy significativo si se compara con los episodios críticos del pasado. Las condiciones macroeconómicas fueron sin duda el elemento principal para explicar este cambio de comportamiento, pero la mejora en el marco regulatorio implementada en los últimos años resultó también una contribución de significación.

Actualmente, el debate internacional y los cambios regulatorios se concentran en los temas del capital, la liquidez, la prociclicidad de las normas, el ámbito de la regulación, la securitización, los derivados y las regulaciones vinculadas con las grandes entidades transnacionales.

El debate y la concreción de la reforma financiera internacional en curso brindará elementos sustanciales que podrán ser aplicados en los sistemas financieros de America Latina. En algunos casos, mediante la aplicación de nuevos estándares de aplicación generalizada (normas de Basilea) y, en otros casos, adecuando las nuevas regulaciones y estándares a la realidad y el grado de madurez de los sistemas financieros latinoamericanos.

Capítulo III

Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

I. Introducción

La dramática crisis final del régimen de convertibilidad fue seguida, a partir de 2003, luego de un período turbulento plagado de marchas y contramarchas en materia de políticas macroeconómicas y financieras, por la configuración de un nuevo régimen macroeconómico en la Argentina.

Las regulaciones financieras internas fueron progresivamente redefinidas con el objetivo de hacerlas compatibles con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y con la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario precedente¹⁵.

Pese a la expansión de los agregados monetarios y del crédito observada a partir de 1991, el sistema financiero argentino se mantuvo relativamente pequeño en comparación internacional a lo largo de la década de los noventa, para emerger aún mucho menor de la crisis de 2001. Posteriormente, a partir de 2003, su crecimiento acompañó la recuperación de la economía, pero aún así el país sigue presentando una muy escasa intermediación financiera interna.

Sin embargo, el sistema llegaría en buenas condiciones de solidez al momento de propagación de la crisis financiera global, en 2008. Eso fue resultado de varios factores, incluyendo la existencia de nuevas regulaciones que apuntaron a limitar su vulnerabilidad. Algo paradójicamente, la propia pequeñez del sistema financiero interno y el relativo aislamiento financiero del país en los años 2000, luego de la crisis de la convertibilidad y del *default* parcial de la deuda pública, contribuyeron también a mantenerlo libre de burbujas.

Este trabajo está destinado a examinar y presentar la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002. Procura también indagar en la interacción entre la macroeconomía y las regulaciones financieras internas, apuntando a comprender el papel de éstas últimas en el desempeño macroeconómico y, a la inversa, cómo la macroeconomía indujo transformaciones en el sistema financiero y en el esquema regulatorio.

El capítulo uno presenta sintéticamente la macroeconomía de la etapa iniciada en 2002, a la salida de la crisis. Se describen las principales características del nuevo régimen macroeconómico, con eje en una política de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). Esta fase se extiende entre 2003 y 2006.

Posteriormente, en el capítulo 2, se analiza el período 2007-2010. En 2007 y 2008 se produjo un “desgajamiento” del modelo de TCRCE, esencialmente por la presencia de problemas irresueltos generados en la fase anterior y por importantes errores de política. Merece especial atención el progresivo incremento del ritmo inflacionario y la

15. La evolución macroeconómica y del sistema financiero de la Argentina y el importante proceso de mejoramiento de las regulaciones bancarias experimentado en los años noventa se examinan en Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2010). Ver también Damill, M. y R. Frenkel (2007).

ausencia de respuestas de política adecuadas para enfrentar el problema. Además de esas cuestiones de orden interno, en el capítulo se consideran también los impactos de la crisis internacional sobre la Argentina.

Más adelante, en el capítulo 3, se aborda la evolución de las regulaciones financieras, examinando primeramente los cambios que tuvieron lugar al calor de la crisis de 2001-2002 y luego los que fueron tomando cuerpo como resultado de las acciones subsiguientes, dirigidas a definir un nuevo esquema regulatorio. En este capítulo se analizan también algunos procesos financieros recientes de relevancia, como las masivas salidas de capitales acaecidas a partir de mediados de 2007 y sus consecuencias.

Finalmente, el capítulo 4 del trabajo presenta reflexiones finales.

II. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE)

II.1. Las condiciones macroeconómicas previas

La etapa recesiva final de la convertibilidad se inició a mediados de 1998, tras el impacto de las crisis del sudeste de Asia y de la de Rusia. Tres años después, luego de varios intentos fallidos de reactivar la economía mediante la emisión de “señales” – principalmente fiscales- dirigidas a restablecer la confianza en los mercados financieros, se ingresó en una fase de contracción mucho más severa. En efecto, una masiva huida hacia activos externos en el segundo semestre de 2001 precipitó el colapso del régimen monetario, llevando al *default* parcial de la deuda pública y la devaluación del peso.

La fuerte declinación de las reservas de divisas comprimió rápidamente la liquidez interna. En diciembre de 2001 se produjo una ruptura de la cadena de pagos, luego de implantado el “corralito” (una serie de drásticas restricciones al retiro de efectivo de los bancos por parte del público, concebida como último recurso para detener la corrida contra el peso). El producto y el empleo acompañaron la trayectoria de violenta contracción de las reservas de divisas y de la liquidez. Indicadores sociales como las tasas de desempleo y la incidencia de la pobreza y la indigencia, que habían desmejorado considerablemente a lo largo de la década de los noventa, especialmente a partir del efecto Tequila, sufrieron un brusco deterioro adicional, alimentando las tensiones sociales y la aguda crisis política que puso fin al gobierno de Fernando de la Rúa (Damill, Frenkel y Maurizio, 2003).

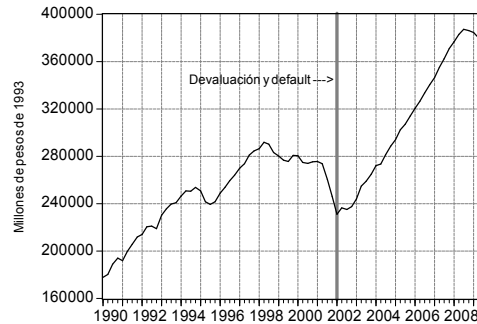
II.2. Cambio de régimen y recuperación económica

La caída vertical del producto y del empleo continuó luego de la devaluación, pero sólo por un muy breve período, como puede constatarse en el gráfico siguiente. Contrariando difundidas opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, los traumáticos episodios políticos y económicos que pusieron fin al régimen

de convertibilidad fueron seguidos por una recuperación veloz, que se inició apenas un trimestre después de esos eventos.

Gráfico 1

Producto interno bruto a precios constantes de 1993 (datos trimestrales desestacionalizados, 1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía.

La ilustración muestra la trayectoria en “V” configurada por la fase de colapso económico de los últimos trimestres de la convertibilidad y el rápido repunte posterior. El detonante de la recuperación fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables, que impulsó la sustitución de bienes importados por otros producidos internamente.

Más allá del cambio de precios relativos, el mérito de la rápida recuperación económica que siguió a la crisis se debe también a un conjunto de políticas que, aún con errores, marchas y contramarchas, apuntaron generalmente a recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos. Cabe mencionar entre ellas: la reimplantación de controles cambiarios (los que por un lado forzaron a los exportadores a liquidar en el mercado local buena parte de las divisas generadas por el comercio internacional, y por otro limitaron las salidas de fondos por cuenta de capital); el establecimiento de impuestos a la exportación (“retenciones”), que capturaron para el fisco una parte del efecto favorable de la devaluación sobre los ingresos de los productores de bienes transables (contribuyendo así grandemente a la recomposición del equilibrio fiscal y atenuando el impacto sobre los precios internos y, por ende, sobre los salarios reales); una política monetaria flexible que permitió, por una parte, asistir a los bancos en la fase de crisis y, luego, alimentar la recomposición de la demanda de dinero, apuntalando la recuperación; una política cambiaria que procuraría, algo más adelante, cuando el mercado de divisas comenzó a presentar un exceso de oferta, evitar la apreciación del peso mediante la intervención del Banco Central (y en algunos períodos también del Tesoro, con recursos fiscales).

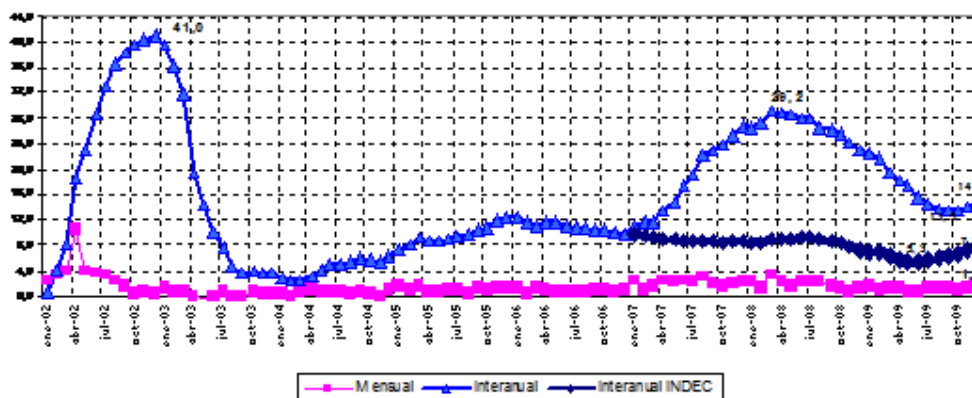
Luego de la devaluación inicial que llevó la paridad a \$1,40 por dólar, el gobierno adoptó un régimen de libre flotación por un breve lapso, siguiendo la orientación por la que bregaba el FMI. Una vez instaurada la flotación, en febrero de 2002, la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a \$4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial

para contener esa burbuja cambiaria: forzando a los exportadores a liquidar divisas internamente y limitando las salidas de fondos, se conseguiría, hacia mediados de 2002, estabilizar el tipo de cambio nominal.

Rápidamente la demanda de pesos comenzó a recomponerse y se pasó a una fase de exceso de oferta de moneda extranjera. La interrupción de la burbuja en el mercado de cambios contribuyó decisivamente a frenar las subas de los precios, según ilustra el gráfico siguiente. En el mismo sentido operaron, por un lado, el congelamiento de las tarifas públicas¹⁶ y, por otro, las elevadísimas tasas de desempleo, que heredadas de los años noventa y acentuadas por la crisis, mantuvieron contenidos a los salarios nominales en el sector privado.

Gráfico 2

Variación mensual e interanual del IPC



Fuente: Indec, y para las cifras posteriores a diciembre de 2006, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

II.3. El nuevo régimen macroeconómico

Desde mediados de 2002 se fue configurando un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina, cuyo diseño contrastaba fuertemente con el que acababa de sucumbir. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real competitivo (alto) y estable (TCRCE), superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, restablecer la salud del sistema bancario luego de la crisis y al mismo tiempo limitar,

16. Muchas de las cuales estaban dolarizadas, ajustándose por la inflación de los EE.UU., según rezaban los contratos establecidos al llevarse a cabo las privatizaciones.

mediante la esterilización, el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas.

Una política crucial para la consolidación de ese esquema fue la reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de *default* desde fines de 2001, concretada en 2005. La operación redujo el flujo de compromisos de intereses en cabeza del sector público así como el monto del capital adeudado y alargó considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado. De esta manera, contribuyó significativamente a viabilizar el pilar fiscal del esquema¹⁷.

Luego de 2003, el gobierno argentino designó como “el modelo” a esta configuración de políticas macroeconómicas. “El modelo” tenía al tipo de cambio real competitivo como su rasgo más definitorio. Este pilar del esquema constituía su componente más activo, porque del tipo de cambio competitivo provenían principalmente los impulsos al crecimiento de la producción y el empleo¹⁸.

Los efectos de ese esquema macroeconómico sobre el crecimiento y la inversión fueron extraordinariamente exitosos a lo largo de varios años. Se alcanzaron tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual y la tasa de inversión se elevó rápidamente desde 11,3% del PIB en 2002 a 21,6% en 2006¹⁹.

La discusión teórica y la observación de otras experiencias sugieren que la instrumentación de un TCRCE tiene otras virtudes, además del efecto favorable sobre el crecimiento y la ocupación, que también fueron observadas en Argentina en el período 2003-06. Estas se relacionan, por ejemplo, con la robustez del sector externo (los resultados de las cuentas corriente y de capital y financiera del balance de pagos, y la acumulación de reservas) y con la prevención de crisis.

Pero los efectos del TCRCE no son todos virtuosos. Un importante aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria²⁰.

Efectivamente, luego de los mínimos para la etapa alcanzados en 2003, la inflación tendió a incrementarse. Hemos argumentado en los textos que acaban de citarse que la inflación se aceleró porque la presión sobre la demanda agregada resultante de la preservación de un tipo de cambio competitivo no fue contenida y regulada por otras

17. Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

18. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución de los ingresos hasta finales de 2006 se encuentra en Damill, Frenkel y Maurizio (2007). El análisis de los canales de transmisión del tipo de cambio competitivo se examina en Frenkel (2004a), (2004b), (2006), (2008), Frenkel and Taylor (2007), Frenkel and Ros (2006), Frenkel and Rapetti (2008). Una descripción del modelo de TCRCE se presenta también en Damill y Frenkel (2010).

19. Cabe mencionar que también jugaron a favor del crecimiento local a la salida de la crisis de la convertibilidad los aumentos en los precios de exportación y el alto ritmo de expansión de la economía mundial. Algunos analistas atribuyen a ese “viento de cola” toda la explicación del repunte, pero esa opinión no encuentra sustento en los datos, que muestran que los factores internos fueron claramente predominantes, especialmente en la determinación del punto de inflexión, es decir, en la reversión de la tendencia declinante del PIB a partir de 2002. Al respecto, ver Frenkel y Rapetti (2006), Damill, Frenkel y Maurizio (2007) y Damill y Frenkel (2010).

20. Véanse por ejemplo Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

políticas económicas. Por el contrario, cuando hubiera sido necesario utilizar la política fiscal como freno, esta política adoptó un sesgo expansivo, adicionando un impulso fiscal positivo al rápido crecimiento de la demanda agregada que venía impulsando el gasto privado²¹.

III. Problemas irresueltos a comienzos de 2007, errores de política macroeconómica y “desgajamiento” del modelo

III.1. La aceleración de la inflación y las estadísticas oficiales

En efecto, cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaron a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno. Entre esos signos de deterioro sobresalía un aumento significativo del ritmo inflacionario.

La rápida expansión económica que tuvo lugar desde 2003 se dio en un contexto inicial de inflación relativamente baja. El impacto inflacionario de la devaluación de comienzos de 2002 fue bastante limitado, y luego de una suba inicial importante, los ritmos de variación de precios se atenuaron para alcanzar un mínimo de 3,7% anual en 2003. La estabilización de las tasas inflacionarias se logró luego de que, hacia mediados de 2002, el gobierno consiguiera estabilizar la tasa cambiaria. Una vez estabilizado el mercado cambiario, las expectativas de mayor depreciación cedieron. Sin embargo, a partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

Debe tenerse en cuenta que esta aceleración se producía pese a que el gobierno mantuvo prácticamente fijos diversos precios que pesan significativamente en la canasta del IPC, tales como los de combustibles, transporte y energía. En 2006 se consiguió detener la aceleración mediante algunas acciones puntuales, que afectaron a mercados específicos, principalmente los de lácteos y carne. Fue especialmente efectiva para reducir el ritmo de aumento del índice la intervención en el mercado de la carne, cuyo precio tiene una fuerte ponderación. A fin de 2006 la tasa anual del IPC se había reducido a 10%, pero los precios de bienes no regulados ni sujetos a acuerdo estaban aumentando a un ritmo anual de 13%.

21. Nuestra forma de ver la cuestión supone que la aceleración de la inflación experimentada desde 2004 podría haberse evitado sin resignar el objetivo de preservación del tipo de cambio competitivo. La cuestión, muy importante para la formulación de políticas, se discute en Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

Cuadro 1

Tasas de variación anuales del IPC

| Año | Variación (%) |
|------|---------------|
| 2002 | 41.0 |
| 2003 | 3.7 |
| 2004 | 6.1 |
| 2005 | 12.3 |
| 2006 | 9.8 |
| 2007 | 26.6 |
| 2008 | 23.0 |
| 2009 | 14.8 |

Fuente: hasta 2006, INDEC. Para 2007, 2008 y 2009, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Hasta fines de 2006 el objetivo de las autoridades era mantener la tasa de inflación en un dígito. El principal instrumento para esto, además del congelamiento de las tarifas y precios de servicios públicos, era una política de controles, bajo la forma de acuerdos sectoriales. Pero la persistencia de la presión inflacionaria hacía crecientemente inefectivo ese instrumento. A la presión de demanda del gasto privado y algún impacto interno de los aumentos de los precios internacionales (no neutralizados completamente por la regulación de los precios de combustibles y energía y los acuerdos sectoriales) se sumaba el sesgo expansivo que había adoptado la política fiscal en 2005, que se acentuaría en 2007.

La persistencia de las presiones inflacionarias no llevó a las autoridades a encarar un programa integral de estabilización. Un programa de esa naturaleza, capacitado para contener la inflación en un dígito, habría requerido tomar control del ritmo de aumento de la demanda agregada mediante un replanteo del esquema macroeconómico.

En un contexto de debilidad de los efectos de la política monetaria – característico del funcionamiento de la economía en todo el período-²² un programa antiinflacionario integral debía basarse principalmente en un cambio de orientación de la política fiscal. La política fiscal debía pasar a ejercer un impulso contractivo en lugar del de carácter

22. La debilidad de los efectos de la política monetaria es consecuencia del bajo grado de monetización e intermediación financiera de la economía. En este contexto es razonable conjeturar una baja elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés y, dado el reducido *ratio* crédito/producto, también deben ser débiles los efectos del canal de crédito.

expansivo que venía presentando. Dicho en forma más simple: el gasto público, que venía incrementándose a mayor velocidad que los ingresos, debía crecer a un ritmo menor que estos. Ese importante cambio de orientación, junto con una reformulación consistente de la política monetaria y otras medidas complementarias, como la reformulación de la política de ingresos, debían plantearse al público como la adopción de una política antiinflacionaria integral, con un objetivo explícito de inflación de un dígito, para señalar la inflación futura e influir en las expectativas privadas.

Sin embargo, frente a la aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad. Influyó probablemente en estas decisiones que 2007 era el año de elecciones presidenciales. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito, pero para las cifras de inflación publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar de controlar la inflación. El gráfico 2, incluido más arriba, ilustra la aceleración inflacionaria. Desde los inicios de 2007 comenzaron a difundirse datos oficiales de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por los institutos de estadística provinciales que mantuvieron su autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación. Más adelante, en el segundo trimestre de 2008, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a los estimadores de actividad, de actividad industrial, y a las Cuentas Nacionales. Los problemas con relación a estas estadísticas parecen haberse agravado a partir del cuarto trimestre de 2008. El contraste con la información recogida por otras fuentes sugiere la existencia de una sistemática sobreestimación del producto y los niveles de actividad desde entonces.

III.2. El aislamiento financiero internacional y la fuga de capitales

Además del daño generado por el oscurecimiento estadístico de la economía, la manipulación de las estadísticas de precios tuvo otros efectos. Las cifras de inflación medidas por el IPC son la fuente de cálculo del coeficiente CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas, en especial de parte de las obligaciones en pesos emitidas por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En la medida en que el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas son inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

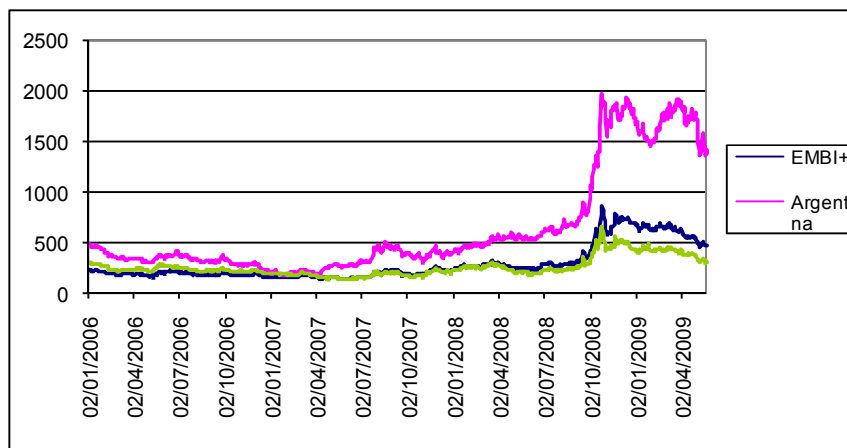
Esa es seguramente la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007, según refleja muy nítidamente la evolución de los precios de los bonos públicos argentinos. La liquidación de bonos argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando se verificó que la práctica de

subestimación de las tasas de inflación se había constituido en una conducta sistemática y permanente. La subestimación de la inflación por el IPC y su reflejo en el CER afecta el ajuste de capital de los bonos en pesos y consecuentemente su valuación, pero no afecta técnicamente la valuación de los bonos denominados en moneda internacional. Sin embargo, la liquidación involucró a todos los títulos, en moneda nacional e internacional.

La evolución de los precios de los bonos en moneda internacional se refleja en forma inversa en la serie de “riesgo país”; cuando el precio de los bonos cae, aumenta el riesgo país y viceversa. Como puede verse en el Gráfico 3, el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se había igualado, prácticamente, a la media de los países de mercado emergente y por momentos resultó inferior al de Brasil. En ese período las primas de riesgo de los países de mercado emergente tocaban un mínimo histórico. A partir de abril de 2007 el *spread* afrontado por la deuda argentina se despega del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes. La intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en moneda internacional.

Puede verse en el gráfico que los precios de los bonos continuaron cayendo en adelante, en términos absolutos y también con relación a los precios del resto de las economías de mercado emergente. Esto hizo inviable la colocación de títulos y determinó una situación de aislamiento con relación al mercado internacional de capitales. Este hecho resulta muy llamativo, porque constituye un cambio de la situación de la economía frente al mercado que no parece tener otra explicación que la sugerida arriba. Debe recordarse que poco antes de ese cambio, en 2006, se discutían en Argentina las mejores maneras de manejarse frente a los ingresos de capitales y el gobierno instrumentaba medidas para frenarlos.

Gráfico 3
 Primas de riesgo país de mercados emergentes
 EMBI+, Argentina y Brasil (en puntos básicos)



Fuente: Ministerio de Economía.

Otro efecto asociado con la extensión de la desconfianza en los mercados financieros ha sido la fuga de capitales. La cuenta “Formación de activos externos del sector privado no financiero” del balance cambiario del Banco Central comenzó a arrojar resultados negativos importantes desde el tercer trimestre de 2007, acumulando una salida de 8.900 millones de dólares en la segunda mitad de ese año. De allí en adelante, un importante flujo de fuga de capitales se constituyó en característica prácticamente permanente del balance de pagos argentino.

El inicio de la fuga de capitales coincide temporalmente con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos, en agosto de 2007. La emergencia de la crisis probablemente influyó, pero para ensayar alguna ponderación a los factores que indujeron la fuga debe tomarse en cuenta que uno de los efectos iniciales más significativos derivados de la crisis *sub-prime* no fue negativo: por el contrario, ese efecto tomó la forma de un fuerte aumento de los precios de las *commodities*, como fue explicado arriba. Precios como el de la soja, el principal producto de exportación del país, subieron en la segunda mitad de 2007, mejorando significativamente el ya superavitario balance en cuenta corriente.

De manera contradictoria, ese impacto positivo acabó convirtiéndose en el origen de la primera y muy importante derrota política del gobierno de la presidenta Cristina Fernández. En efecto, la reacción gubernamental ante esa suba de precios fue la de incrementar los impuestos de exportación al sector agropecuario, con el fin de obtener recursos fiscales adicionales capturando ese excedente. Esto dio lugar a un fuerte enfrentamiento con ese sector, el que concitó mucha adhesión en otros sectores sociales. El conflicto, con epicentro en el segundo trimestre de 2008, desembocaría en una votación en el Congreso en la que la posición oficial fue finalmente derrotada. El clima de enfrentamiento y tensión social y política generado en este período de disputa deterioró las expectativas sobre el curso futuro de la economía; se acentuaron las salidas de capitales que habían comenzado a mediados de 2007. Esto ocurría meses antes del agravamiento de las turbulencias financieras externas que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers. Las salidas de fondos se incrementarían nuevamente en octubre de 2008, después del anuncio de la nacionalización de las administradoras privadas de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJPs).

El peso que otorgamos a la aceleración de la inflación sin respuesta de política y a la manipulación de las estadísticas del INDEC en la generación del aislamiento financiero y la fuga de capitales obedece a que no se percibían en las variables fundamentales de la economía otros elementos que pudieran explicar esos cambios de comportamiento. A fines de 2007 la economía mantenía su rápido sendero expansivo, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y, pese al giro expansivo de la política fiscal, aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas.

III.3. El sesgo expansivo de la política fiscal

Las cuentas fiscales jugaron un papel contractivo al comienzo de la fase de crecimiento rápido. En efecto, entre 2001 y 2004 se produjo un fuerte ajuste del

resultado primario y financiero del sector público, que se debió sólo en parte a la reducción de la carga de intereses sobre la deuda originada en el *default*²³. La introducción de impuestos a la exportación, que captaron parte del efecto redistributivo de la devaluación, y luego el efecto de la rápida expansión económica sobre la recaudación tributaria tuvieron también papeles relevantes.

El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005 y se acentuó posteriormente, en 2007, lo que puede atribuirse en parte a que ese fue un año electoral, en el que el gobierno pretendía y lograría imponer su propia sucesión. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anti cíclico, entre 2004 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario²⁴. La importancia de este cambio merece ser resaltada. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa anual algo mayor al 9% y venía manteniendo un ritmo de expansión similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía acelerándose sistemáticamente y alcanzaría un 12,3% a fin de ese año (véase el cuadro 1, más arriba). Con evidentes presiones inflacionarias operando, pocas dudas caben acerca de que se requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Por la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria ya mencionada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando un impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado.

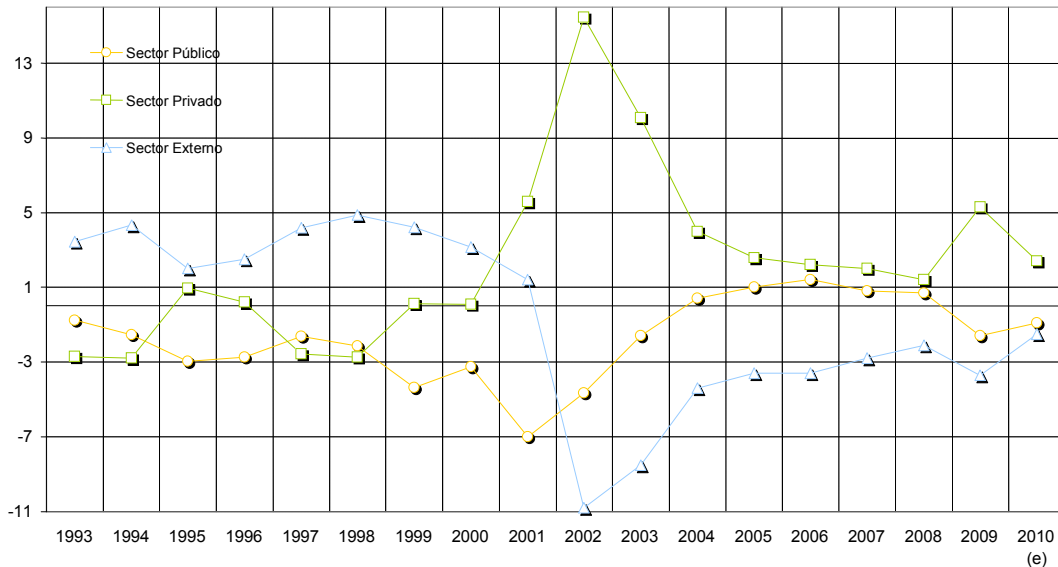
En el Gráfico 4 se presentan los superávits del sector privado, del sector público y del resto del mundo. Característicos de los años noventa fueron un permanente superávit del resto del mundo en relación con el país y una situación fiscal crecientemente deficitaria. El superávit privado presentaba un comportamiento contra cíclico, incrementándose en la recesión²⁵. Luego de la crisis de 2001-2002 esa configuración se modificó drásticamente. Por una parte, la cuenta corriente del balance de pagos se hizo superavitaria, lo que en el gráfico se refleja en un déficit del resto del mundo para todo el período posterior a 2001. Como contrapartida, el sector público pasó a ubicarse en zona de superávit, y lo mismo sucedió con el sector privado. La existencia de superávits gemelos, fiscal y en la cuenta corriente del balance de pagos, indica que el endeudamiento neto (del país y del sector público, respectivamente) ha tendido a reducirse.

23. El sector público consolidado pasó de un déficit financiero equivalente a 7 puntos del PIB en 2001, a un superávit de 3,5% del producto en 2004, en un drástico ajuste equivalente a 10,5 puntos del PIB, según surge de las cifras del Ministerio de Economía.

24. El resultado primario del sector público consolidado alcanzó a 5,2 puntos del PIB en 2004, para declinar posteriormente. En 2007 fue de 3,3% del PIB, pero en ese último año se sumaron ingresos por casi 7800 millones de pesos originados en traspasos forzosos de aportantes del sistema previsional privado al público. Sin esos ingresos adicionales, el superávit primario habría rondado 2,3% del PIB en 2007, es decir 2,9 puntos por debajo del máximo de 2004, según surge de las cifras publicadas por el Ministerio de Economía.

25. El superávit del resto del mundo es el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo. La sumatoria de los superávits sectoriales es necesariamente nula.

Gráfico 4
Evolución de los superávits sectoriales
(en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Cuentas Nacionales (Indec), del Ministerio de Economía, y estimaciones propias.

Es notable el hecho de que, pese a la rápida expansión en todo el período post crisis, el superávit en cuenta corriente se haya mantenido. También lo es que el superávit en cuenta corriente se haya conservado incluso en 2009 y 2010, a pesar del cambio desfavorable en los mercados internacionales de bienes causado por la crisis global. En el plano fiscal, entre tanto, se ha venido registrando una tendencia al deterioro del resultado financiero, por lo que se ingresó en zona de déficit en 2009.

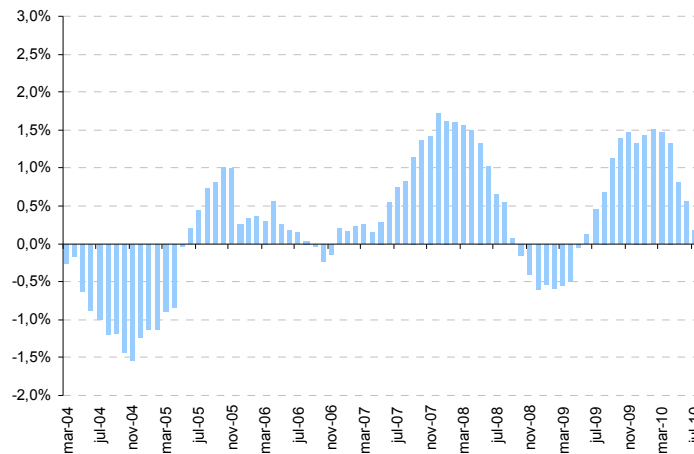
Si se atiende al impacto agregado de la política fiscal sobre la demanda agregada, los principales puntos de inflexión observados en el período posterior a la crisis de 2002 se dieron en 2005, en 2008 y en 2009. En esos momentos se observaron cambios de orientación. El primer punto de inflexión se verificó poco tiempo después de la operación de reestructuración de la deuda pública concretada en febrero de 2005 bajo la administración de Néstor Kirchner. El sector público había jugado un papel contractivo desde la crisis hasta ese momento, como ya se señaló, pero pasaría enseguida a alimentar el crecimiento de la demanda agregada, en el período 2005-2008. A fines de 2008, las variables fiscales volverían a tener un impacto negativo sobre el gasto total, por un breve período, para retomar la senda expansiva en 2009.

Esos cambios de orientación pueden constatararse en el gráfico 5. Se representa allí el “impulso fiscal” sobre la demanda agregada. Las barras graficadas cuantifican la contribución adicional del sector público a la demanda. El gráfico tiene periodicidad mensual pero las cifras reflejan la variación de la presión fiscal sobre el gasto agregado producida en el período *anual* que concluye en cada mes.

Una aproximación gruesa a esa contribución a la demanda resulta de observar la evolución del resultado fiscal primario. Más arriba indicamos que esas variaciones fueron negativas entre 2004 y 2007 (es decir, el resultado primario se redujo, como indicador de una contribución fiscal positiva al gasto total), y resultaron del orden de 1 punto del PIB al año, en promedio, aproximadamente.

Una medida más sofisticada del impulso fiscal como la presentada en el gráfico 5 arroja resultados de un orden de magnitud semejante a éste.

Gráfico 5
Impulso fiscal como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y el Banco Central.

La medida de impulso fiscal allí ilustrada refleja las variaciones de gastos primarios y recaudación, pero corregidas de modo de dejar de lado los cambios que son de naturaleza endógena (como los aumentos de la recaudación asociados al incremento del producto entre los distintos momentos considerados), o bien aquellos que, siendo exógenos, tampoco reflejan variaciones discrecionales de la política fiscal (por ejemplo, una suba de los precios de bienes exportables por encima de sus valores de tendencia genera ingresos fiscales adicionales, pero este aumento de la recaudación no constituye señal de una política contractiva y debe dejarse de lado en el cálculo del “impulso fiscal”).

En setiembre de 2008 la crisis global comenzó a repercutir de modo más violento sobre las economías emergentes. En los últimos meses de ese año se produjo una caída sustancial de los precios de *commodities* que la Argentina exporta, lo que necesariamente impactó sobre la recaudación de tributos sobre el comercio exterior. Además, comenzó a declinar el nivel de actividad, como consecuencia de la contracción de las exportaciones y también de la inversión, en este caso tanto por el cambio desfavorable del contexto externo cuanto por la mayor incertidumbre, abonada por las malas noticias del exterior y por los problemas internos ya examinados. A partir de ese momento, el cambio de contexto forzó cierto giro contractivo de la política fiscal. Sin embargo, a poco de entrada el año 2009 el gasto

público recuperó una marcha ascendente a ritmo superior a los ingresos, por lo que el sesgo expansivo de la política fiscal se restableció.

III.4. La crisis financiera internacional y la economía argentina

A partir de 2007, los procesos internos que se han descrito se combinaron con los derivados de la crisis global. Los impactos financieros y comerciales de la crisis alcanzaron a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos estuvieron en función, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional, financiera y comercial, de la economía. Los efectos también estuvieron condicionados por las respuestas de las políticas económicas nacionales, dadas las diferentes capacidades de atenuar o compensar los efectos desestabilizantes y recesivos de los shocks y las nuevas condiciones.

Con relación a esos efectos diferenciales, una primera distinción gruesa entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía a los ingresos de capital. Esta dependencia es indicada por la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y gobiernos. Estos datos dan cuenta de la sensibilidad de la economía a los shocks externos, así como de los grados de libertad de las políticas económicas para llevar adelante acciones compensatorias. Por ejemplo, este criterio separa a las economías de mercado emergente de Asia y América Latina, de un lado, de las economías del centro de Europa, Turquía y otras de inserción financiera reciente, cuya dependencia de los ingresos de capital se asemeja a la que tenía América Latina en los años noventa²⁶.

El criterio de dependencia de los ingresos de capital, especificado por la situación de la cuenta corriente, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y el gobierno, ubicaban a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Efectivamente, las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de reservas y un significativo superávit de cuenta corriente, como ya se indicó. Señalamos también que, por otro lado, el sector público mantenía una posición de superávit financiero. Además, Argentina concentra sus exportaciones en *commodities* agrícolas cuyos precios cayeron relativamente menos y mantuvieron mejores perspectivas que el resto de las *commodities*.

Sin embargo, el país mostraba dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero. El primer rasgo era un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurecía en gran

26. Ocampo (2009).

medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. Todos los países en desarrollo sufrieron una restricción del financiamiento internacional disponible y el aumento de su precio, pero en otros países de la región se recuperaron flujos privados que permitieron financiar al menos cierta proporción de los vencimientos de deuda de los sectores público y privado²⁷. Por ejemplo, a principios de 2009, Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú obtuvieron financiamiento internacional privado a tasas de interés que incluían aún *spreads* altos en comparación con la situación previa a la quiebra de Lehman Brothers, pero que resultaban manejables gracias al bajo nivel de la tasa de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. En cambio, el aislamiento financiero de Argentina ha venido obligando a cubrir la totalidad de los vencimientos en divisas con tres fuentes disponibles, únicamente: el flujo neto del resultado en cuenta corriente del balance de pagos, las fuentes multilaterales y la reducción de reservas²⁸.

El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales. En el contexto que se inaugura con el *shock* financiero internacional de setiembre-octubre de 2008, todos los países estaban expuestos a experimentar salidas de capital, en la medida en que continuaba el proceso de desapalancamiento y fuga a la calidad. Pero en el caso argentino la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, intensificado en el segundo trimestre de 2008²⁹, en octubre de 2008 y en la primera mitad de 2009, como puede constatarse en el gráfico 17, incluido más adelante³⁰.

Esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía, pero no lo son: los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes e iniciaron una pronunciada caída en abril de 2007, en pleno auge financiero de dichos mercados. El flujo de salida de capitales se hizo importante desde el segundo semestre de 2007, cuando los mercados emergentes apenas habían sido afectados por la fase inicial de la crisis y cuando Argentina estaba recibiendo el importante shock positivo resultante del auge de los precios de las *commodities*. Ambos rasgos, la caída del precio de los bonos y las salidas de capitales, fueron inducidos por circunstancias locales, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

27. Ver FMI (2009).

28. El gobierno argentino ha venido realizando algunas acciones para revertir esta situación de aislamiento, con eje en el intento de completar la salida del *default* mediante una nueva operación de canje dirigida a resolver el problema de los *holdouts*, remanentes del canje realizado en 2005. La nueva operación de canje se completó en 2010. Entre tanto, la situación de incumplimiento con gobiernos nucleados en el club de París permanece.

29. En conexión con el conflicto del gobierno con el sector agropecuario en torno a los impuestos a la exportación.

30. Las salidas de fondos se intensificaron nuevamente desde fines de 2009 y en los primeros meses de 2010, como resultado de las medidas del gobierno dirigidas a crear, con reservas de divisas del Banco Central, un fondo para el pago de vencimientos de deuda pública a lo largo de 2010, y del conflicto político que esta decisión generó, según se comenta más adelante.

III.5. Efectos de la crisis sub-prime sobre las cuentas públicas

A partir de setiembre de 2008 la recaudación tributaria sufrió los impactos del cambio del marco internacional y del freno al nivel de actividad interna. El primer factor fue el más importante. La recaudación de impuestos al comercio exterior cayó abruptamente a fines de 2008 y comienzos de 2009. Eso se debió, por un lado, a la declinación de los precios de exportación de bienes como la soja y otros, que afectó los ingresos por retenciones. Más tarde pesó también la declinación de las cantidades exportadas de productos agropecuarios afectados por una grave sequía que dañó la producción de la campaña 2008-2009. La abrupta declinación de las importaciones tuvo también impacto en los ingresos fiscales. Otros impuestos, como el IVA-DGI y ganancias, que se vinculan con el nivel de actividad, fueron alcanzados por el efecto de la recesión.

Como ya se indicó, luego de los primeros meses de 2009, el gasto público agregado retomó un ritmo de crecimiento muy superior al de la recaudación, con el consiguiente deterioro del resultado primario. Este deterioro se reflejó en los mercados financieros, al tomar cuerpo expectativas de posibles dificultades para el servicio de la deuda pública, las que sin embargo fueron disipándose en los últimos meses de ese año y a comienzos de 2010.

Frente al deterioro fiscal, el gobierno tomó a comienzos de 2009 diversas medidas como el incremento de algunas tarifas públicas para contener la evolución de los subsidios. Aunque la acción de mayor envergadura destinada a fortalecer las finanzas del sector público fue la operación extraordinaria de estatización del sistema privado de jubilaciones y pensiones. Con ella, el gobierno obtuvo recursos excepcionales que le permitieron hacer frente en mejores condiciones a las derivaciones negativas de la crisis global. Si bien es cierto que la operación de estatización de los fondos del sistema previsional privado basado en las AFJPs, decidida a fines de 2008, tuvo un efecto muy negativo sobre las expectativas privadas y sobre la credibilidad gubernamental, también lo es que cambió decisivamente el panorama financiero fiscal. Por un lado, permitió al sector público contar con un flujo adicional anual de ingresos anuales muy significativo. Además, le permitió utilizar, para financiarse, activos que la ANSES mantenía contra otros agentes, como plazos fijos en bancos y activos externos.

Otra consecuencia muy relevante de la operación de estatización de los fondos previsionales privados es que la misma permitió al sector estatal hacerse de un significativo volumen de títulos de la deuda pública que estaban en poder de las AFJPs, el que fue internalizado por esta vía, reduciendo el tamaño de los compromisos netos con otros acreedores. Hacia mediados de 2009, aproximadamente un 30% de la deuda pública pasó a estar en manos de organismos estatales, de la ANSES en primer lugar, y del BCRA en segundo término.

En materia de servicios de la deuda, esta operación en la esfera previsional fue complementada con otras destinadas también a reducir el tamaño de los compromisos de próximo vencimiento. Por un lado, se concretaron operaciones de refinanciación, en especial de los llamados “préstamos garantizados”, que redujeron el flujo de vencimientos próximos. Por otro lado, se realizaron recompras de deuda (por parte de la ANSES, pero también del Banco Central y del Banco Nación), aprovechando las cotizaciones “de *default*” que venían presentando los títulos públicos. De este modo, el

perfil de la deuda pública fue cambiando de manera significativa y favorable. Así, como ya se señaló, un porcentaje elevado de los vencimientos de intereses y capital a partir de 2009 pasó a corresponder a pagos dentro del propio sector público, lo que facilita la realización de operaciones de refinanciamiento mediante la colocación de nueva deuda a esos organismos.

De todos modos, ha persistido el problema de hacer frente a los compromisos remanentes en un contexto en el que el sector público argentino no ha contado con acceso al financiamiento de fuentes privadas, en particular al de fuentes externas. Esto ha obligado a hacer frente a los vencimientos con superávit fiscal o, tratándose de vencimientos de deudas en dólares, a recurrir a la disponibilidad de crédito del Banco Central al sector público, lo que implica la utilización de reservas de divisas de la autoridad monetaria para efectuar esos pagos.

Pese a estos recursos extraordinarios, la continuación en 2009 de una tendencia del gasto público a crecer largamente por encima de los recursos corrientes, combinada con el aislamiento financiero gubernamental, han puesto una exigencia importante sobre el financiamiento fiscal. A fines de 2009 el gobierno nacional decidió, mediante un decreto “de necesidad y urgencia”, crear un fondo (el Fondo del Bicentenario) de poco más de 6000 millones de dólares, con reservas del Banco Central, con el fin de emplear esos recursos para pagar vencimientos de deuda externa a lo largo de 2010. De este modo, quedaban de hecho “liberados” otros recursos para ser utilizados en distintos fines de gasto.

La medida generó varios conflictos simultáneos. Por un lado, entre el Ejecutivo y el Presidente del Banco Central, que inicialmente pareció mostrar cierta reticencia a conformar ese Fondo y al que, por tal razón, le fue solicitada la renuncia, poniendo en entredicho la cuestión de la autonomía del Banco. El conflicto en torno a la utilización de las reservas y en relación con la conducción del Banco Central involucró naturalmente al Parlamento, y también al Poder Judicial, y al extenderse acentuó la incertidumbre y alentó un nuevo repunte de las fugas de capitales.

En marzo de 2010 la presidenta Cristina Fernández derogó el decreto de creación del Fondo del Bicentenario pero creó otros dos con fines similares, y el gobierno comenzó a utilizarlos para pagos de deuda. Si bien algunas cuestiones permanecieron abiertas en la discusión pública y en el ámbito judicial, la utilización de reservas para el pago del servicio de la deuda externa pública ha continuado, y fue ganando aceptación y desdibujándose como problema en la escena política.

Recurriendo en parte a fuentes no ordinarias de financiamiento fiscal (como la transferencia de utilidades del Banco Central generadas por la revaluación de las reservas de divisas, entre otras), el gobierno ha mantenido la política de gasto vigente (es decir, la que se vino caracterizando por un aumento de las erogaciones a ritmo superior a los ingresos). Asimismo, contribuyó a viabilizar la política expansiva un importante repunte de la recaudación que se debió en parte al buen desempeño del sector agroexportador en 2010 y también al inicio de la recuperación económica, motorizado en alguna medida por la propia política fiscal expansiva y también por el buen desempeño del consumo privado (alentado asimismo por la vigencia de tasas reales de interés negativas).

III.6. La crisis global y la demanda agregada

Como se indicara más arriba, los canales de transmisión de la crisis global sobre la economía nacional fueron básicamente el financiero y el comercial. Nos concentramos ahora en el impacto por la vía comercial.

El principal canal real de transmisión de la crisis global estuvo constituido por la caída de las exportaciones, que durante 2009 se contrajeron un 21%. Este resultado puede descomponerse en una disminución de precios medios de aproximadamente 16% interanual y una reducción del 5% interanual en las cantidades exportadas.

En las cuentas nacionales a precios corrientes, las exportaciones argentinas resultaron equivalentes, en el promedio del año 2008, a 20% de la demanda global, y a alrededor de 24% del PIB. Siendo así, una declinación de casi 21% en esa variable es un *shock* macroeconómico negativo de gran magnitud, equivalente a más de 4 puntos porcentuales de la demanda global y a 5 puntos porcentuales del PIB a precios corrientes, nada menos.

Esa declinación impactó fuertemente en algunos sectores de la producción manufacturera en especial, como la industria de autopartes y del automóvil, y también en el sector agropecuario. En ciertos segmentos de la actividad productiva orientados al mercado internacional se evidenció un impacto inmediato del agravamiento del cuadro externo que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers. Los sectores productores de bienes transables comenzaron a sufrir retrocesos porcentuales considerables en sus ventas, lo que no había sucedido desde la crisis de 2001-2002.

Existen evidencias de que la demanda agregada venía frenando su ritmo expansivo desde el segundo trimestre de 2008, como derivación del conflicto agropecuario³¹. Las tasas de variación de la inversión bruta interna fija tendieron a declinar desde el primer trimestre de 2008 en adelante, para hacerse negativas luego del tercer trimestre de ese año.

A las fuentes internas de mayor incertidumbre se agregó, en el último trimestre de 2008, el serio agravamiento del cuadro internacional. La inversión siguió debilitándose, registrando durante 2009 una caída de alrededor de 11 puntos porcentuales en relación con el año anterior. Como la inversión equivalía, en 2008, a precios corrientes, a poco más de 19% del PIB según la estimación de Cuentas Nacionales del INDEC, esa declinación equivale a su vez más de 2 puntos porcentuales del producto. Eso explica buena parte de la contracción del PIB durante 2009, la que alcanzó una magnitud de entre 4 y 5% según mediciones privadas, interrumpiendo la larga expansión que se había iniciado en 2002.

31. Una de las consecuencias de este conflicto parece haber sido un considerable cambio de la política orientada a mantener un tipo de cambio competitivo y estable, que el gobierno venía siguiendo al menos desde 2003. En efecto, en el segundo trimestre de 2008 se dejó apreciar la paridad nominal en un contexto de inflación alta. Esto hizo que la expectativa de preservación de un tipo de cambio real elevado por un período prolongado, que seguramente fue un aliciente decisivo para las inversiones en capacidad productiva de bienes transables durante la rápida expansión posterior a 2002, se viera dañada, afectando a su vez la pujanza del ritmo inversor.

Un hecho notable del comportamiento de las variables de gasto en los últimos años ha sido la abrupta reducción de las importaciones. Una parte importante de la contracción de la demanda agregada en 2008-2009 resultó de hecho absorbida por menores compras de bienes al resto del mundo, lo que atenuó significativamente el impacto sobre la actividad interna. En efecto, la reducción de las compras provenientes del resto del mundo alcanzó un 32,5% a precios corrientes durante 2009. Esa declinación se debió principalmente a la caída de las cantidades de bienes importadas (22%), mientras que la reducción del precio medio de importación fue menor (13%). Tal es así que la fuerte reducción de las exportaciones fue más que compensada por esta abrupta declinación de las importaciones, y el saldo favorable de la cuenta de comercio, a pesar del *shock* externo negativo, en realidad se incrementó en 2009 hasta alcanzar valores record, levemente superiores a los del año 2002.

En el análisis de los componentes de la demanda agregada puede inferirse entonces que las “exportaciones netas”, es decir, exportaciones menos importaciones, no han actuado contractivamente porque, como se señaló, la reducción de estas últimas tendió a compensar la declinación de las primeras. Como también se indicó arriba, buena parte de la reducción del producto en 2009 se explica por el comportamiento de la inversión, mientras que el consumo declinó levemente.

La contracción del PIB, en especial en las manufacturas, comenzó a revertirse desde mediados del año 2009. A partir de entonces algunos datos de contexto evolucionaron de manera relativamente favorable. Por ejemplo, se evidenció una mejora de la economía mundial, y subieron los precios de la soja y de otras *commodities* que el país exporta. También la economía del Brasil comenzó a presentar indicadores favorables. Por otro lado, mejores precios y un cuadro climático favorable apuntalan una importante reactivación de la actividad agroexportadora. Así, aunque la situación interna continúa presentando fuentes importantes de incertidumbre, la reactivación fue adquiriendo dinamismo, alimentada en parte por la política fiscal expansiva, y el PIB retomó en 2010 un ritmo de expansión comparable al anterior a la crisis global.

III.7. La apreciación del tipo de cambio real

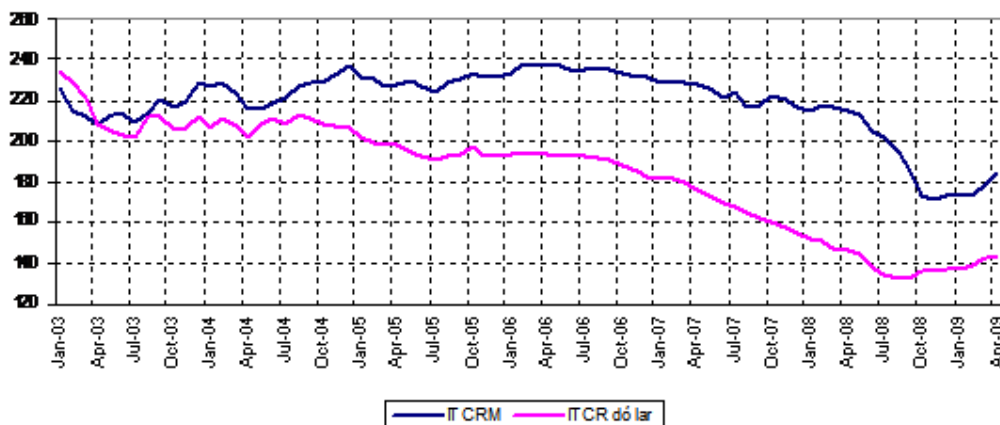
Desde comienzos de 2007 la orientación de la política macroeconómica abandonó en la práctica el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable. La aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente los factores más importantes de ese cambio.

La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el Gráfico 6. Éste presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar). Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del

IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA³².

Gráfico 6

Evolución de índices de tipo de cambio real
(de 2003 a 2009)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

Como puede verse en el gráfico, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. Dado que entre 2003 y 2006 la tendencia del tipo de cambio nominal resultante de la política cambiaria es de 1.6% al año y que la tasa de inflación local superó la de los socios comerciales de Argentina, la estabilidad del ITCRM resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales.

El Banco Central nunca hizo explícito el objetivo de preservación de una tendencia estable del ITCRM. El objetivo explícito del Banco Central con relación a sus intervenciones en el mercado cambiario fue la acumulación de reservas con fines preventivos de crisis y preservación de la estabilidad financiera. Sin embargo, la política de flotación administrada, que determinó una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal resultó en una tendencia estable del tipo de cambio real multilateral, gracias a la apreciación experimentada por los socios comerciales. Por otro lado, esa política cambiaria implicó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

Desde enero de 2007, en coincidencia con el inicio de la subestimación de las tasas de inflación por el INDEC, hasta abril de 2008, el ITCRM muestra una tendencia continua a la apreciación. Por otro lado, la serie de tipo de cambio real multilateral publicada por el Banco Central (que utiliza como deflactor las estimaciones del IPC publicadas por el INDEC) no sólo no refleja una apreciación en ese período sino que muestra una tendencia creciente.

32. En adelante, todas las magnitudes reales, como las correspondientes a la base monetaria real y otros agregados monetarios y financieros, son deflactadas por este mismo índice.

El contraste entre ambas series hace difícil interpretar la orientación de la política cambiaria del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008. En el período 2003–2006 la estabilidad del tipo de cambio real multilateral coincidió con una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal determinado por el Banco Central. Que el Banco Central controló el precio de la moneda internacional y determinó su tendencia se desprende de su prácticamente permanente intervención compradora en esa etapa. Los datos del período 2003–2006 no permiten distinguir si el Banco Central tenía un objetivo implícito de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio nominal o uno de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio real. Tomando esto en cuenta, la orientación del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008 admite distintas interpretaciones.

Una hipótesis es que en el período 2003–2006 el Banco Central no tuvo como objetivo prioritario de la política cambiaria la preservación de la estabilidad del tipo de cambio real multilateral o, si lo tuvo, lo abandonó en 2007 para dar prioridad a la estabilización del tipo de cambio nominal. Los objetivos de estabilidad nominal y real eran coincidentes hasta comienzos de 2007. En cambio, desde principios de 2007, con la aceleración de la inflación, el objetivo de estabilidad del tipo de cambio real multilateral entró en conflicto con la estabilidad del tipo de cambio nominal y la hipótesis es que el Banco Central habría dado prioridad al segundo objetivo.

Otra hipótesis es que el Banco Central mantuvo formalmente el objetivo de preservar la estabilidad del tipo de cambio real multilateral, pero utilizó los datos de inflación publicados por el INDEC para guiar los ajustes inducidos en el tipo de cambio nominal por la política de flotación administrada. Claro está que el Banco Central no puede ignorar que el INDEC subestima la inflación efectiva y que, consecuentemente, la política cambiaria estaba guiando efectivamente una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real multilateral. La tendencia a la apreciación resultó más acentuada en el ITCR dólar, porque la canasta de monedas del tipo de cambio multilateral continuó apreciándose en este período. Por sus resultados, esta hipótesis es semejante a la primera.

Las hipótesis precedentes quizá atribuyen a la conducción de la política cambiaria de ese período una orientación más sistemática que la que en realidad tuvo. Una tercera hipótesis plausible es que la manipulación de las estadísticas de precios del INDEC haya acentuado el desgajamiento de las políticas macroeconómicas. Desde comienzos de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las rápidas consecuencias negativas que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumaron a mediados de 2007 el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable. Más allá de las interpretaciones, el hecho es que el ITCRM se apreció 7% entre diciembre de 2006 y abril de 2008.

Después, desde la segunda semana de mayo de 2008, hubo una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2 106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del

dólar de 3.15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%, como puede verse en el Gráfico 2. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006. Si bien el Banco Central aceleró luego el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, la apreciación precedente sólo se revirtió de manera leve.

El régimen cambiario del país no fue modificado. La existencia de un monto importante de reservas continúa garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada. De hecho, hasta el momento del anuncio de la decisión gubernamental de adelantar la fecha de las elecciones legislativas de 2009 (debían realizarse en octubre y se adelantaron a junio), el Banco Central venía impulsando una considerable tendencia al aumento del tipo de cambio nominal. Pero a ese ritmo de aumento debe restarse el deterioro de la competitividad causado por la inflación. Aunque el ritmo de inflación se había moderado en 2009 con respecto a las tasas muy altas de mediados de 2008, la economía continuaba experimentando altas tasas de inflación (en abril de 2009, la tasa interanual del IPC se encontraba en el orden del 19%).

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007, y los cambios se acentuaron en 2008, 2009 y 2010. Las autoridades parecen haberse autoimpuesto una limitación en el uso del instrumento, en el momento económico menos indicado para restringir su utilización. Efectivamente, una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones

generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones políticas de mayor normalidad, la economía argentina no debería haber sido una excepción.

IV. Las relaciones financieras y el cambio del marco regulatorio de la actividad bancaria en los años 2000

El colapso del régimen de convertibilidad, tras una larga agonía de tres años y medio en la cual se acentuó la sobrecarga de deuda pública y la dolarización, y el carácter desordenado de la salida, generaron un período de caos bancario en un marco de emergencia sostenida.

Los bancos pasaron a ser técnicamente insolventes, el sistema perdía depósitos y el crédito caía continuamente. La escalada del dólar en la primera mitad de 2002 y la incertidumbre acerca de la capacidad del gobierno de estabilizar la situación imprimían un espíritu de transitoriedad a las medidas que se iban adoptando, mientras que los distintos sectores afectados pugnaban por minimizar su contribución en el “reparto de pérdidas”.

La resolución de la crisis exigió un muy alto grado de tolerancia normativa, en el marco de una estrategia deliberada por ganar tiempo, dada la magnitud del descalabro y la imposibilidad de que un sector público en *default* pudiera asistir al sistema en la medida necesaria para restablecer su solvencia.

A la salida de la convertibilidad, al replantearse el régimen de funcionamiento del sistema financiero, se tomaron dos decisiones fundamentales: desdolarizar drásticamente el sistema bancario (en especial los créditos) y establecer la forma en que se repartirían las pérdidas entre los sectores, lo que se hizo a través de una pesificación asimétrica e incompleta. Un tercer elemento esencial fue que, como resultado de la flotación del peso y la pesificación, el BCRA pudo recuperar su función de prestamista de última instancia. La flotación cambiaria, la desdolarización y la tolerancia normativa dieron mayores márgenes de maniobra al BCRA y así hicieron posible enfrentar una crisis sin precedentes, aún para los estándares de un país con una historia económica de catástrofes recurrentes.

Una comprensión adecuada de la complejidad del proceso de reestructuración bancaria y reformulación normativa posterior a la crisis exige una revisión previa de sus antecedentes inmediatos³³.

IV.1. Corralito, corralón, pseudo-dolarización y canje de deuda antes de la débaque final

Hacia fines de 2001 ya no existía la posibilidad de optar por estrategias de salida no traumáticas, luego de una etapa en la cual el gobierno había “redoblado la apuesta” a

33. El diseño y la evolución del régimen regulatorio anterior, establecido a lo largo de los años noventa, se analizan en Damill, Frenkel y Simpson (2010).

favor de la convertibilidad frente a cada escenario adverso. Algunas de las medidas que se adoptaron en el último mes de vida de la convertibilidad acabaron haciendo más complicada la reorganización económica post crisis.

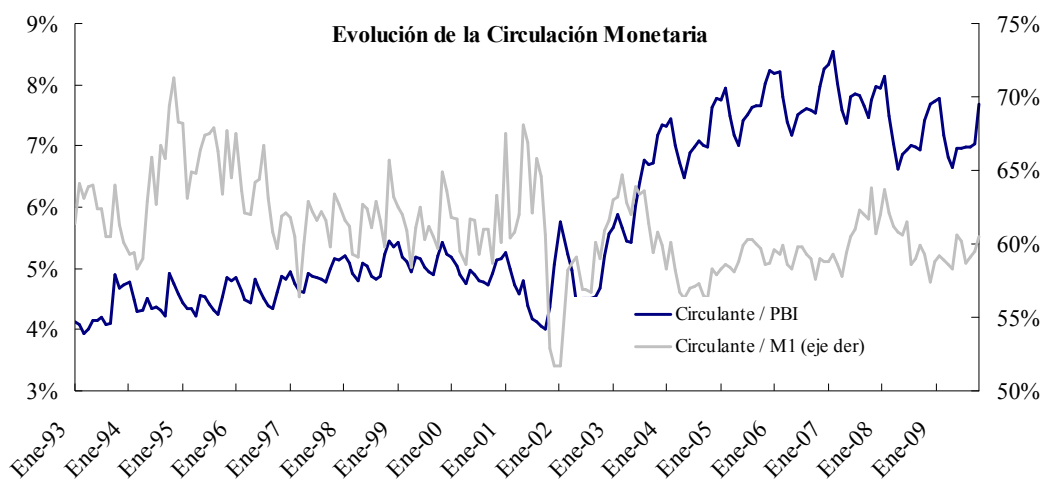
El corralito, en particular, instituido el 3 de diciembre de 2001, tuvo efectos negativos en el funcionamiento del sistema que perdurarían durante varios años, ya que al impedir el retiro de los depósitos a la vista de los bancos, dañó seriamente el papel “transaccional” del dinero bancario.

La medida tuvo un inevitable impacto negativo sobre el sistema de pagos y dio pie a una prima de liquidez a favor del dinero en efectivo. Además, las autoridades económicas hicieron una apuesta desesperada e inútil por la (pseudo)dolarización, al disponer que las financiaciones otorgadas a partir del 3 de diciembre sólo pudiesen ser instrumentadas en dólares.

El corralito, que sería relajado gradualmente a lo largo del tiempo, consiguió atenuar la salida de depósitos privados, pero al costo de exacerbar la recesión y alimentar tendencias que generarían serios problemas en el futuro. Además, resultó insuficiente, ya que los ahorristas trasladaban sus depósitos a plazo hacia cuentas a la vista con el objetivo de convertir los fondos en dólares, a través de distintos mecanismos de “filtración”. Este proceso hizo inevitable el establecimiento del llamado “corralón”, que tornó indisponibles los depósitos a plazo fijo, para que se pudiera liberar el sistema de pagos.

Es claro que habría sido mejor reprogramar sólo los depósitos a plazo a principios de diciembre, la mayor parte de los cuales estaban denominados en dólares y cumplían el rol de ahorro o reserva de valor, preservando así el funcionamiento normal de los depósitos a la vista, al estilo del llamado “Plan Bonex” (diciembre 1989), o del esquema adoptado en Uruguay en 2003 (que priorizó el respaldo de los depósitos a la vista y reestructuró por decreto los plazos fijos). De este modo se habrían minimizado las dificultades que surgieron en la cadena de pagos por la escasez de dinero para realizar transacciones. Adicionalmente, las medidas adoptadas estimularon un aumento significativo en el nivel de dolarización de los depósitos, que llegó a alcanzar el 75% a fines de 2001, factor éste que también complicaría el proceso de normalización posterior.

Gráfico 7



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

La disrupción del sistema de pagos fue tan aguda que se generó un notable aumento de la demanda de efectivo (real), la que registró un incremento del 20% en el primer trimestre de 2002, a pesar del contexto de inflación asociado a la devaluación³⁴. Curiosamente, la preferencia por el efectivo no representó un fenómeno meramente transitorio, generado por la desconfianza hacia el dinero bancario y el crecimiento de la economía subterránea. Por el contrario, la crisis generó una ruptura estructural en la relación circulante/PIB, que promedió un 5% en el período de convertibilidad pero no bajó de 7% desde 2004 y subió por períodos hasta 8,5%, niveles muy elevados para los estándares internacionales, que se mantuvieron a pesar de haberse registrado tasas de inflación elevadas desde 2007.

Otro antecedente relevante para comprender el proceso de reestructuración bancaria post crisis es el canje de deuda soberana instrumentado en noviembre de 2001³⁵, tanto por su impacto sobre la liquidez de los bancos como por el tratamiento regulatorio de los activos que reemplazarían a los bonos canjeados. La nueva deuda se instrumentó bajo la forma de préstamos garantizados con recaudación tributaria (PGs), los que daban a los bancos condiciones más favorables de contabilización, que no reflejaban las pérdidas económicas involucradas.

En diciembre de 2001, todavía vigentes la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del BCRA, los problemas de liquidez de los bancos debieron ser enfrentados dentro de los límites que imponían dichos instrumentos legales. Dado que la corrida bancaria

34. La emisión de cuasi monedas cumplió un papel fundamental para evitar un colapso más grave del nivel de transacciones. En efecto, la circulación monetaria real “amplia” (incluyendo cuasimonedas) aumentó 40% entre el mínimo registrado en octubre de 2001 y el máximo en marzo de 2002. Estas serían retiradas de circulación en el marco del Programa de Unificación Monetaria (mayo-diciembre 2003).

35. Este canje pretendía ser la primera fase (interna) de una reestructuración completa de la deuda pública, y fue percibido como un *default* encubierto. Involucró 41.700 millones de dólares (VN) de deuda del gobierno federal (sobre 68.700 millones elegibles) y 10.000 millones de títulos provinciales.

había tenido un impacto diferenciado sobre los distintos tipos de bancos, se procuró “nivelar el campo de juego” mediante el establecimiento de una “sobreintegración” de encaje para aquellas entidades cuyos depósitos aumentarían, en un claro apartamiento respecto de la solución de mercado³⁶, con el fin de reciclar fondos hacia las entidades con fuertes pérdidas de depósitos, a través del BCRA³⁷.

Todas las medidas adoptadas desde la imposición del corralito hasta la derogación de la Ley de Convertibilidad procuraron mostrar que el régimen se mantenía en pie, pero la falta de credibilidad obligaba a dolarizar por completo el sistema, para lo cual no bastaba la creación de un “argendólar” meramente virtual e intangible. El único aspecto positivo de las medidas adoptadas es que la bancarización forzosa, que aumentó el tamaño potencial del negocio bancario (particularmente en el mercado de consumo), aceleró un proceso que, de manera espontánea, podría haber demorado mucho más tiempo.

IV.2. Fin de la convertibilidad: pesificación y compensaciones bancarias

Con la derogación de la paridad cambiaria establecida en la Ley de Convertibilidad, el 6 de enero de 2001, terminó también el breve experimento de pseudo-dolarización. De inmediato hubo que enfrentar explícitamente el problema de cómo distribuir las pérdidas generadas por la devaluación del peso entre los distintos sectores y, particularmente, de cómo mantener en sordina la situación de virtual insolvencia de todo el sistema bancario, mientras se esperaba un proceso de recuperación económica que en ese momento no parecía inminente.

Al respecto, es importante tener en cuenta que, a diferencia de lo ocurrido en otros países que soportaron crisis bancarias de magnitud, el BCRA (y el gobierno nacional) contó con menos instrumentos y con recursos comparativamente escasos para promover la recapitalización de las entidades financieras, debido al alto nivel de endeudamiento del sector público nacional en el momento de la crisis bancaria y al corte del financiamiento multilateral, cuyos desembolsos netos se tornaron negativos en 2002.

La estrategia que se adoptó revirtió totalmente la implementada una década antes, al impulsar un proceso de desdolarización forzoso del sistema bancario a través de la pesificación de la mayor parte de los activos y pasivos de las entidades. La pesificación, implementada el 3 de febrero de 2002, fue asimétrica e incompleta. Fue asimétrica

36. Esto influyó en la decisión de muchos bancos extranjeros de no apoyar a sus subsidiarias y sucursales locales, ya que la ayuda se canalizó fundamentalmente hacia la banca pública y el mayor banco privado de capital nacional. La intención fue, claramente, evitar la desaparición de los bancos de capital nacional y una pérdida de reputación de la banca pública (esto último sí ocurriría, más adelante, en Uruguay). De todos modos, no es evidente que gran parte de la banca extranjera, aún de no haberse tomado esta medida, hubiera decidido apoyar a sus subsidiarias. El caso argentino plantea serias dudas acerca del posible papel de los bancos extranjeros como prestamistas de última instancia, en caso de una crisis sistémica.

37. Con este fin se creó el Fondo de Liquidez Bancaria (FLB), que complementaba el régimen *de facto* de redescuentos y adelantos por iliquidez que había sido necesario introducir desde mediados de 2001 para afrontar las corridas de depósitos.

porque los activos y pasivos en dólares fueron convertidos a pesos a paridades diferentes. La mayor parte de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a una relación de un peso por cada dólar, mientras que, simultáneamente, los depósitos (reprogramados) lo fueron a una paridad de 1,4 pesos por cada dólar (ambos quedaron indexados al CER). Los depositantes sufrían una gran pérdida medida en dólares, ya que el tipo de cambio libre subió fuertemente por encima del tipo de cambio oficial (\$1,40 por dólar), cuya vigencia fue, de todas maneras, transitoria³⁸. Las deudas de las familias se convirtieron a una paridad de un dólar por un peso, aunque se las ajustó por el CER. Pero luego también se suspendió ese ajuste y, con el fin de contemplar la capacidad de pago de los hogares, en el caso de los préstamos hipotecarios, se reemplazó el CER por un nuevo índice, el denominado Coeficiente de Variación Salarial (CVS), que pretendía capturar la evolución de los salarios. Finalmente, incluso la indexación por CVS fue dejada sin efecto. Los PGs de la “fase 1” del canje fueron pesificados a la relación de \$1,40 por dólar y se les incorporó el devengamiento por CER.

La pesificación se realizó en forma incompleta porque no todos los activos y pasivos bancarios estuvieron alcanzados. Las deudas bajo legislación extranjera planteaban un problema especial, ya que su pesificación efectiva estaba fuera del alcance de las atribuciones del gobierno nacional y porque era necesario ser muy cuidadoso con los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, en general, el mínimo acceso a fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el *default*. Obviamente, no era posible pesificar las obligaciones en dólares con no residentes (líneas de crédito del exterior y bonos corporativos). Pero también era cierto que los bancos no contaban con activos que generaran flujos de caja en dólares con los cuales hacer frente a esas deudas.

El Estado Nacional debió hacerse cargo de compensar a los bancos por el quebranto patrimonial asociado al carácter asimétrico e incompleto de la pesificación. Pero hubo un tercer factor que ameritó la compensación por parte del gobierno, porque el tratamiento de los activos y pasivos pesificados fue diferenciado también en términos de los mecanismos de indexación aplicados (ciertos activos fueron indexados al CVS, mientras que por el lado de los pasivos tenían como contrapartida la indexación por CER³⁹).

Aunque el esquema de compensaciones y su tratamiento regulatorio y contable favorables permitieron moderar y “disimular” el quebranto patrimonial de los bancos derivado de la pesificación, éstos sufrieron inevitablemente las consecuencias del incremento de la morosidad y la incobrabilidad generados por la recesión, así como por la caída de la cotización de los títulos públicos.

38. Hubo un breve período donde convivieron un Mercado Oficial y el llamado Mercado Libre de Cambios, que comenzaron a funcionar el 11 de enero de 2002. El mercado cambiario se unificaría el 8 de febrero de 2002 con la constitución del denominado Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

39. La compensación a los bancos implicó la emisión de títulos de deuda pública por u\$s13.600 millones para los llamados bonos “compensación” y “cobertura”.

Algunas medidas extraordinarias adoptadas para aliviar la situación de los deudores, que no fueron “focalizadas” sino generalizadas con independencia de la situación particular de cada empresa o sector, tuvieron un impacto negativo adicional sobre el patrimonio y la rentabilidad de los bancos y dificultaron el recupero de los créditos. En particular, la declaración de la emergencia productiva y crediticia hasta fines de 2003, mediante la modificación de la Ley de Concursos y Quiebras, dispuso la suspensión de las ejecuciones judiciales y extrajudiciales y del trámite de medidas cautelares por un plazo original de 180 días, pero fue prorrogada sucesivamente. Esto implicaba una restricción para las entidades financieras que quisieran ejecutar garantías reales en defensa de los créditos en cesación de pagos. Además, en noviembre de 2003 se creó un sistema de refinanciación hipotecaria, aunque la economía ya se encontraba en un franco proceso de recuperación.

Además del costo patrimonial de la pesificación y la indexación asimétricas, los bancos registraron pérdidas no originadas en medidas adoptadas por el gobierno ni en el deterioro de la situación económica o las condiciones de mercado, sino debidas a la proliferación de recursos judiciales de amparo, mediante los cuales los depositantes conseguían, generalmente, recuperar el valor original en dólares de sus depósitos⁴⁰.

A pesar de estar originado por una situación de relativa “anomia jurídica”, y no por responsabilidad de las entidades, las pérdidas por amparos no fueron compensadas por el Estado Nacional. Sin embargo, para moderar el impacto negativo sobre la solvencia (patrimonio) de los bancos, el BCRA permitió diferir en el tiempo la contabilización de los quebrantos, mediante la implementación de un cronograma de amortización de 60 meses para el reconocimiento de las diferencias de cambio.

Pero además del impacto sobre la solvencia del sistema, los amparos tuvieron un fuerte impacto negativo sobre la liquidez de las entidades, ya que el drenaje de fondos superó los \$1.000 millones mensuales, casi el 10% de las disponibilidades de los bancos, en el primer trimestre de 2002.

IV.3. La normativa cambiaria y la asistencia a las entidades en el nuevo régimen

La corrida bancaria, atenuada pero no frenada del todo por las restricciones, y la fuga de capitales, obligaron a una redefinición rápida y drástica del régimen cambiario y de las normas que regulaban la provisión de liquidez a las instituciones financieras. Pero algunos de los cambios introducidos no sólo respondían a las exigencias de la coyuntura, sino que también pretendían sentar las bases de un cambio estructural del marco legal y normativo.

Las líneas rectoras del nuevo sistema cambiario, que continúa vigente hasta la actualidad, fueron establecidas principalmente en el año 2002, y en menor medida en el 2003, y se caracterizan por los fuertes controles de cambios y sobre los movimientos

40. El impacto patrimonial negativo de los amparos surgía porque los depósitos debían devolverse al tipo de cambio dispuesto por cada juez en cada una de las sentencias, paridad que en la gran mayoría de los casos era sustancialmente superior a la paridad oficial de \$1,40 por dólar a la que habían sido pesificados los depósitos.

de capitales. En el terreno bancario el eje fue la desdolarización forzosa del sistema y la recreación de un papel efectivo de prestamista de última instancia para el BCRA.

Las restricciones para acceder a divisas fueron muy rigurosas durante el período más crítico⁴¹, que se extendió hasta finales de 2002, ya que a pesar de las limitaciones al retiro de efectivo y la reprogramación de los depósitos, no se consiguió impedir la filtración de fondos fuera del sistema bancario y su fuga hacia el dólar, en un contexto donde la economía carecía de financiamiento externo. Por ese motivo, el BCRA implementó una serie de medidas orientadas a reducir la demanda y aumentar la oferta de divisas.

Las nuevas normas apuntaron a tener un gran control sobre todas las operaciones (estableciendo condiciones de realización, plazos admitidos y montos máximos) y las restricciones no sólo afectaron a la cuenta financiera del balance de pagos sino también a las transacciones en cuenta corriente⁴². Principalmente, se incrementó el número de conceptos que requerían autorización del BCRA para girar divisas al exterior, se disminuyeron los montos máximos de venta de dólares a empresas (y particulares), los bancos fueron obligados a liquidar parte de su posición de cambios y los exportadores fueron forzados a liquidar sus divisas directamente en el BCRA.

Después del primer semestre de 2002 se fueron relajando los controles gradualmente, a medida que mejoraba la situación macroeconómica y se estabilizaba el mercado cambiario. Eso se hizo mediante flexibilizaciones, paulatinas y escalonadas, para operar en el MULC⁴³. Pero el relajamiento de los controles estuvo sesgado hacia medidas que facilitaron la salida de capitales⁴⁴. En contraste, las restricciones a la entrada fueron reforzadas, reflejando la creciente preocupación por la entrada de capitales especulativos a partir de 2005. Al mismo tiempo se fueron refinando progresivamente los sistemas de control y seguimiento de las operaciones de modo de cerrar filtraciones.

Como consecuencia, el control a los movimientos de capitales es más efectivo en la actualidad que en 2002, y hay una considerable segmentación entre el mercado local y el internacional, que impide un arbitraje completo. Cabe destacar que esta conclusión es contraria a la hipótesis convencional según la cual la eficacia de los mecanismos de control disminuye con el paso del tiempo, a medida que el sector privado descubre mecanismos para eludir el cumplimiento de las normas.

41. En diciembre de 2001 se restableció la obligatoriedad de ingreso y liquidación en el mercado cambiario de las divisas por cobros de exportaciones, y la condición previa de esa liquidación para acceder a cualquier beneficio o devolución de tributos que correspondieran.

42. Aunque las deudas comerciales no fueron afectadas por ningún tipo de restricción, sí lo estuvieron los saldos preexistentes en concepto de anticipos y prefinanciaciones del exterior.

43. Fundamentalmente en lo referido a plazos máximos para liquidar los cobros de exportaciones de bienes, la obligación de ceder al BCRA las divisas correspondientes a dichos cobros (levantada en mayo de 2003), y las restricciones a los pagos de importaciones y de deudas (que requerían conformidad previa del BCRA).

44. Por ejemplo, en septiembre de 2002 se estableció que el BCRA debía prestar conformidad previa para inversiones en el exterior (o compra de billetes) por parte de residentes (personas físicas o jurídicas) que superaran los u\$s 100.000 por mes. El límite se fue relajando hasta que, finalmente, en noviembre de 2008 se fijó en u\$s 2 millones por mes.

Una de las modificaciones normativas importantes tuvo como objetivo “racionar” la posesión de activos externos líquidos por parte de las entidades financieras, para lo cual se estableció un porcentaje máximo de tenencia admitida de activos de alta liquidez en moneda extranjera como proporción de la RPC, mediante un concepto denominado Posición General de Cambios (PGC). En marzo de 2002 dicho límite fue fijado en 5% de la RPC de cada entidad, pero ha sido aumentado varias veces desde entonces.

Otra medida importante, porque su objetivo es acotar el descalce en moneda extranjera, fue el establecimiento del concepto de Posición Global Neta en Moneda Extranjera (PGNME), para el cual se dispuso un límite del 30% de la RPC en valor absoluto. Pero en 2004, en un contexto donde ya había una sobreoferta de dólares, se limitó la restricción sólo a las posiciones de signo negativo, criterio que se ha mantenido hasta la actualidad.

Liberada de las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad, y en un marco de flotación cambiaria, la modificación de la Carta Orgánica (C.O) del BCRA en enero de 2002 permitió brindar una asistencia masiva a las entidades financieras. Los elementos centrales de la reforma fueron los mecanismos introducidos para que el BCRA pudiera intervenir en el mercado cambiario y el régimen de asistencia financiera por iliquidez (“transitoria”).

En lo referido a la asistencia por iliquidez, las principales modificaciones fueron la eliminación del plazo máximo de 30 días para la cancelación de adelantos y redescuentos, y la posibilidad de conceder asistencia por encima del límite máximo (100% de la RPC de cada entidad) bajo circunstancias extraordinarias o como herramienta para dotar al sistema financiero de la liquidez adecuada para restablecer su normal funcionamiento. Además, se introdujo la posibilidad de otorgar asistencia con garantía de instrumentos de deuda emitidos por el Estado Nacional. A pesar de modificaciones posteriores que definieron con más precisión su espacio de acción, el régimen le ha dejado al BCRA un margen considerable de discrecionalidad y las entidades financieras no pueden estimar con precisión la asistencia de la cual podrán, eventualmente, disponer. Hay en esta materia una política deliberada de “ambigüedad constructiva”.

IV.4. Nuevos instrumentos de regulación monetaria

Para poder disponer de instrumentos para regular la liquidez (controlar la oferta monetaria) en una etapa de fuerte asistencia al sistema financiero, y con el fin de poder establecer tasas de interés de “referencia”, y dado el *default* sobre los títulos de deuda del Estado Nacional, el BCRA introdujo, en marzo de 2002, las Letras del Banco Central de la República Argentina (Lebacs), que se ofrecen a través de licitaciones públicas con el sistema holandés (precio único). De este modo, en los primeros meses de 2002 quedó configurado el esquema básico de intervención del BCRA que, con algunos refinamientos posteriores (mediante la incorporación de instrumentos adicionales, principalmente el “corredor de pases”) ha regido hasta la actualidad: la intervención en el mercado de divisas mediante la compra-venta de reservas

internacionales; los controles de capitales, y los instrumentos de absorción/expansión de la base monetaria. Se trata, indudablemente, de un esquema estándar, pero que no fue sencillo construir luego de una década de convertibilidad.

No obstante las medidas adoptadas, los depósitos continuaron cayendo rápidamente, y en junio las reservas de liquidez del sistema se ubicaban por debajo del 16% en promedio, aunque no llegaban ni a la mitad de ese nivel en algunos bancos, un nivel exiguo en una corrida bancaria. Durante todo el período el BCRA tuvo que otorgar adelantos y redescuentos a fin de evitar un colapso generalizado.

La expansión monetaria resultante se volcó fundamentalmente a la compra de dólares, creando una oferta excedente de dinero en el mercado cambiario que se mantuvo a lo largo de casi todo el semestre y que llevó la cotización promedio del dólar a \$2,9 en abril y \$3,6 en junio (con un máximo diario de casi \$3,80 hacia el final de ese mes). Los otros destinos de los fondos que salieron del sistema fueron principalmente el atesoramiento de efectivo (que llegó a niveles excepcionales) y la cancelación de deuda bancaria. Las tasas de interés subieron fuertemente, y el rendimiento de las Lebac a 14 días llegó a 129% anual el 10 de julio, reflejando una alta expectativa de depreciación del peso.

En un contexto de extrema dificultad, y tras abandonar un proyecto original de canje compulsivo de depósitos reprogramados que generó un alto costo político, se implementó en mayo el primero de dos canjes voluntarios de depósitos por títulos públicos.

En julio de 2002 los depósitos tocaron un mínimo, tanto en términos nominales como reales. No obstante, cabe señalar que, si se consideran sólo los depósitos en pesos a plazo fijo de carácter voluntario, el punto de inflexión se registró en el mes de mayo. A partir de allí tuvieron una trayectoria monótona creciente. En diciembre, cuando se liberó el corralito, ya ascendían a 7.000 millones, equivalente a 37% de dicho segmento de depósitos. En total, durante el año 2002 los depósitos privados cayeron un 42% en términos reales.

IV.5. La recuperación permite avanzar con la reforma del marco prudencial

Varios elementos confluyeron para que a principios del segundo semestre de 2002 se observara un punto de inflexión en el desarrollo de la crisis, y comenzara a verificarse una mejora progresiva de la situación en casi todos los frentes. Para esto fue fundamental la estabilización del tipo de cambio, que fue seguida en julio por una desaceleración de la salida de fondos de los bancos y en agosto por la reversión de la tendencia declinante de los depósitos, al registrarse el primer aumento en términos netos desde agosto de 2001. También ayudó que las tasas de inflación resultaran menores que las esperadas y que, por consiguiente, los rendimientos de las colocaciones fueran percibidos como fuertemente positivos en términos reales (y en dólares). A partir de ese momento comenzó un lento pero continuo proceso de remonetización, hasta el año 2007. También fueron importantes para estabilizar el tipo de cambio los “retoques” a los mecanismos de control de cambios implementados

entre mayo y septiembre, que mejoraron sustancialmente su efectividad, lo que hizo posible reducir significativamente las filtraciones⁴⁵.

Paralelamente a la recuperación de los depósitos, y tras registrarse un déficit cambiario de u\$s 542 millones en el primer semestre, se pasó a un superávit cambiario de u\$s 2701 millones en el segundo, cuando se registró un importante superávit en cuenta corriente. A partir de julio el BCRA pasó a ser un demandante neto en el mercado de divisas. Es interesante señalar que el 91% de la formación de activos externos del sector privado no financiero en 2002 se materializó mediante la acumulación de billetes en moneda extranjera, dada la desconfianza del público hacia el sistema bancario.

En este contexto de mayor estabilidad, dado el costo político del “corralón” y ante la necesidad de ir recuperando progresivamente la reputación del sistema financiero y poner freno al drenaje de fondos a través de las medidas cautelares, se permitieron ciertas transferencias a cuentas de libre disponibilidad y se realizó una segunda oferta de canje de depósitos⁴⁶.

¿Qué factores hicieron posible que la devolución de fondos en la moneda original fuera finalmente factible? Por un lado, la recuperación económica impulsó un aumento de la cotización de los títulos públicos, lo cual benefició a los que aceptaron alguno de los dos canjes propuestos. Pero también es claro que la reestructuración de la deuda pública generó una liberación “esperada” de recursos que se terminó reflejando en la caída de los rendimientos de los bonos y en un aumento, por ende, del grado de recupero de los depositantes.

El proceso de normalización registró un hito cuando, el 2 de diciembre, se determinó la libre disponibilidad de las cuentas a la vista, aprovechando las señales de normalización que venía mostrando el sistema financiero (se consolidó el crecimiento de los depósitos en términos reales). La ausencia de efectos negativos de la liberación de fondos sobre el mercado cambiario también permitió relajar las restricciones sobre la transferencia de capitales al exterior.

De este modo, el cierre del año 2002 marcó el final de la primera etapa de estabilización del sistema financiero. Pero tras haberse desmantelado el “corralito”, a principios de 2003 subsistía el problema planteado por el “corralón”, que aún no había sido desactivado y que representaba un 29% de los depósitos totales del sistema, planteando un importante riesgo de liquidez, dada la fuerte concentración de los vencimientos. Por ese motivo, en febrero de 2003 se permitió la devolución anticipada de los depósitos reprogramados y en abril las autoridades decidieron finalmente la liberación total de los Cedros (Certificados de depósitos reprogramados). Esto permitió extender el plazo efectivo de los pasivos, al reforzar la confianza del público y atenuar el impacto de los amparos.

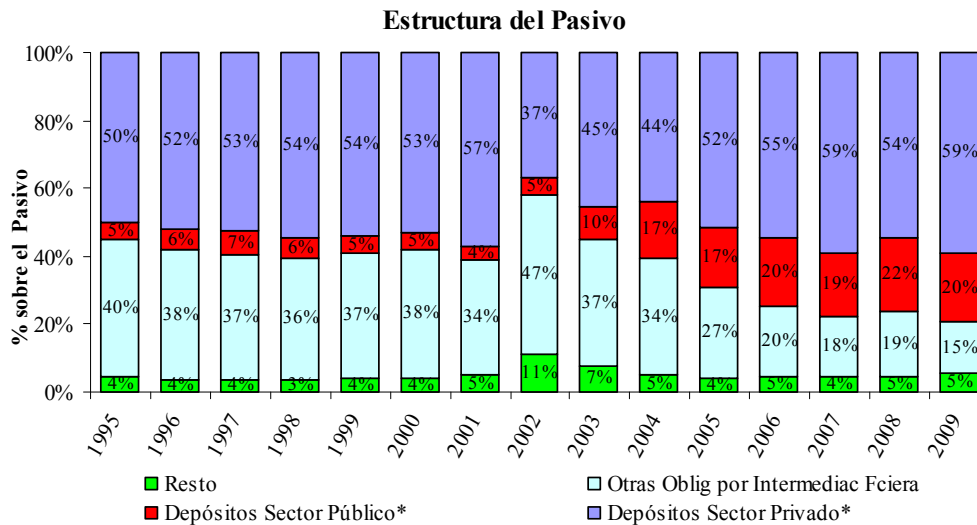
45. Particularmente la obligación de liquidación en el BCRA de las divisas originadas en exportaciones. El monto mínimo que generaba tal obligación era de u\$s 1 millón, pero fue reducido a u\$s 500.000 en junio y nuevamente a u\$s 200.000 en septiembre.

46. Básicamente se ampliaban las opciones de los depositantes.

A partir de estas medidas y la mejora general de las condiciones económicas y financieras, el riesgo de liquidez rápidamente dejó de constituir un problema central, y los defectos de liquidez de 2002 se transformaron en importantes excesos hacia fines de 2003.

El proceso de normalización del sistema también se manifestó en el terreno patrimonial. Las pérdidas contables, que habían marcado un récord en 2002 y se mantuvieron en niveles elevados en la primera mitad de 2003, desaparecieron hacia fin de año. La solvencia también comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2003, gracias a una generalizada refinanciación de los pasivos (con acreedores externos⁴⁷, condicionada a una reducción del valor presente de la deuda, y con el Banco Central) y a aportes adicionales de capital equivalentes a 25% del patrimonio neto consolidado del sistema financiero de fines de 2003. Estos dos procesos, reducción de pasivos externos y aportes (y posteriormente generación interna de capital), cambiaron considerablemente la estructura del pasivo en relación a la vigente durante el régimen de convertibilidad, que mostró un aumento significativo de la participación de los depósitos en el fondeo total.

Gráfico 8.
Estructura del pasivo del sistema bancario



Fuente: Banco Central.

IV.6. La “convergencia a la normalidad”

Superado el primer trimestre de 2003, y con el proceso de recuperación económica en marcha, el BCRA terminó de precisar, a través de un conjunto de normas, las bases del régimen prudencial, así como las características del proceso de convergencia desde la situación todavía excepcional que regía en esa etapa, y un régimen de funcionamiento normal.

47. Principalmente de los bancos privados. Se realizaron quitas, canjes por títulos públicos y capitalización de deudas por parte de casas matrices de bancos extranjeros.

Había dos objetivos primordiales. Primero, dar tiempo a las entidades para absorber las pérdidas originadas por la crisis y para recomponer “endógenamente” su base de capital, de modo que pudieran recuperarse sin necesidad de capitalizarlas con fondos públicos. Esto significaba combinar aportes de capital de los accionistas con la generación de ganancias a lo largo de varios años. El segundo objetivo, vinculado con el primero, era aplicar la tolerancia normativa en aspectos que pudieran facilitar el aumento del crédito, con una estrategia de tratamiento diferenciado de los *stocks* heredados del pasado respecto a los flujos futuros.

Seguramente la iniciativa más importante del BCRA para la normalización del sistema financiero en los años posteriores a la crisis fue el conjunto de cambios normativos establecidos en abril de 2003 (Comunicación “A” 3911). Se establecieron mecanismos que creaban franquicias normativas en materia de solvencia, al afectar aspectos de las normas de capitales mínimos, valuación de activos del sector público, fraccionamiento y graduación del riesgo crediticio.

Un elemento central fue el restablecimiento, a partir de enero de 2004, del régimen de capitales mínimos, cuyo cumplimiento había dejado de ser obligatorio en diciembre de 2001. En línea con los estándares internacionales, se fijó la exigencia de capitales mínimos en el 8% de los activos ponderados por riesgo, lo cual implicaba una reducción respecto al 11,5% que había estado vigente durante la convertibilidad, el cual no parecía justificarse en el nuevo régimen de funcionamiento de la economía, que disminuía la fragilidad financiera asociada y aumentaba la capacidad de respuesta del BCRA.

Sin embargo, para darle tiempo al sistema para recuperar sus niveles de solvencia, y teniendo en cuenta que todavía la situación era excepcional debido a la alta exposición al sector público heredada de la crisis y al elevado riesgo de tasa de interés asociado, se adoptó un esquema de convergencia gradual a la exigencia plena.

En efecto, se buscó disimular la brecha existente entre el valor contable de los activos bancarios y su valor de realización, pero apuntando a que se diera un proceso de normalización gradual que permitiera ir aproximando las valuaciones de los créditos al sector público a los precios de mercado. Paralelamente, la norma establecía mecanismos que iban aproximando la exigencia y la integración regulatoria de capital con la exigencia e integración de largo plazo.

Era crucial decidir cuál sería el tratamiento de la exposición de los bancos con el sector público y su impacto sobre la posición de capital. Por ello, se estableció un mecanismo para diferir en el tiempo el reconocimiento de las diferencias patrimoniales generadas por la caída del valor de mercado de la deuda pública, mediante coeficientes de atenuación de la exigencia por riesgo de tasa de interés y de la exigencia por exposición al sector público⁴⁸.

48. Ninguno de los dos componentes existe a nivel internacional. La exposición al sector público suele ser considerada como libre de riesgo en las regulaciones de capitales mínimos. El riesgo de tasa de interés no tiene un tratamiento estándar internacionalmente aceptado.

El cronograma de aumento de los coeficientes haría que la exigencia por el riesgo de crédito de los activos del sector público llegara a su nivel normal en enero de 2009, mientras que la exigencia por riesgo de tasas de interés se restablecería plenamente en enero de 2007. En la práctica, ese largo período de transición implicaba aplicar un alto grado de tolerancia regulatoria, tanto en lo que respecta a la exigencia de capital como al cómputo de su integración por parte de las entidades financieras. La norma implicaba apostar a que hacia enero de 2008 el sistema bancario habría resuelto totalmente sus problemas de solvencia.

En definitiva el cronograma se cumplió, aunque no era evidente (*ex ante*) que fuera a resultar sencillo. Ayudaron la mejora en la situación económica general y las medidas del BCRA que indujeron a las entidades a reducir su exposición al sector público, porque disminuyó la incidencia de los beneficios normativos.

La magnitud de los beneficios regulatorios era más importante en la exigencia que en la integración, aunque la diferencia varió a lo largo del tiempo. En particular, la valuación favorable de los activos del sector público fue, por su impacto cuantitativo, y en todo momento, el factor más importante de todos los beneficios regulatorios establecidos en abril de 2003.

Además del tratamiento especial de la exposición con el sector público, y también en materia de solvencia, fue necesario reducir a niveles internacionales el límite para los activos inmovilizados, que habían registrado un crecimiento sustancial como consecuencia de la crisis.

Hay que destacar que, a pesar de la continua mejora registrada por los indicadores bancarios, recién en el cuarto trimestre de 2006 el sistema financiero registró por primera vez, a nivel agregado, un exceso (“sobreintegración”) de capitales mínimos teniendo en cuenta la posición ajustada (eliminando todos los beneficios normativos), aunque el signo de tal posición siguió siendo vulnerable a las volátiles cotizaciones de los títulos públicos.

En 2004 también se dejaron sin efecto en forma definitiva as tablas de indicadores de riesgo que multiplicaban las exigencias de capital en función de la tasa cobrada a las financiaciones.

En otro plano, y a partir de otra importante lección que dejó la crisis, se establecieron límites a la exposición de las entidades financieras con el Sector Público no Financiero, tanto en función de su RPC como de sus activos totales. La exposición total con los tres niveles de gobierno (nacional, provincial y municipal) no debe superar un 75% de la RPC y, a partir de enero de 2006, el 40% del activo total del banco (reducido a 35% en julio de 2007).

En materia de liquidez, en marzo de 2003, una vez superada la etapa crítica, se restableció el criterio que fija las exigencias de efectivo mínimo en función de los plazos residuales de vencimiento de las obligaciones, y se incorporaron otros pasivos financieros a las partidas sujetas a exigencia. Con esta medida la regulación de reservas de liquidez volvía a reflejar un enfoque prudencial, en lugar del énfasis esencialmente monetario que la caracterizó en 2002. Aunque se establecieron tasas distintas para los depósitos en pesos según su plazo hasta el vencimiento, las diferencias fueron menos

marcadas que las que rigieron hasta 1995, de forma tal que la estructura de pasivos no afecta demasiado el nivel relativo de liquidez entre las entidades. En consonancia con el objetivo de desdolarizar el sistema bancario, la exigencia de liquidez para el segmento en moneda extranjera fue establecida en niveles más altos que para el segmento en pesos.

Un punto importante en materia de liquidez que era necesario resolver era el problema planteado por las elevadas deudas de las entidades con el BCRA y la necesidad de aumentar el plazo promedio de las obligaciones de los bancos, de modo que estuvieran en mejores condiciones para prestar y fuera factible una reducción más acelerada del “corralón”.

Para contribuir a esos objetivos se estableció un esquema voluntario, denominado *matching* que determinaba un cronograma de amortización y tasas de interés similares a las de los activos afectados en garantía de dichas asistencias (mayoritariamente del sector público), con un máximo de 70 cuotas de amortización (el cronograma fue de 120 cuotas en un caso puntual) y tasa de interés de 3,5% anual sobre saldos ajustados por CER. El esquema tenía como prerrequisito la “regularización” de los pasivos externos de las entidades⁴⁹.

El *matching*, que permitía diferir la devolución de los redescuentos, sumado a las reestructuraciones de pasivos externos, que implicaban extender los plazos y reducir el valor de las deudas en valor presente, permitió aumentar fuertemente el plazo promedio de las obligaciones del sistema financiero, haciendo factible la apertura del “corralón”, ya que permitieron despejar el panorama respecto de los requerimientos futuros de liquidez. A esto contribuyó también, de manera decisiva, la mejoría general del sistema financiero gracias a la recuperación económica.

En efecto, en 2003 y 2004 el sistema financiero afianzó el vuelco positivo que se había insinuado en los últimos meses de 2002. La fuerte recuperación de los depósitos, que ya crecían en términos reales, hizo posible que las entidades recompusieran significativamente su nivel de liquidez, que llegó a 30% de los depósitos totales en el último trimestre de 2004. En 2005, por primera vez luego de la crisis, el sistema mostró ganancias, que sumadas a los aportes de capital acumulados desde principios de 2002 permitieron ir recomponiendo el patrimonio neto del sistema en términos reales.

En 2004, y por primera vez desde 1999, los préstamos al sector privado crecieron en términos reales (15,8%). Este proceso fue liderado en esa etapa por los bancos privados, lo cual reflejaba el mayor peso de los créditos con garantía real en los bancos públicos, que son los que tuvieron un desempeño más débil. El nivel agregado de morosidad comenzó a mostrar una tendencia declinante desde 2003, luego de cuatro años de deterioro continuo.

49. Se establecieron ciertas pautas que inducían a las entidades a hacer reestructuraciones de sus deudas con los otros acreedores (no BCRA) que implicaran una reducción del valor presente, así como a fomentar la capitalización de deudas por parte de las casas matrices y/o aportes de capital.

Pero a pesar de la clara mejora de la situación, en comparación con el panorama al estallar la crisis y el período inmediato posterior, el sistema financiero había quedado reducido a un tamaño insignificante y no había jugado papel alguno en la recuperación del nivel de actividad y el empleo que se consolidó a partir del segundo semestre de 2002. La recuperación económica se desarrolló “sin crédito”, facilitada por la valorización de los activos en dólares, que fueron movilizados para aprovechar las altas rentabilidades en numerosos sectores generadas por la devaluación y la mejora de los términos de intercambio. El resultado fue que la exposición al sector privado a fines de 2003 cayó a un nivel mínimo de 18% del activo, frente a un promedio de 46% en el período 1996-2001.

Parte de la falta de dinámica del crédito en los primeros años tras la crisis tiene su explicación en factores de demanda: la reticencia de muchos empresarios a establecer una relación de dependencia con instituciones que los habían “maltratado” durante la crisis, el fuerte aumento del flujo de caja libre como consecuencia del jubileo de las deudas bancarias en 2002 y el hecho de que la capacidad instalada existente superaba largamente la demanda y en muchos casos hacía innecesaria la inversión en capital fijo.

Por el lado de la oferta, aunque la liquidez dejó de ser una limitante, el esquema regulatorio heredado de los noventa no contemplaba la particular situación de las empresas tras la crisis, en buena medida porque relativizaba la validez de algunos de los criterios (o indicadores) habitualmente utilizados para evaluar el riesgo crediticio. En otras palabras, la metodología subestimaba el universo de los potenciales tomadores de crédito con capacidad de repago.

Ciertamente, la cartera irregular del sistema bancario alcanzó magnitudes astronómicas, llegando a representar un 39% de los créditos al sector privado no financiero a fines de 2002, a pesar de la flexibilización de las normas de previsionamiento. Había un amplio espectro de deudores que se encontraban en situación concursal o en etapa judicial, cuya financiación resultaba prácticamente imposible con las normas vigentes, ya que los fondos eventualmente desembolsados debían ser íntegramente provisionados. Además, el patrimonio neto de las empresas quedó muy reducido tras la crisis e incluso, con frecuencia, era negativo, lo cual impedía otorgarle crédito a una firma, independientemente de que la marcha del negocio y sus perspectivas futuras fueran favorables. Era necesario evitar que la historia crediticia reciente de las empresas tuviera un peso desproporcionado en la calificación de los préstamos.

En un esfuerzo por atenuar estos problemas, el BCRA introdujo a lo largo de 2003 algunos cambios regulatorios que apuntaban a facilitar el otorgamiento de préstamos por parte de los bancos en casos como los recién mencionados, así como, en general, a aumentar la posibilidad de acceso al crédito por parte de las *pymes*⁵⁰. Se suponía que

50. Entre otras medidas, se permitió clasificar a los deudores comerciales con deudas inferiores a \$5 millones en base a un criterio basado exclusivamente en los atrasos registrados en el servicio de la deuda, con lo cual se evitaba tener que efectuar una proyección de flujos de fondos. Además, en el caso de deudores que hubieran formalizado convenios de pago en el marco de un concurso preventivo, se podían reclasificar sus deudas en situación normal, y

la mayoría de las modificaciones tendrían un carácter transitorio, dado el objetivo de volver a endurecer las regulaciones prudenciales en el mediano/largo plazo, sin embargo, algunos elementos subsistieron⁵¹.

Los esfuerzos por eliminar obstáculos normativos al otorgamiento de crédito prosiguieron entre los años 2005 y 2007, con medidas dirigidas a mejorar la calificación de los deudores, simplificar las operaciones y disminuir el costo de las financiaciones mediante la flexibilización de las normas en materia de garantías, exigencia de capital y otros aspectos⁵². La consecuencia fue que prácticamente se desmontaron las restricciones normativas que pudieran estar impidiendo una mayor dinámica crediticia. Por lo tanto, la escasa profundidad crediticia en Argentina debe atribuirse a otros factores, según se comenta más abajo.

IV.7. El difícil camino de convergencia a la normalidad

Si bien a lo largo de 2004 se consolidó la mejora evidenciada en 2003, todavía subsistían hacia fines de año algunos problemas heredados de la crisis y de la terapia específica implementada para lidiar con ella que planteaban riesgos considerables para las entidades financieras, y que podían ser un obstáculo para un comportamiento más dinámico en materia crediticia. Estos problemas estaban vinculados por un factor en común: las dificultades para asimilar en el activo un alto volumen de deuda pública de un país en cesación de pagos.

En primer lugar, el sistema financiero enfrentaba un alto nivel de exposición al sector público, equivalente a 40,9% del activo, consistente mayoritariamente en instrumentos de largo plazo cuya tenencia era difícil de desarmar en el futuro cercano. No obstante, la gradual amortización de estos activos y la aplicación de los flujos de caja resultantes a los pagos comprometidos en el esquema del *matching*, al incremento de los activos líquidos y a la expansión del crédito al sector privado permitían avizorar una solución de mediano plazo al problema. Por otro lado, los continuos ajustes a la baja en la valuación de los activos del sector público disminuían

brindarles financiamiento, tomando en cuenta su capacidad de pago, en lugar de los porcentajes de cancelación del capital refinanciado. También se incrementaron los porcentajes de nuevo financiamiento que se podía otorgar a empresas en las categorías 2 a 5, pero permitiendo que las provisiones correspondieran a una situación normal (1%), y se flexibilizaron restricciones para la refinanciación de deudas bancarias. Se admitió la financiación a clientes en situación irregular en otra entidad sin tener que constituir provisiones por “efecto arrastre”, y se ajustó el provisionamiento requerido en función de las pérdidas por quitas de capital (bajo el argumento de que dichas quitas aumentan la cobrabilidad del crédito restante). En 2007 se institucionalizaron definitivamente estos criterios, al establecerse una dinámica de mejora de la clasificación del deudor refinanciado, en función del pago de un porcentaje mínimo de la deuda o de las cuotas canceladas puntualmente para cada categoría.

51. Por ejemplo, es posible que los porcentajes de provisionamiento sean un poco bajos en algunas categorías, y merezcan ser recalibrados. Además, sería conveniente introducir algún grado de diferenciación por línea de crédito, para reflejar su distinto grado de cobrabilidad en la práctica, fenómeno que se observa frecuentemente aún cuando se trate de préstamos a un mismo deudor.

52. El activismo normativo en materia crediticia también se reflejó en el intento de impulsar el crédito hipotecario a sectores de recursos relativamente limitados.

la exposición contable y, al mismo tiempo, mejoraban las condiciones para desprenderse de estos activos. Además, el superávit fiscal implicaba que el *stock* de deuda pública tendría una tendencia decreciente y que la solvencia del estado mejoraría, disminuyendo el riesgo asociado a una determinada exposición al sector público. Estas consideraciones se verían adicionalmente reforzadas por las consecuencias del canje de deuda de 2005. En definitiva, la exposición al sector público siguió una trayectoria monótona decreciente hasta el año 2009.

En segundo lugar, el sistema enfrentaba dos descalces de moneda. Uno generado por el exceso de activos indexados en relación con los pasivos del mismo tipo, y otro determinado por la existencia de una posición neta positiva en moneda extranjera.

El primer descalce era una consecuencia de la tenencia de activos de largo plazo a tasa de interés fija ajustables por inflación (reales) y pasivos a corto plazo a tasa de interés de mercado no ajustables (nominales). Esto implicaba que los resultados de las entidades tenían una alta sensibilidad a las variaciones de la tasa real de interés, y era el más problemático de los dos descalces arriba mencionados, tanto debido a la magnitud de la exposición al riesgo involucrada (142% del PN), como por su impacto negativo sobre la generación de crédito, particularmente de largo plazo.

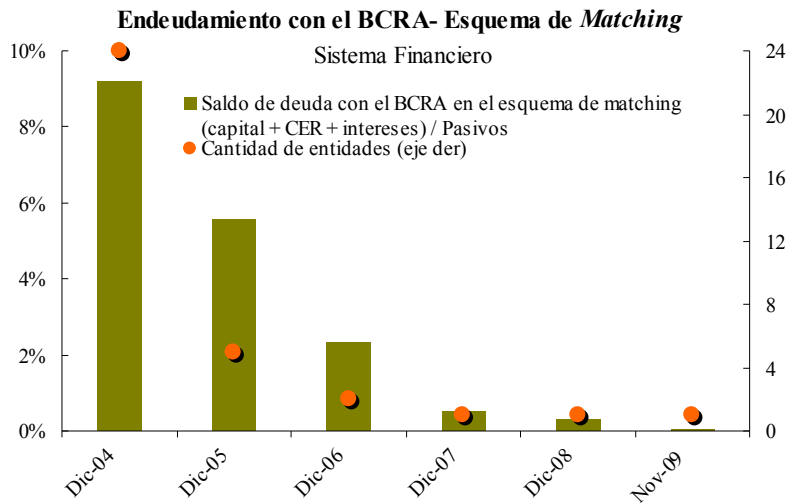
Un elemento que, paradójicamente, dificultaba la solución del problema eran las facilidades normativas de que gozaban los activos ajustables introducidas en abril de 2003 y sus modificaciones posteriores, tanto en materia de exigencias prudenciales como en lo que respecta a su valuación, ya que implicaban que los bancos registrarían pérdidas contables si pretendían disminuir las tenencias que generaban el descalce en cuestión mediante su venta en el mercado. Pero dada la trayectoria generalmente descendente que tuvieron las tasas de interés reales en los siguientes años y la tendencia ascendente de la inflación, el descalce terminaría por generarles resultados positivos a los bancos, y su trayectoria como porcentaje del patrimonio neto fue monótonamente decreciente.

El considerable descalce de moneda se manifestaba en una posición neta activa (“larga”) equivalente a 41% del patrimonio neto a diciembre de 2004, originada en la recepción de compensaciones en dólares (Boden) y la cancelación de los pasivos en moneda extranjera (ya sea por reestructuración o capitalización de deudas). En esas condiciones, la apreciación del peso tenía un impacto negativo sobre el patrimonio de los bancos. No obstante, la magnitud de este descalce era mucho menor si se valuaban los títulos públicos en dólares a precios de mercado, de modo que, desde esta perspectiva, la posición larga en dólares no planteaba un riesgo serio a mediano/largo plazo y podía atenuarse si dichos activos se revaluaban (lo que efectivamente ocurrió en 2005 y 2006).

Finalmente, el sistema financiero mostraba un importante descalce de plazos, hecho también vinculado con la importante exposición al riesgo de sector público. En consecuencia, el aumento de las tasas de interés de largo plazo podía generar un impacto patrimonial negativo, en tanto una inversión de la curva de rendimientos ocasionaría un deterioro de la relación entre ingresos y egresos financieros.

En este escenario, la política del BCRA en los siguientes años buscó crear condiciones para una fuerte expansión del crédito al sector privado, lo cual permitiría atenuar los descalces mencionados, al mismo tiempo que se fomentaba la generación interna de capital por parte de las entidades, creando condiciones para que éstas obtuvieran resultados positivos. Pero algunas medidas planteaban conflictos entre los objetivos perseguidos. En este sentido, las autoridades consideraron que hacia fines de 2004 había condiciones para una aceleración del cronograma de cancelación de redescuentos en relación al previsto en el esquema de *matching*.

Gráfico 9

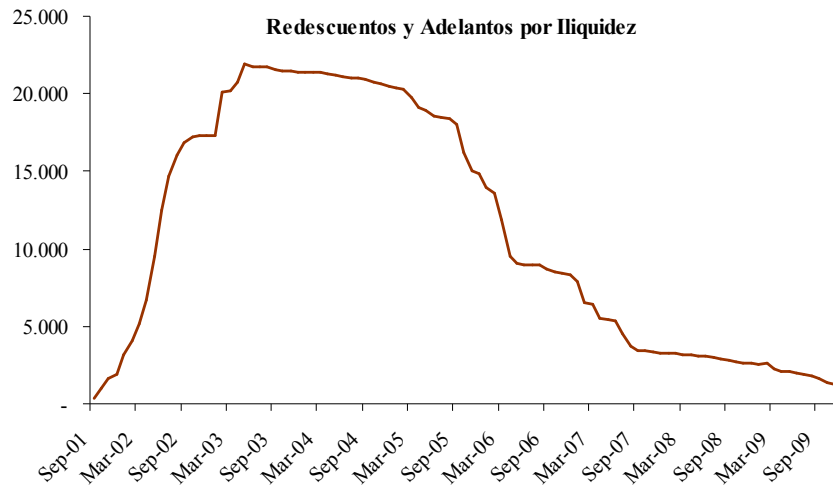


Fuente: BCRA.

Las entidades poseían altos niveles de liquidez que superaban la exigencia y el BCRA estaba interesado en generar mecanismos para absorber fondos del mercado de dinero y moderar el sesgo expansivo que estaba teniendo la política monetaria. Además, para las entidades resultaba muy ventajoso cancelar un fondeo que en las condiciones prevalecientes resultaba caro (3,5% + CER). Estas razones llevaron a establecer un procedimiento en diciembre de 2004 por el cual podían realizar adelantos de cuotas para acelerar el cronograma de cancelación previsto en el esquema de *matching*⁵³.

53. La limitación del mecanismo de cancelación anticipado previsto en el diseño original era su carácter irreversible. En diciembre de 2009 una entidad pública canceló su última cuota pendiente. El último banco privado canceló en febrero de 2007.

Gráfico 10



Fuente: BCRA.

Como contrapartida, la cancelación anticipada y el adelanto de cuotas reducían la madurez del fondeo, aumentando el descalce de plazos heredado de la crisis 2001-2002. Pero mejoraban la solvencia, al contraerse el endeudamiento ajustable por CER (debido al menor costo de fondeo) aunque, por otro lado, aumentaban la posición activa en instrumentos ajustables y, por ende, la magnitud del descalce de tasa de interés real que tenía el sistema financiero.

En definitiva, los mecanismos de transición establecidos por el BCRA en 2002-2003 probaron ser suficientes para darle tiempo al sistema a “curar sus heridas”, aprovechando el impacto favorable de un largo período de crecimiento económico ininterrumpido y la mejora significativa de la solvencia del Estado Nacional.

IV.8. El sistema bancario emerge fortalecido (2005-2009)

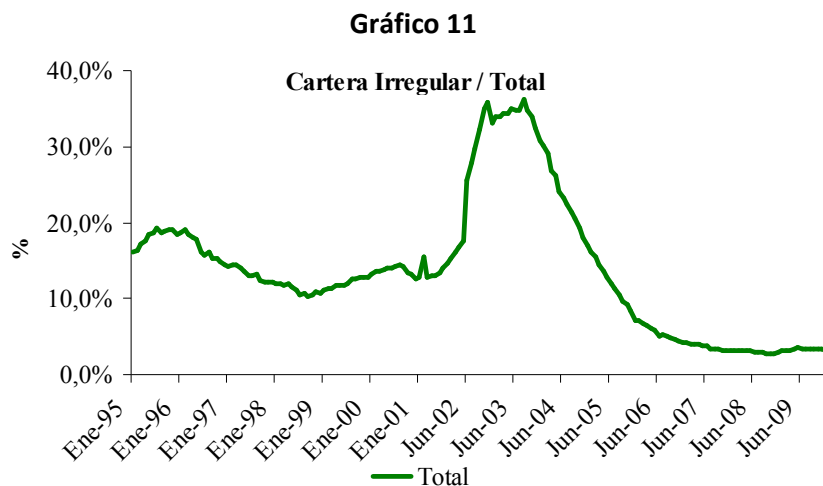
Entre los años 2005 y 2009, tras superar la etapa más dura de la crisis, y ya habiéndose ajustado el marco regulatorio al nuevo régimen económico vigente, el sistema financiero continuó recuperándose y hubo una mejora sostenida de los indicadores de solvencia, rentabilidad, calidad de cartera y eficiencia, mejora que no se detuvo en 2009 a pesar de la recesión.

En primer lugar, la integración de capital de los bancos en relación a los activos ponderados por riesgo (RPC/APR) fue aumentando progresivamente, al pasar de un mínimo de 14% a fines de 2004 a casi 19% en diciembre de 2009⁵⁴. No sólo aumentó el nivel de capitalización del sistema sino que también se produjo una mejora de la calidad del capital, en la medida en que disminuyó la participación de activos con valuaciones especiales en el patrimonio.

54. Si se valúan los títulos públicos a precios de mercado el capital recién se habría tornado positivo a nivel agregado en 2004 y sólo habría superado a la exigencia en el segundo trimestre de 2006.

En segundo lugar, la rentabilidad del sistema mostró una mejora sostenida, al dejar atrás los quebrantos del período 2002-2004 y registrar resultados positivos que aumentaron desde 0,9% de los activos (netos) en 2005 a un ROA de 2,4% en 2009. Hay que destacar que los resultados no atribuibles a la herencia del pasado fueron considerablemente mejores. El mayor peso del crédito al sector privado, que casi duplica su participación en el activo total entre 2004 y 2009 (19,6% a 38,4%), explicó el aumento del resultado por intereses, ya que los *spreads* en 2009 fueron semejantes al promedio de los registrados en los años 2004-2005. En comparación con el ROA promedio de 0,7% registrado en el período 1996-1998 (los años de apogeo de la convertibilidad), el sistema que emergió de la crisis tiene una rentabilidad más alta, diferencia que es aún más pronunciada en el caso del ROE.

En tercer lugar, la cartera irregular continuó reduciéndose desde 18,6% de las financiaciones en diciembre de 2004 a 3,5% en diciembre de 2009. Tal vez éste sea el aspecto en que más mejoró el sistema financiero en comparación con su desempeño en la segunda mitad de la década del noventa, lo cual se refleja en la caída de los cargos por incobrabilidad. En los años de más baja mora en dicho período (1997-1998) la cartera irregular fue equivalente, en promedio, a 13% de las financiaciones al sector privado no financiero, y generaba cargos por 1,3% del activo en promedio, comparado con 0,5% en 2008-2009.



Fuente: BCRA.

En cuarto término, el sistema bancario también ha hecho progresos en materia de eficiencia, lo cual se reflejó en la evolución de la cobertura de los gastos administrativos con el margen financiero y los resultados por servicios, indicador que subió de 115% en 2004 a 196% en 2009, a pesar de los fuertes aumentos de las remuneraciones, y es superior al promedio de 149% del período 1999-2001, los mejores años de ese indicador antes de la crisis. En comparación con el segundo quinquenio de la convertibilidad, tanto el margen financiero como los resultados por servicios son más altos en 2007-2009, mientras que la incobrabilidad es más baja.

IV.9. La evolución monetaria y crediticia

La mejora consistente de los indicadores arriba mencionados no fue acompañada por un desempeño semejante de los agregados monetarios y crediticios a lo largo de todo el período 2005-2009. Estos detuvieron su trayectoria ascendente en moneda constante en 2007, tanto como consecuencia del impacto de la crisis global como de la desconfianza producida por la intervención del Indec. En el segundo trimestre de ese año se produce una caída de los depósitos, que fue seguida más tarde, en enero de 2008, por un quiebre de la tendencia alcista de los préstamos al sector privado.

En efecto, entre diciembre de 2004 y abril de 2007 los depósitos privados aumentaron un 32,9% en términos reales para alcanzar el máximo de la serie histórica post crisis con una relación depósitos privados/PIB que ascendió a 16,3% en el primer trimestre de 2007, aún bien por debajo del promedio de 24,5% del período 1998-2000.

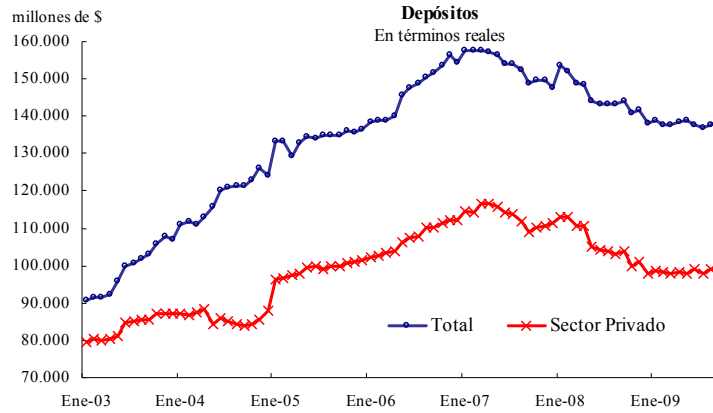
Desde entonces los depósitos del sector privado en términos reales tuvieron una trayectoria descendente (-16,4%) hasta un tocar un mínimo en mayo de 2009, pero hacia fin de dicho año habían crecido 4,2%. En el mismo período el M3 privado cayó de 24% a 19% del PIB.

Finalmente, debe enfatizarse la debilidad que implica el alto nivel de la relación entre depósitos transaccionales y plazos fijos (depósitos con fines de “ahorro”), variable que, al igual que la demanda por efectivo, sufrió un cambio estructural a raíz de la crisis.

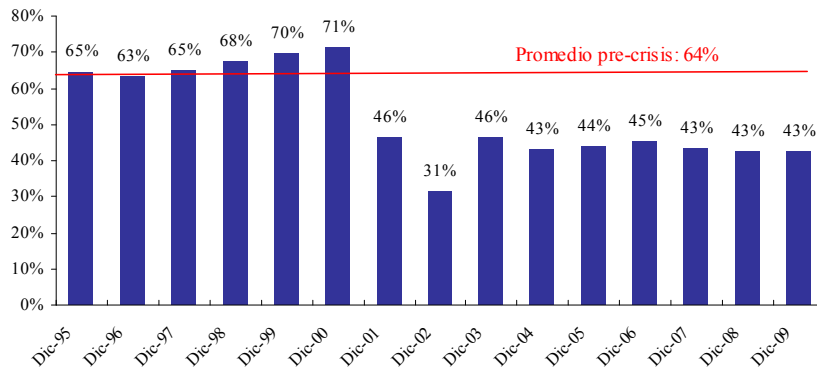
Por el lado del crédito la evolución fue un poco más dinámica hasta 2007. No obstante, el progreso registrado no permitió recuperar la profundidad crediticia observada en la segunda mitad de la década del noventa. En el período 2004-2007 la relación préstamos/PIB subió de 7,1% a 11,7%, un nivel todavía muy por debajo del promedio de 22% registrado en el período 1998-2000. A partir de enero de 2008 los préstamos al sector privado no financiero inician una tendencia decreciente (en términos reales) y, a pesar de una modesta recuperación en el segundo semestre, habían acumulado una caída de 3,5% a diciembre de 2009.

El tamaño del activo del sistema es, en moneda constante, claramente inferior al existente bajo el régimen bancario de la segunda mitad de la década del noventa, a pesar que el PIB es aproximadamente un tercio mayor a precios constantes.

Gráfico 12
Evolución de los depósitos bancarios



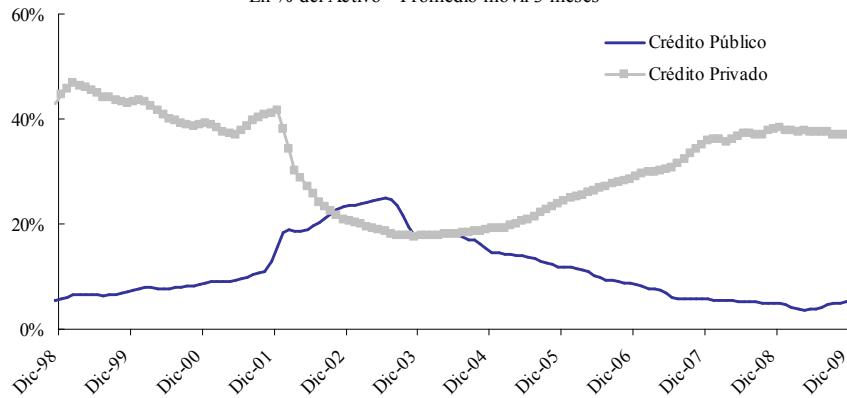
Depósitos Plazo Fijo del Sector Privado no Financiero
Depósitos Plazo Fijo / Depósitos totales



Fuente: BCRA.

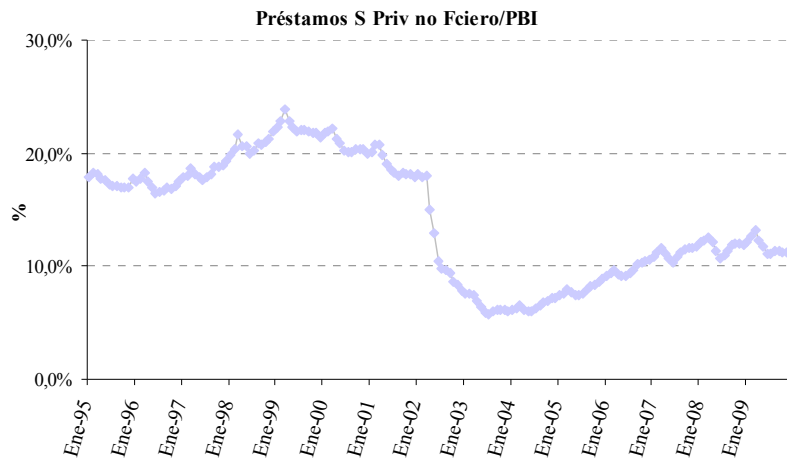
Gráfico 13

Riesgo de Crédito Público y Privado
En % del Activo - Promedio móvil 3 meses



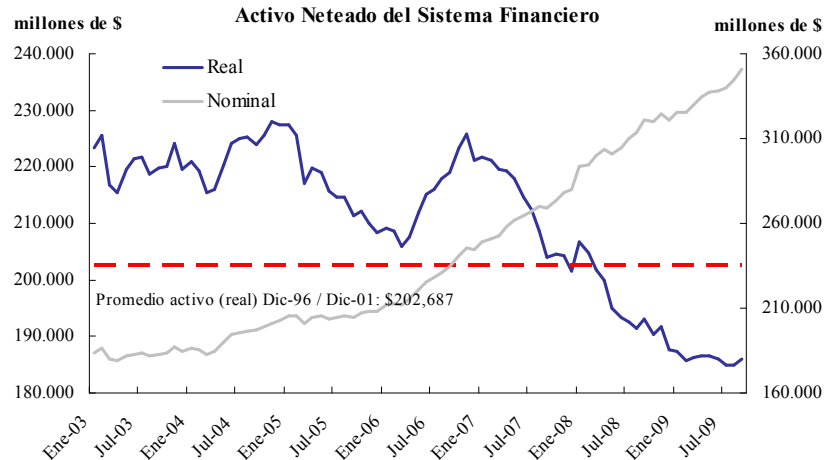
Fuente: BCRA.

Gráfico 14



Fuente: BCRA.

Gráfico 15



Fuente: BCRA.

IV.10. Fuga de capitales: la transmisión financiera de la crisis global y los factores internos

Diversos factores provocaron la reversión del proceso de remonetización desde el segundo trimestre de 2007.

Por una parte, la crisis global se transmitió a la economía a través del canal financiero, y estimuló la salida de capitales privados. Pero, como ya se señaló, la ralentización de la dinámica de los agregados monetarios y crediticios fue exacerbada por perturbaciones de origen interno, especialmente por varias acciones del gobierno que promovieron la desconfianza, como la manipulación de las estadísticas de inflación y la estatización del sistema previsional privado. La percepción de que las autoridades proceden con un alto grado de arbitrariedad en sus decisiones generó un clima negativo para la confianza del público, que se reflejó en salida de capitales, caída de la inversión y en una retracción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, en un contexto de marcada “preferencia por la flexibilidad”. Esos factores de origen interno

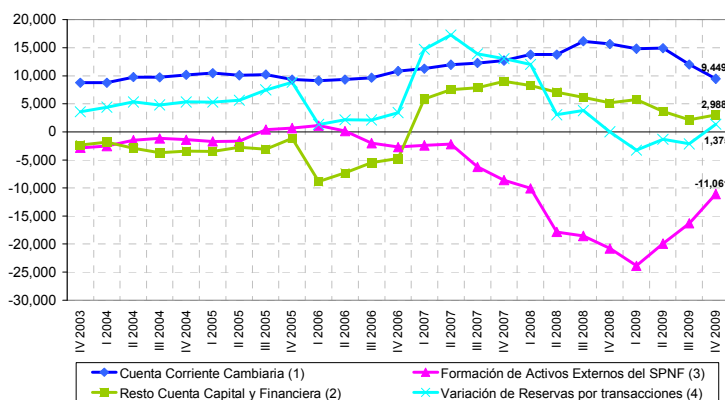
operaron exacerbando el impacto del canal financiero de transmisión de la crisis global. Por ese motivo, las repercusiones en Argentina fueron particularmente intensas, superando a las observadas en países con posiciones externas y fiscales *a priori* más vulnerables.

Como puede verse en los gráficos 16 y 17, las salidas de fondos registradas en el balance cambiario de la Argentina se hicieron muy marcadas a partir del segundo semestre de 2007, en consonancia con el estallido de la crisis *sub-prime* en EE.UU. y reflejando el creciente convencimiento por parte del público de que la intervención del Indec no era un hecho pasajero. Se registraron picos especialmente intensos, como el del segundo trimestre de 2008, asociado al conflicto del gobierno con el sector agropecuario. Como en otros episodios históricos, dicha tendencia se vio acompañada por un aumento del grado de dolarización de los depósitos, que fue particularmente acentuado en el caso de los plazos fijos, donde la participación de las imposiciones en moneda extranjera subió de 18,1% a 35,8% entre marzo de 2007 y junio de 2009.

Desde mediados de 2007 y hasta el cuarto trimestre de 2009, la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero alcanzó a 39.862 millones de dólares, cifra que equivale al 75% de los ingresos de divisas por exportación registrados en todo el año 2008 en el balance cambiario.

Gráfico 16

Balance Cambiario
(millones de dólares)



Notas al gráfico 16:

SPNF: Sector privado no financiero.

- Se atribuye a cada trimestre la suma de los saldos de los cuatro trimestres consecutivos que terminan en dicho trimestre.
- A la serie denominada "Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero" se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos *externos* en su poder (es decir, de activos contra "no residentes"). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).
- El saldo de la cuenta de capital y financiera es (2) + (3).

(1) + (2) + (3) = (4). Notas:

SPNF: Sector privado no financiero.

- Se atribuye a cada trimestre la suma de los saldos de los cuatro trimestres consecutivos que terminan en dicho trimestre.

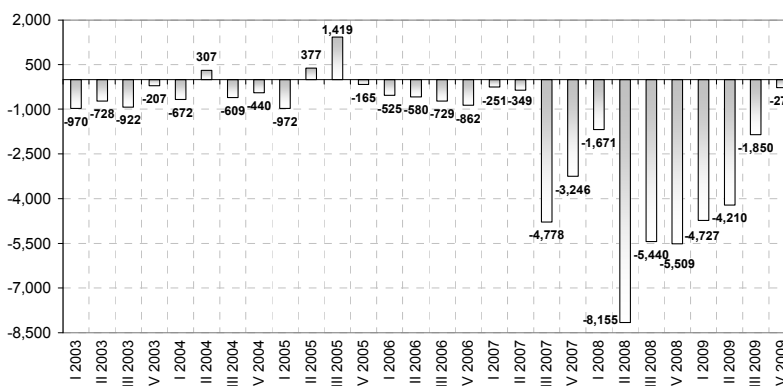
- A la serie denominada “Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero” se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos *externos* en su poder (es decir, de activos contra “no residentes”). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

No obstante, es claro que en el segundo semestre, y particularmente en el cuarto trimestre, el público disminuyó su percepción sobre el riesgo local. El resultado del MULC alcanzó en ese trimestre su nivel máximo desde el segundo trimestre de 2007, cayó fuertemente la demanda de activos externos e, incluso, y por primera vez desde 2005, se registró una venta neta de billetes en moneda extranjera por parte del público.

Por su magnitud, aunque no por sus consecuencias, la salida de fondos entre el tercer trimestre de 2007 y el tercero de 2009 sólo es comparable a lo observado en los episodios de fuga de capitales más traumáticos en la historia del proceso de integración financiera internacional del país, como los acontecidos bajo el programa de la “tablita cambiaria” de 1978-81, y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: en ocasión de la crisis mexicana, y en la fase final de ese régimen en 2000-2001.

Gráfico 17

Evolución de la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero
en millones de dólares



Nota: para la forma de cálculo, ver nota al pie del Gráfico 16.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Pero esta vez, el contagio de una crisis internacional encontró a Argentina en una posición externa y fiscal que la hacía mucho menos vulnerable que antaño. La histórica fragilidad externa de la economía argentina, que ha sido su verdadero talón de Aquiles, fue atenuada por la generación sistemática de saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos, gracias a sostenidos superávits en el comercio con el resto del mundo.

En el período que se extiende desde mediados de 2007 al cuarto trimestre de 2009, el balance comercial acumuló un excedente de u\$s43.786 millones, según el balance cambiario, cifra que excede la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero en el mismo lapso. En ese mismo período, la cuenta corriente cambiaria (ver Gráfico 16), que registró hasta el segundo trimestre de 2008 una tendencia creciente, acumuló un saldo de u\$s30.727 millones, equivalentes a 77% de la acumulación de activos externos del sector privado no financiero.

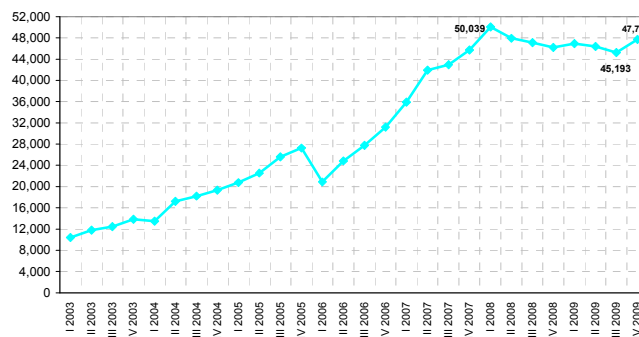
En definitiva, y a diferencia de los otros episodios de salidas masivas de capitales que hemos mencionado, en este caso se pudo satisfacer la demanda de activos externos del sector privado con el flujo de superávit comercial, y no hubo necesidad de apelar a las reservas del BCRA. Así, en el Gráfico 18 se ve que las reservas internacionales no se vieron mayormente afectadas por la salida de capitales.

No obstante, la escasa reducción de las reservas también se debe a que el Banco Central obtuvo recursos del BIS (el Banco de Basilea) y, ya en el cuarto trimestre de 2009, se produjo el ingreso de los DEGs asignados al país por el FMI (equivalentes a u\$s2.620 millones). Además, el aumento de los depósitos de los bancos en moneda extranjera en el Banco Central, reflejo de cierta dolarización de los depósitos privados asociada a la salida de capitales, fue una contribución adicional al sostenimiento de las reservas.

Gráfico 18

Stock de Reservas Internacionales del BCRA

Valor a fines del período, en millones de dólares



Fuente: BCRA.

Además del superávit comercial, que permitió un paulatino descenso del endeudamiento externo neto, en el terreno de las finanzas públicas la economía pasó, como resultado del ajuste fiscal posterior a la crisis de 2001-2002, a generar sostenidamente resultados superavitarioros. Esto redujo los requerimientos de fondos a la renovación parcial de compromisos que iban venciendo, a lo cual se sumó el impacto favorable de la reestructuración de deuda en 2005. El canje correspondiente disminuyó los pasivos externos y postergó en el tiempo el perfil de vencimientos, además del impacto del crecimiento del PIB y las exportaciones, que redujeron aún más el peso relativo del servicio de la deuda.

Este paulatino “proceso de desendeudamiento” a partir de 2002 también tuvo como protagonista al sector privado. En efecto, la deuda externa del mismo disminuyó desde

u\$s 78.880 millones en diciembre de 2001 a u\$s 55.450 millones en septiembre de 2009 (de 297% a alrededor de 85% de las exportaciones de 2010). En el caso particular del sector financiero, la deuda externa cayó de u\$s16.400 a u\$s3.800 millones, en gran medida como resultado de capitalizaciones de deuda por parte de casas matrices del exterior. A diferencia del sector privado no financiero, el sector bancario canceló en términos netos préstamos financieros y líneas de crédito en 2007 y 2008.

El hecho es que la economía argentina se ha “desapalancado” en los últimos ocho años y ha dejado de depender del ahorro externo. Esta es una diferencia esencial, aunque no la única, cuando se compara este episodio de fuertes salidas de capitales con otros del pasado. Tanto bajo la “tablita” cambiaria de fines de los setenta, cuanto en ocasión del efecto Tequila y en la fase final de la convertibilidad, la economía presentaba una mayor vulnerabilidad externa, en la forma de déficits en cuenta corriente relativamente grandes y crecientes, en contextos de fuerte apreciación cambiaria. Además, en los tres casos, el sistema financiero registró una acelerada expansión en la fase previa a la salida de capitales, alimentada precisamente por fuertes ingresos de capitales del exterior. Tanto en 1981 como en 2002 el “descalce” de monedas generado por los préstamos a los sectores productores de bienes no transables, y el subsidio que, implícitamente, tenía el crédito en dólares, tuvieron consecuencias devastadoras. En cambio, el desaliento deliberado de la dolarización, la minimización normativa del descalce de moneda y la ausencia de atraso cambiario, moderaron significativamente la fragilidad del sistema en 2007-2009. Esto se manifiesta en que los préstamos en moneda extranjera tienen una participación baja en el crédito total al sector privado (14,8%) comparado con la década del noventa (65% en promedio, en 1998-2001).

IV.11. Small is beautiful?

Sin embargo, también es cierto que la propia estrechez de la intermediación financiera interna contribuye a que el sistema bancario sea menos vulnerable, ya que las escasas magnitudes involucradas le dan un mayor poder relativo al Banco Central como prestamista de última instancia. De manera algo paradójica, en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas carencias resultaron en una relativa ventaja frente a la crisis financiera internacional, ya que contribuyeron, junto con los cambios en el sistema regulatorio que se han examinado, a atenuar la transmisión de los impulsos externos negativos, limitando, de ese modo, su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas.

La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno cuando se requiere moderar el aumento del gasto de origen privado, como era la situación durante la aceleración inflacionaria posterior a 2004⁵⁵. Pero de todos

55. Sin embargo, se podría argumentar que, en la medida en que los préstamos son de corto plazo y exigen un *rollover* continuo, un aumento significativo de la tasa de interés puede tener

modos las autoridades no intentaron implementar una política monetaria contra cíclica. En verdad convalidaron el fuerte impulso sobre la demanda agregada originado en el sector fiscal y la política de ingresos. No obstante, sí adoptaron medidas para atenuar el impacto que las turbulencias financieras externas que comenzaron en 2007 tuvieron sobre las entidades bancarias y en el mercado cambiario.

IV.12. Política monetaria: dilemas y situaciones de “stress”

Una vez superada la etapa más crítica de la crisis, y habiéndose desplomado las distintas tasas de interés de mercado entre el segundo semestre de 2002 y el primer semestre de 2003, la política monetaria recorrió un camino casi totalmente despejado de dificultades hasta principios de 2007. El natural proceso de remonetización de una economía en crecimiento generaba un aumento continuo de la demanda de dinero al mismo tiempo que los bancos dejaban de necesitar la ayuda del BCRA y, por el contrario, iban cancelando la asistencia recibida mientras mejoraban su posición de liquidez. Las tasas de mercado tuvieron una disminución pronunciada, acompañando la disminución de las tasas de política, y a fines de 2003 y en los primeros meses de 2004 tocaron mínimos, hasta allí históricos. Es a partir de ese momento en que el BCRA comienza a montar un nuevo esquema de regulación monetaria, mediante el establecimiento de un mercado de pases (activos y pasivos) contra Lebac y Nobac, con el objetivo de establecer un “corredor” de tasas, en el marco de un programa de fortalecimiento de sus instrumentos de política (ver gráfico 20).

En 2005 se encaró el que, probablemente, fue el único esfuerzo digno de mención para moderar el exceso de liquidez en la economía, mediante la suba progresiva de las tasas de pases y el aumento del monto y las tasas en las colocaciones de Lebac y Nobacs. Complementariamente, en junio se introdujo una norma para frenar la entrada de capitales especulativos, al exigirse la constitución obligatoria de depósitos no remunerados de 30% (“encaje”).

Posteriormente se abandonó todo esfuerzo por aplicar una política monetaria contra cíclica. La tendencia general ascendente de las tasas de pases pasivos y Lebac en los siguientes años estuvo asociada a una caída de la tasa real y representó, en realidad, una política monetaria crecientemente acomodaticia. Las tasas (promedio) de los plazos fijos han sido sistemáticamente negativas en términos reales desde fines de 2003 hasta la actualidad.

En efecto, ya terminando el año 2006, y con el proceso de remonetización en fuerte desaceleración, el período “fácil” de la política monetaria estaba llegando a su fin, y el BCRA enfrentaba, finalmente, un serio dilema entre el objetivo de contribuir a combatir las presiones inflacionarias y el desafío de frenar o atenuar el proceso de apreciación cambiaria, el que resultaba insoluble si las autoridades no estaban

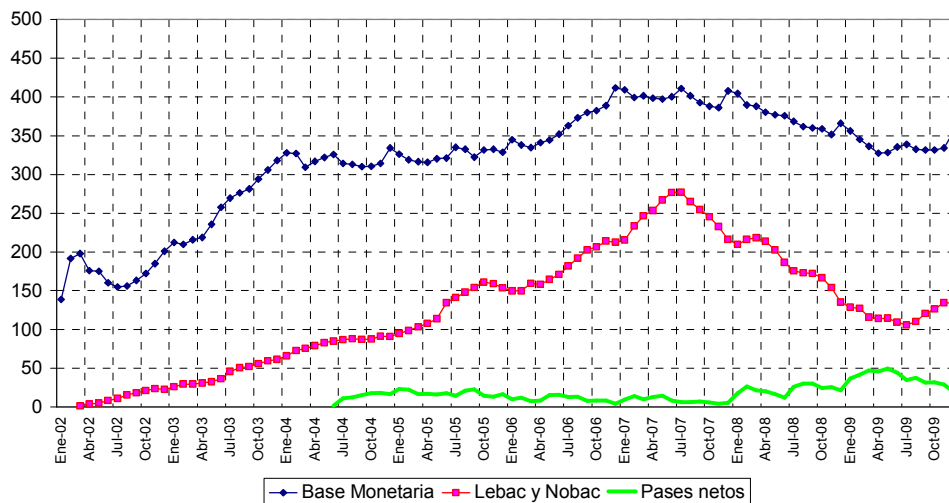
cierta potencia, pero su efecto es más disruptivo porque afecta fundamentalmente el capital de trabajo y no el crédito para inversión. Por otro lado, en un contexto como el argentino, un aumento de las tasas de corto plazo afectaría muy negativamente la rentabilidad de los bancos, que se han beneficiado de tasas reales de fondeo fuertemente negativas.

dispuestas a aumentar las tasas de interés. La segmentación efectiva del mercado permitida por el “encaje” hacía que esta estrategia resultase una alternativa más viable para lograr alguna combinación aceptable de los dos objetivos que en un contexto de libre movilidad de capitales.

Desde el segundo semestre de 2002 y hasta mediados de 2007, la entidad había intervenido continuamente en un mercado cambiario con permanente exceso de oferta de divisas, al tiempo que esterilizaba el efecto monetario expansivo de dicha intervención colocando letras de corto plazo (Lebac y Nobacs), fenómenos que pueden observarse en el Gráfico 19.

Gráfico 19

**Evolución de indicadores monetarios reales
(en millones de pesos de 1999)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Cabe señalar, sin embargo, que la esterilización mediante la colocación de letras fue resultando insuficiente una vez que el proceso de remonetización post crisis se fue desacelerando y comenzó cierta declinación del superávit fiscal y de su efecto contractivo, al tiempo que el cronograma de cancelación de redescuentos se fue agotando, tras alcanzar un máximo en 2005 y 2006 (cuadro 2). Dadas estas tendencias, las compras de divisas por parte del BCRA se manifestaron en un aumento notable del circulante, que llegó a 8,5% del PIB en el primer trimestre de 2007. La acumulación de “dinero excedente” no absorbido contribuyó, a la postre, al aumento de la tasa de inflación observado en 2007-2009.

Cuadro 2
Tasa de crecimiento de la base monetaria
y contribución de factores de expansión y de absorción

| Periodo | Total | Compra de Divisas | Sector Público | Pases | Redescuentos | Intereses y Primas | Remun. Ctes. y Reintegro | Titulos del BCRA en pesos | Titulos del BCRA en US\$ | Rescate de cuasimonedas | Otros |
|---------|--------|-------------------|----------------|-------|--------------|--------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------|-------|
| 2003 | 59.1% | 57% | -3% | 0% | -2% | -3% | 1% | -18% | 1% | 24% | 4% |
| 2004 | 13.1% | 50% | -14% | -12% | -3% | -2% | 1% | -9% | 0% | 0% | 1% |
| 2005 | 4.3% | 54% | -10% | -4% | -18% | -1% | 0% | -19% | 0% | 0% | 1% |
| 2006 | 46.3% | 79% | -10% | 11% | -15% | 0% | 0% | -18% | 0% | 0% | 0% |
| 2007-1 | -1.6% | 14% | 1% | -4% | -2% | 0% | 0% | -11% | 0% | 0% | 0% |
| 2007-2 | 6.2% | 21% | -3% | -1% | -1% | 0% | 0% | -10% | 0% | 0% | 0% |
| 2007-3 | 3.0% | -1% | -1% | 1% | -1% | 0% | 0% | 4% | 0% | 0% | 0% |
| 2007-4 | 14.8% | 6% | -3% | 2% | 0% | 0% | 0% | 10% | 0% | 0% | 1% |
| 2008-1 | -0.5% | 8% | 0% | -5% | 0% | 0% | 0% | -4% | 0% | 0% | 0% |
| 2008-2 | 3.8% | -9% | -1% | 3% | 0% | 0% | 0% | 8% | 0% | 0% | 2% |
| 2008-3 | -0.9% | 4% | -2% | -7% | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 3% |
| 2008-4 | 8.0% | -7% | -6% | 3% | 0% | 0% | 0% | 14% | 0% | 0% | 3% |
| 2009-1 | -10.8% | -5% | -3% | -9% | 0% | 0% | 0% | 4% | 0% | 0% | 2% |
| 2009-2 | 3.4% | 0% | -3% | 3% | 0% | 0% | 0% | 2% | 0% | 0% | 1% |

Nota: primera columna de la izquierda muestra la tasa de crecimiento de la base monetaria entre periodos. Las restantes, descomponen ese crecimiento presentando la contribución de cada rubro.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCRA.

Pero el contexto cambió abruptamente a mediados de 2007, en el primero de tres episodios sucesivos de recrudescimiento de la salida de capitales. Las salidas de fondos que se registraron en el tercer trimestre comenzaron a afectar la liquidez interna y el BCRA pasó, de esterilizar parte de la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebac y Nobacs, justamente con el propósito de estabilizar el mercado cambiario. Un segundo episodio se observó en el segundo trimestre de 2008 (conflicto con el campo y caída de Lehman Brothers), cuando se registró el récord de salida de capitales de la serie histórica (u\$s8.155 millones), y obligó al BCRA a ajustar las tasas de interés. Y entre septiembre y diciembre del mismo año (estatización de las AFJPs) volvió a acelerarse la salida de fondos y las tasas de interés de mercado (Badlar de bancos privados, *call* y plazos fijos) alcanzaron niveles muy elevados, que no se registraban desde el último trimestre de 2002 y los primeros meses de 2003, lo cual obligó al BCRA a proveer liquidez de manera masiva⁵⁶. Tras este episodio, la salida de capitales continuaría con fuerza hasta después de las elecciones legislativas de junio de 2009.

56. Entre el 4 de noviembre y el 31 de diciembre el efecto expansivo neto de su intervención ascendió a \$17.500 millones (tras una contracción previa de \$9.000 millones entre el 18 de septiembre y el 3 de noviembre)- Para garantizar la liquidez en pesos se utilizó un conjunto de instrumentos: nuevas líneas de pases activos con mayores montos disponibles; recompras anticipadas de Lebac y Nobac y opciones de venta para las entidades; operaciones de mercado abierto con bonos del gobierno; Acceso a ventanilla de liquidez usando colaterales no tradicionales (Bogar y PGs); precalificación de garantías que incluye a todas las fuentes de fondeo (no sólo depósitos); cómputo de la totalidad del efectivo en bancos para la integración del efectivo mínimo; posiciones bimestrales para los requisitos mínimos de liquidez.

Gráfico 20

Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y de pases activos y pasivos (7 días), en porcentaje nominal anual

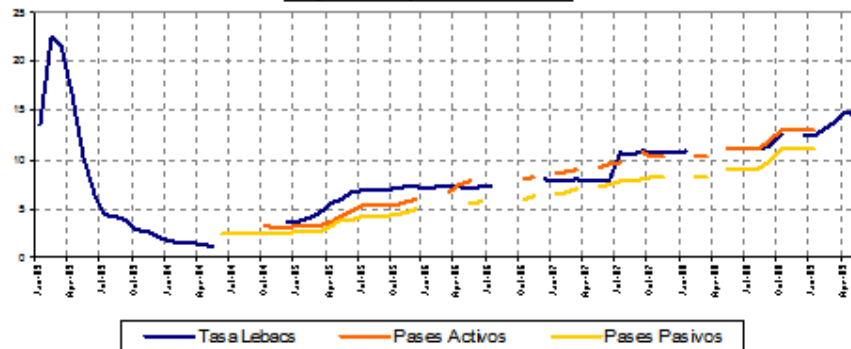
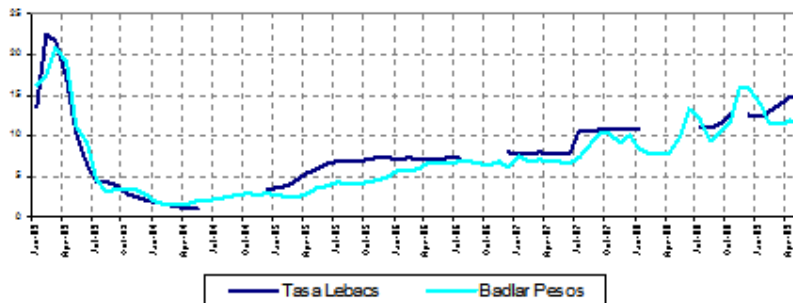


Gráfico 21

Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y BADLAR, en porcentaje nominal anual



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

V. Reflexiones finales

Históricamente, el sistema financiero argentino no ha sido un actor central ni en el impulso ni en la propagación del ciclo económico. Asimismo, su escasa incidencia en el financiamiento de la actividad productiva y su casi irrelevancia en el mercado de crédito hipotecario han impedido que se constituyera en un actor capaz de desestabilizar por sí mismo la economía. No ha habido fenómenos de burbujas generadas por el crédito bancario, ni siquiera a un nivel sectorial (o regional) muy acotado⁵⁷.

Pero el sistema ha sido repetidamente sacudido por crisis generadas a raíz de profundos desequilibrios macroeconómicos, los que tuvieron impactos negativos muy fuertes y fueron generalmente más disruptivos que lo observado en otros países frente

57. Paradójicamente, la regulación macroprudencial, tan ensalzada tras la crisis internacional, no parece ser muy necesaria en Argentina, no sólo porque no se generan burbujas sino porque hay un alto “grado de separación” entre los bancos, que se financian muy poco entre sí. Tanto el mercado de *call* como el de *repos* son diminutos. Hay poca interconexión.

a situaciones similares. Los depositantes sufrieron pérdidas de capital (en ocasiones muy significativas) repetidas veces a lo largo de las décadas. Por ese motivo, no es un hecho casual que Argentina sea el país con la historia de corridas bancarias más frondosa de la región⁵⁸.

Teniendo en cuenta esta marcada vulnerabilidad, en la década del noventa las autoridades hicieron un gran esfuerzo por mejorar los estándares de regulación y supervisión, motivadas, además, por la obvia rigidez del esquema de convertibilidad. Pero la crisis, y particularmente sus manifestaciones anticipadas, produjeron una reversión del proceso de migración a esos estándares que comenzó bastante antes del estallido final⁵⁹. La “dominancia macroeconómica” se impuso a los intentos voluntaristas de consolidar la plena vigencia de un régimen prudencial y de supervisión moderno y exigente. Esto no significa argumentar que el diseño de entonces fuera óptimo, ni siquiera que estuviera correctamente adaptado para el régimen macroeconómico prevaleciente, sino que simplemente no ha habido en Argentina tiempo suficiente bajo un determinado marco regulatorio como para poder extraer conclusiones robustas acerca de sus virtudes y defectos con el régimen funcionando a pleno.

Tras la crisis, las autoridades modificaron los aspectos del marco prudencial que eran claramente inadecuados bajo un régimen de tipo de cambio flexible con prestamista de última instancia y se tomó la decisión de reducir drásticamente el grado de dolarización dentro del sistema bancario. Pero el objetivo de largo plazo siguió siendo el de retomar el proceso de convergencia a la vigencia plena, aunque con los importantes ajustes mencionados, del marco regulatorio estándar diseñado en la década del noventa.

A dicho marco se lo suavizó, en el margen, a través de un conjunto de normas que relajan los requisitos en materia crediticia, pero se trata de cambios con un impacto agregado modesto, tanto en la oferta como en la demanda de crédito. También fue modesta (y correcta) la decisión de las autoridades, en la práctica, de no “subirse al carro” del acuerdo de Basilea II, ya que al haber optado por el sistema estandarizado simplificado no se introduce ningún cambio sustantivo, y se tiene la ventaja típica de poder adoptar tardíamente un determinado sistema cuando ya ha sido probado y testeado por otros⁶⁰.

El hecho es que el impacto de la eliminación de todas las restricciones regulatorias a la oferta de crédito percibidas como innecesarias ha sido prácticamente nulo. El “voluntarismo normativo” ha sido inefectivo en este terreno, y esta vez no porque

58. Vale la pena destacar el hecho inusual de que, en un país con superávit fiscal y externo y bancos con abundante liquidez, se hayan verificado cuatro episodios de inestabilidad, con caídas (aunque breves y moderadas) de depósitos, en los últimos dos años (julio-octubre 2007; abril-julio 2008; septiembre-diciembre 2008; abril-junio 2009). Esto se explica en gran medida por la conducta adaptativa de los agentes tras una historia financiera excepcionalmente sufrida.

59. Se suspendió la implementación proyectada de ciertos “refinamientos” normativos, se dio marcha atrás o se introdujeron franquicias.

60. La implementación del sistema estandarizado (no simplificado) plantearía dificultades varias, y adoptar el sistema avanzado sería directamente utópico, independientemente de la valoración que se tenga de tal esquema.

haya sido víctima del determinismo macroeconómico, ya que las condiciones han sido francamente favorables, y la situación específica del sector habría permitido, en un contexto con *animal spirits* más entonados, una dinámica del crédito diferente.

En efecto, la “microeconomía” del sector no es mala. En primer lugar, los bancos cuentan en la actualidad con niveles de liquidez extraordinariamente elevados, cercanos al 30% de los depósitos totales, que constituyen los registros más altos de la serie histórica (a pesar de lo cual su rentabilidad es mejor que en la década del noventa). Esto marca un aumento significativo respecto al 22,5% y 23% observado en 2006 y 2007, respectivamente, los años que, en la argumentación que se desarrolla más abajo, representan la “cuasi-normalidad” que, de no haber sido perturbada por un conjunto de hechos disruptivos, podría haber señalado el comienzo de la construcción de un régimen de funcionamiento mucho más sano del sistema bancario. El alto nivel de liquidez está reforzado por la tenencia de Lebac y Nobacs no afectadas a operaciones de pase, con lo cual la cobertura de depósitos supera el 40%. Pero eso no es todo, ya que los bancos pueden acceder a mecanismos especiales de liquidez contingente⁶¹. Esta situación de exceso de liquidez es anómala y refleja un equilibrio de muy bajo volumen en el mercado de crédito.

En segundo lugar, la exposición al sector público se ha ido reduciendo gradualmente desde un nivel todavía superior al 40% en diciembre de 2004 y apenas ascendía al 14,5% a diciembre de 2009 (6,3% en los bancos privados). La ironía es que éste no es un nivel en absoluto elevado internacionalmente, y es bastante menor que en otros países latinoamericanos como Brasil y México, pero, como se ha mencionado ya, la historia muestra que la deuda pública ha sido un lastre en Argentina, y no un activo de bajo riesgo. Que se considere como algo natural que cuanto más baja sea la exposición al sector público mejor están los bancos ya es un hecho extraordinario, máxime teniendo en cuenta que la solvencia del estado mejoró significativamente tras el canje de 2005 y la reducción de la relación deuda/producto en la segunda mitad de la década, y que el perfil temporal de los vencimientos pasó a ser el más desahogado de la región.

En tercer término, también los descaldes de tasa de interés real y de moneda se han reducido fuertemente y ya no representan riesgos significativos. Así, el primero de ellos, reflejando principalmente el impacto adicional del canje de PGs de principios de 2009, no representaba más que un 63% del patrimonio neto del sistema (20,3% en bancos privados) en diciembre de 2009. El descalde de moneda equivalía, en el mismo mes, a 34% del patrimonio neto (5,4% en bancos privados), lo cual está muy lejos de constituir una posición de debilidad.

Finalmente, el nivel de cartera irregular, aunque más alto que el mínimo registrado en septiembre de 2008 (2,8%) seguía siendo, en diciembre de 2009, muy bajo en términos

61. En los primeros meses de 2009 se estableció la posibilidad de licitar opciones de pases activos en pesos hasta un año de plazo, que se suma a las ventanillas de liquidez creadas en 2008, tales como la precalificación de activos (garantías) para el régimen de asistencia y la incorporación de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 a la gama de instrumentos ya disponibles para tomar fondos. Hay cláusulas que benefician a los bancos que expanden el crédito.

históricos (3,5%), en buena medida como consecuencia de una conducta extremadamente conservadora por parte de los bancos, a raíz de la incertidumbre prevaleciente.

En suma, ni la situación macroeconómica ni las condiciones específicas de los bancos (al menos con una lectura “abstracta” de los números, sin tomar en cuenta el contexto) explican por qué motivo se ha producido un retroceso respecto al progreso observado hasta el primer trimestre de 2007 en el nivel de monetización y hasta el primer trimestre de 2008 en términos de crédito. Hay que enfatizar que estos fenómenos fueron acompañados por una visible disminución del plazo promedio de los (nuevos) préstamos en pesos (excluyendo adelantos y tarjetas de crédito) desde 52 meses en septiembre de 2007 hasta tocar un mínimo de 28 meses a fines de 2008, para apenas mostrar una tibia recuperación en 2009, que no revierte la caída previa.

El conjunto de los hechos mencionados no es sencillo de explicar, dada la falta de vulnerabilidades evidentes que justifiquen el comportamiento del público, y la fuerte divergencia en el riesgo percibido por el mercado en relación a otros países emergentes latinoamericanos (ver gráfico 3, más arriba).

Esto remite al mencionado quiebre de la serie de depósitos en términos reales (caída de la demanda real de dinero) observada a principios de 2007. En ese momento el sistema financiero argentino perdió una valiosa oportunidad de converger hacia una mayor normalidad y aumentar la profundidad financiera. Este último argumento se sustenta en alguna evidencia que muestra que, de haberse proseguido en un camino racional, y aún con eventuales dificultades transitorias generadas por algún *shock* externo, hacia 2006 y principios de 2007 había indicios de que estaban surgiendo nuevos mercados o se estaban profundizando los ya existentes. Además, los *spreads* eran bajos en términos históricos.

La evidencia anecdótica de que había una oportunidad de continuar en un camino de normalización es la siguiente. En junio de 2006 una empresa dedicada al financiamiento de consumo, vinculada con un banco local, realizó la primera emisión en pesos en el mercado internacional y volvió a efectuar una colocación en moneda local en noviembre, en una emisión a cinco años a tasa fija. Los mínimos *spreads* de la deuda pública sobre *Treasuries* se observaron en el segundo semestre del mismo año, antes de que tuviera impacto la manipulación de las estadísticas de precios. Pero todavía en junio de 2007, el Gobierno Nacional hizo una colocación de títulos públicos (\$1.500 millones de Bonar V) con características absolutamente inusuales para el mercado argentino: tasa fija en pesos a cinco años con amortización completa al vencimiento⁶². Aun dejando de lado estas emisiones excepcionales por sus características, el mercado de capitales parecía estar despegando hacia el primer semestre de 2007, con un aumento interanual de las emisiones privadas de 82%, asociadas casi en su totalidad a operaciones de financiamiento genuinos. Si se excluyen las emisiones vinculadas con reestructuraciones de deuda, el aumento fue de 264%, y varias empresas consiguieron financiamiento a plazos largos con tasa de interés fija (casi un cuarto de la deuda corporativa emitida en el semestre fue en

62. El rendimiento implícito fue de 11,7% y la relación *bid-to-offer* 3,5.

moneda local o ligada al peso). Los bancos lideraron las colocaciones en pesos (76% del monto emitido), de las cuales las principales fueron a tasa fija, y los plazos fluctuaron entre tres y cinco años (en dólares lograron colocar a diez años). Estas fueron las últimas emisiones a tasa fija en moneda local. Desde entonces el incipiente mercado se extinguió⁶³.

La duración de los nuevos préstamos al sector privado no financiero llegó a 4,1 años en el primer semestre de 2007, 12 meses más que en el mismo período de 2006 (excluyendo adelantos en cuenta corriente y financiaciones con tarjetas de crédito). El segmento de créditos hipotecarios también mostraba progresos considerables. A fines de 2006 la duración de los nuevos préstamos en esa categoría alcanzaba los 9,6 años, pero en el segundo semestre de 2007 ya había aumentado a un plazo promedio de 12 años.

La evidencia mencionada sugiere que, en retrospectiva, el período junio 2006-junio 2007 fue una “ventana de oportunidad” desperdiciada. Si la manipulación del IPC se hubiera revertido, el incipiente mercado por instrumentos en pesos a tasa fija habría retomado probablemente una senda ascendente. De hecho hubo emisiones en mayo y junio, a pesar de que ya desde enero la variación del IPC estaba fuertemente subestimada. Pero hay un factor que agravó fuertemente las dificultades que tiene el sistema financiero para poder alcanzar niveles de intermediación aceptables. En un entorno con tasas de inflación de dos dígitos no existe en Argentina una unidad de cuenta indexada creíble, ya que el CER fue afectado por el descrédito del IPC. Cabe señalar que los depósitos ajustados por dicho índice llegaron a representar un máximo de 18% de los depósitos a plazo fijo en pesos en enero de 2005. Pero en marzo de ese año se implementó una política de extensión progresiva de los plazos mínimos de colocación en esa moneda (a lo largo del año se aumentó de 90 a 365 días) que afectó negativamente la oferta de fondos. El objetivo explícito fue extender la madurez del fondeo de los bancos, pero también hubo presiones del sector por reducir el costo del fondeo, y coordinar su reducción para todas las entidades, dada la percepción de que la inflación tendría una tendencia creciente.

La consecuencia fue que ya en enero de 2007, antes de la adulteración del IPC, la participación de los depósitos ajustados por CER había disminuido a 7,2% de los plazos fijos en pesos y con posterioridad tendieron prácticamente a desaparecer, tras haber representado un máximo de 17,3% de los mismos en noviembre de 2005⁶⁴.

También es cierto que la demanda de crédito ajustado por tal índice era todavía muy baja⁶⁵. Pero se trata, precisamente, de un instrumento que puede ser útil en contextos de inflación moderada. Su destrucción ha dejado al sistema financiero argentino sin

63. El mercado de capitales también acusó el impacto de la estatización de las AFJPs en septiembre de 2008. Desde entonces, las emisiones de deuda cayeron otro escalón y se contrajo fuertemente el mercado de fideicomisos financieros.

64. Tenían consecuencias favorables para el sistema financiero, ya que aumentaban la madurez promedio de los pasivos bancarios al mismo tiempo que reducían el riesgo de tasa de interés real.

65. Este es otro ejemplo de cómo la historia es decisiva en la generación de los comportamientos sociales. La desafortunada experiencia con el crédito indexado a principios de la década del ochenta (circular 1050) limita la demanda del público por este tipo de instrumento. Distinta ha sido la experiencia en Chile o Colombia.

posibilidad alguna de generar crédito de largo plazo bajo condiciones de mercado con el actual marco normativo: el crédito en pesos es de corto plazo y el crédito en dólares está prácticamente restringido al sector exportador.

De modo que el principal factor de desarticulación del modelo macroeconómico de 2003-2006, la aceleración inflacionaria sin respuesta acorde en el plano de la política macroeconómica, y las distorsiones estadísticas en el cómputo de la inflación, constituyen también limitantes fundamentales para la profundización del desarrollo financiero.

Capítulo IV

Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Introducción

En este trabajo se examina la evolución macrofinanciera de la Argentina en los años noventa, hasta la crisis de la convertibilidad. Se pone énfasis, en particular, en los cambios en las regulaciones bancarias y en su interacción con la evolución macroeconómica y el grado de fragilidad financiera sistémica.

La sección siguiente presenta de forma sintética la macroeconomía de la Argentina en los años noventa, especialmente en la segunda mitad de la década, y describe sucintamente los mecanismos que llevaron a las crisis cambiaria y financiera. La sección II aborda la evolución de las regulaciones financieras y de los importantes cambios operados en la década en los mecanismos de supervisión, así como el modo en que las autoridades reaccionaron frente a los dilemas generados por el cambio desfavorable del contexto internacional en 1997-98. Finalmente, la sección III presenta, a modo de conclusión, una evaluación global del régimen financiero argentino de los años noventa.

I. La macroeconomía de los años noventa, la crisis y el inicio de la recuperación posterior

El régimen de convertibilidad, implementado en 1991, estableció una paridad 1 a 1 entre el peso y el dólar, el respaldo pleno de la base monetaria por reservas internacionales, la legalización de contratos denominados en moneda extranjera y la prohibición de las prácticas de indexación a la inflación local, en el marco de un amplio programa de reformas inspirado en el Consenso de Washington.

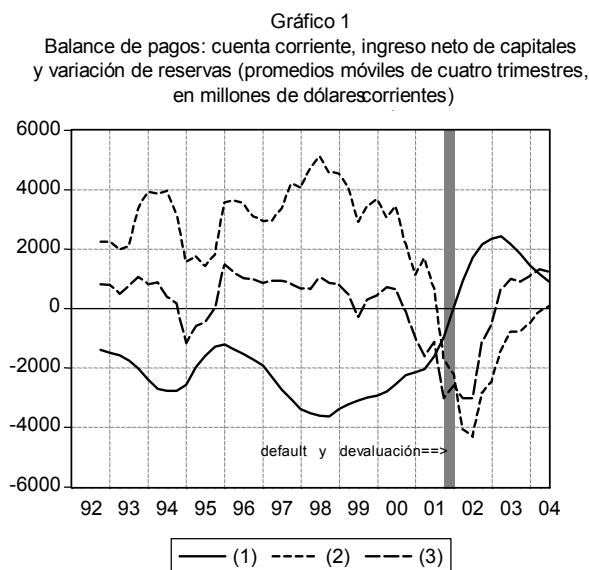
La fijación del tipo de cambio tuvo un impacto antiinflacionario inmediato, mejoró el cuadro de expectativas y favoreció importantes ingresos de fondos del exterior que impulsaron una rápida expansión. Esta se extendió hasta 1995, cuando el efecto Tequila produjo una transitoria reversión de los flujos de capitales, desembocando en una breve recesión. Ya a fines de 1995 se iniciaba un segundo ciclo en los años noventa, cuya fase expansiva llegaría hasta mediados de 1998, cuando el impacto combinado de las crisis del sudeste de Asia, la crisis rusa y luego la devaluación de la moneda brasileña, provocaron una nueva contracción, esta vez muy prolongada.

En el gráfico 1 presentamos los resultados de las principales cuentas del balance de pagos en esa década⁶⁶. Bajó el régimen de convertibilidad el comportamiento de las reservas de divisas resultaba una variable macroeconómica crucial, dada su conexión directa con los mercados internos de dinero y crédito. Cuando, tal como sucediera entre 1991 y 1994, los ingresos de capitales superaban en valor absoluto al déficit en

66. El análisis y un modelo formal de la dinámica de la economía argentina bajo la convertibilidad, así como sus estimaciones econométricas, pueden encontrarse en Damill, Frenkel y Maurizio (2002).

cuenta corriente, se acumulaban divisas, lo que daba lugar al crecimiento de los agregados monetarios y del crédito, potenciando la dinámica expansiva de la demanda agregada.

Los dos ciclos de los años noventa se ilustran también en el gráfico nº 2. Entre 1991 y 2001 la economía creció un 30,4%. En la primera expansión, entre 1991 y 1994, la tasa de crecimiento media anual fue de 7,2%. En la segunda, entre 1995 y 1998, luego de la breve contracción de 1995, alcanzó a 7,5%.



- (1) Saldo en cuenta corriente
- (2) Ingresos netos de capitales
- (3) Variación de reservas

Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía.

La expansión inicial, derivada del ingreso neto de capitales, duró hasta 1994, cuando la decisión de la Reserva Federal de elevar la tasa de interés afectó negativamente a los flujos de fondos y, como consecuencia del creciente déficit de cuenta corriente, las reservas internacionales dejaron de crecer. Posteriormente, el contagio de la crisis mexicana de diciembre de 1994 provocó una salida masiva de capitales a comienzos de 1995, elevando bruscamente las tasas de interés. Las reservas internacionales se contrajeron, y con ellas lo hicieron la liquidez interna y el nivel de actividad. Pero una significativa ayuda financiera externa, con importante participación del FMI, ayudó a preservar el régimen monetario y paliar la crisis financiera, conteniendo sus mecanismos de propagación. A fines de 1995 la economía estaba iniciando una nueva fase de expansión, que tendría menor duración que la primera. El giro negativo en el escenario financiero internacional experimentado en 1997-98, luego de las crisis asiáticas y rusa, encontró a la economía con una importante apreciación cambiaria, un significativo y creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y una visible carencia de instrumentos de política para lidiar con estos problemas, debido a las rigideces impuestas por el régimen monetario entonces vigente.

En este contexto, la prima de riesgo soberano exhibió una tendencia al alza, y el acceso al crédito externo se volvió cada vez más problemático. Además, el consiguiente incremento de las tasas de interés tuvo un impacto negativo sobre todos los deudores incluyendo al sector público.

Para adecuarse a la nueva situación y dada la carencia de otros instrumentos, el gobierno comenzó a utilizar a la política fiscal contractiva prácticamente como única herramienta. Se asumía que la disciplina fiscal generaría mayor confianza entre los operadores de mercado, de modo que la prima de riesgo país caería, induciendo a la baja a las tasas de interés. Como resultado de esto, la demanda interna se recuperaría, sacando a la economía de la recesión. Por otro lado, las tasas de interés más bajas y la expansión del PIB contribuirían al restablecimiento del equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso. Desde diciembre de 1999, un nuevo gobierno tomó prestado por completo este argumento de la administración anterior, al tiempo que el FMI otorgaba su sello de aprobación a la política.

Pese al fuerte incremento del resultado primario del sector público que se produjo a partir de 1997, merced a sucesivos paquetes de medidas de ajuste fiscal, el canal del crédito no pudo ser reabierto. Más aún, subas de impuestos y recortes del gasto público reforzaron la tendencia recesiva y alimentaron las expectativas negativas, impidiendo a su vez la esperada baja en la prima de riesgo soberano. La economía quedó atrapada, contrariamente a lo que se buscaba, en un círculo vicioso, en el cual permanecería por más de tres años. La política fiscal resultó impotente para compensar fuertes desequilibrios macroeconómicos cuyas raíces se encontraban en el sector externo de la economía.

1.1. El fin del régimen de convertibilidad

Con el propósito de restablecer las vías de acceso al financiamiento internacional, se implementaron sucesivos paquetes de medidas fiscales contractivas durante 2000 y 2001, fundados en esa visión fiscalista de la crisis. Los esfuerzos para sortear el *default* incluyeron, entre otras medidas, la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada a fines de 1999, que exigía al sector público reducir paulatinamente su déficit hasta llegar a cero en pocos años. Luego, cuando a mediados de 2001 el gobierno quedó virtualmente racionado de los mercados financieros (externo y local), se aprobó una ley de “déficit cero”, que obligaba a la administración nacional a equilibrar sus cuentas inmediatamente, de modo que el flujo de gastos debía adaptarse a los ingresos corrientes. La norma garantizaba la cobertura de determinados rubros del gasto, en especial el pago de intereses y también las transferencias a provincias y los sueldos y jubilaciones inferiores a quinientos pesos, dejando que el resto se adecuara endógenamente a la evolución de los ingresos. Para cumplir con esta nueva regla fiscal se decidió un recorte inicial (sin precedentes) del 13% sobre todos los rubros de gasto “no protegidos” (fundamentalmente sobre los sueldos y jubilaciones superiores a quinientos pesos). Debe tenerse en cuenta que estas medidas fueron implementadas cuando la economía estaba completando el tercer año consecutivo de recesión. En semejante contexto, la percepción popular resultaba cada vez más desfavorable y eso se reflejó en las elecciones legislativas de octubre de 2001, en las que la oposición se

impuso, aunque hubo también un masivo voto en blanco (el llamado “voto bronca”) que indicaba un generalizado descontento de la población con todo el sistema político.

El esperado *shock* de confianza nunca se materializó. Con la economía estancada, y encerrada en una trampa de endeudamiento, las políticas fiscales contractivas no hicieron más que profundizar el escenario deflacionario y consolidar las expectativas pesimistas.

Durante 2000 y 2001, el gobierno intentó complementar las medidas fiscales con algunas iniciativas en el frente financiero. Consiguió apoyo externo e implementó dos operaciones de reestructuración voluntaria de títulos de deuda para persuadir al público de que no existía riesgo de desatender el servicio de las obligaciones contraídas. A fines de 2000, obtuvo un importante paquete de ayuda financiera (el “blindaje”) que cubría, con fondos locales y externos, los vencimientos de 2001 y parte de 2002 por unos U\$S 40.000 millones. El FMI lideró la operación con una ampliación hasta U\$S 13.700 millones del crédito *stand-by* vigente desde marzo de 2000. Los acreedores locales, fundamentalmente bancos y Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs), tuvieron también una importante participación. El efecto positivo de esta acción sobre las expectativas tuvo muy corto alcance. Dos meses después de su anuncio, tras el resurgimiento de tensiones financieras en Turquía, la prima de riesgo país volvió a aumentar.

A mediados de 2001 se llevó a cabo un importante y costoso canje voluntario de deuda (el “mega-canje”) en manos de tenedores privados locales y extranjeros. La operación, que recibió la venia del FMI, alcanzó un monto de U\$S 30.000 millones en bonos públicos (alrededor del 24% del total de la deuda del Sector Público Nacional). Ese canje permitió extender el plazo promedio de la deuda, pero al costo de elevar su valor nominal en unos U\$S 2.000 millones e incrementar el flujo de intereses (los nuevos bonos se pactaron a una tasa promedio del 15% anual en dólares). Las mayores tasas de interés pactadas fortalecieron la percepción de que la trayectoria de la deuda pública se había vuelto insostenible. En noviembre de 2001 se llevó a cabo una nueva operación de canje. La misma estuvo dirigida a tenedores locales, principalmente bancos y AFJPs, que aceptaron cambiar algo más de U\$S 42.000 millones de títulos públicos por igual cantidad de préstamos garantizados con ingresos tributarios, que brindaban menores tasas de interés. La operación no pudo impedir, sin embargo, que continuaran los procesos financieros divergentes por entonces en curso.

Pese a que la situación macroeconómica había empeorado considerablemente desde 1998 y el sistema bancario había frenado su expansión, la percepción de que el mismo era relativamente sólido hizo que ese cuadro de *stress* no diera rápidamente lugar a salidas masivas de fondos. La caída de los depósitos bancarios y la contracción de las reservas internacionales comenzaron en octubre de 2000 con un hecho político: la renuncia del Vicepresidente Álvarez. Luego de algunos vaivenes, la fuga de depósitos y la corrida contra las reservas se intensificaron en julio de 2001. El proceso no pudo ser detenido ni con la nueva ampliación en U\$S 8.000 millones del crédito *stand-by* vigente con el FMI anunciada en agosto, ni con el canje de deuda de noviembre, ya mencionado.

Esta situación condujo a que el gobierno finalmente impusiera, a comienzos de diciembre de 2001, fuertes restricciones al retiro de fondos de los bancos (el “corralito”) y a las operaciones de cambio. Estas medidas buscaban evitar tanto una quiebra masiva del sistema financiero como la violación de la regla monetaria establecida por la caja de conversión. Los principales objetivos fueron limitar la demanda de divisas, preservar el *stock* de reservas y evitar la devaluación de la moneda (i.e. el abandono formal de la convertibilidad). Ese fue también el último y drástico intento para evitar el *default* de la deuda pública. No obstante, las medidas constituyeron, en los hechos, el fin del régimen monetario y macroeconómico de los años noventa.

Luego de tres años y medio de recesión, las restricciones financieras aplicadas en diciembre de 2001 contribuyeron a acentuar las ya fuertes tensiones sociales y políticas, cuyo desenlace fue la renuncia de Fernando de la Rúa. Uno de los efímeros presidentes que lo sucedieron anunció ante el Congreso el cese parcial del servicio de la deuda pública. Durante los primeros días de 2002, ya con un nuevo presidente, Argentina abandonó formalmente el régimen de convertibilidad.

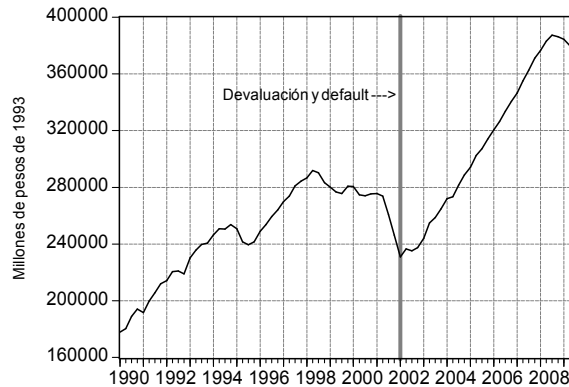
El nivel de actividad económica había sufrido una abrupta caída adicional desde mediados de 2001. La masiva huida hacia activos externos que tuvo lugar en el segundo semestre de ese año precipitó el colapso del régimen de convertibilidad y desembocó en el *default* parcial de la deuda pública y en la devaluación del peso. La fuerte declinación de las reservas de divisas experimentada a lo largo del año comprimó rápidamente la liquidez, proceso agravado por la interrupción de la cadena de pagos tras la implementación del corralito. El producto y el empleo acompañaron la contracción de las reservas y la liquidez, al tiempo que indicadores sociales como las tasas de desempleo y los índices de pobreza e indigencia, sufrían un salto adicional al registrado ya en los años noventa.

La caída vertical del producto y del empleo continuaría luego de la ruptura de la convertibilidad, pero sólo por un muy breve período. Contrariando la mayor parte de las opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, siguió una recuperación veloz, que se inició apenas un trimestre después del abandono de la convertibilidad, como se observa en el gráfico 2.

El análisis de la etapa posterior a la crisis se desarrolla extensamente en otros trabajos⁶⁷. A continuación abordamos específicamente la evolución financiera que tuvo lugar bajo el marco macroeconómico de los años noventa que hemos sintetizado.

67. Véase por ejemplo Damill, Frenkel y Maurizio (2007). La evolución de las regulaciones financieras en los años 2000 se examina en Damill, Frenkel y Simpson (2011).

Gráfico 2.
Producto interno bruto a precios constantes
de 1993 (datos trimestrales desestacionalizados,
1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía.

II. El sistema financiero y los cambios regulatorios en los años noventa

La crisis financiera de 1995, desencadenada por el efecto Tequila, fue un hito en la evolución de las regulaciones bancarias en la Argentina. Ese episodio mostró de manera contundente que el régimen de convertibilidad era un esquema sumamente restrictivo frente a hechos de esa naturaleza, ya que limitaba seriamente el margen de maniobra del banco central.

A lo largo de los años noventa las autoridades impulsaron cambios regulatorios que redefinirían completamente el marco normativo en el que se desarrollaba la actividad bancaria, y Argentina fue el país de América Latina que con mayor velocidad fue adoptando el esquema de Basilea I, hasta el punto que, hacia fines de la década, era considerado el más avanzado de la región en la materia, por paradójico que esto pueda parecer a la luz de los acontecimientos posteriores.

Conscientes de las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad, las autoridades económicas procuraron robustecer el sistema bancario de modo que pudiera resistir *shocks* de gran magnitud por sí mismo, sin necesidad, en principio, de requerir una asistencia significativa de la autoridad monetaria. Si la economía argentina tenía una especial propensión a contagiarse de las crisis en otras economías emergentes, y además mantenía una libertad irrestricta a los movimientos de capitales, los bancos debían contar con niveles de capital y de liquidez especialmente altos. Por ello, en algunos aspectos las normas introducidas localmente en la segunda mitad de la década de los noventa fueron incluso más exigentes que las vigentes a nivel internacional. Además, era necesario reformular la calidad e intensidad de la

supervisión bancaria, que no había tenido cambios importantes en los primeros años de la década.

Por otra parte, las autoridades utilizaron también la modificación del marco regulatorio como herramienta para fomentar deliberadamente la concentración bancaria, un proceso al que consideraban indispensable para tornar al sistema más robusto. Una de las consecuencias buscadas fue el ingreso masivo de entidades extranjeras, cuyo aporte fundamental, se suponía, sería contribuir a aumentar la confianza en el sistema bancario, así como aportar a la renovación tecnológica de la actividad, a la diversificación del menú de instrumentos financieros y a la expansión del tamaño físico del sistema.

Pero los esfuerzos en el plano regulatorio no resultarían, a la postre, suficientes para generar un sistema financiero estable. La aparente fortaleza que éste había alcanzado antes de la recesión iniciada a mediados de 1998 escondía serias debilidades estructurales, que acabarían manifestándose con crudeza en 2001-2002. Tampoco se observó un aumento del grado de profundidad financiera a niveles comparables a los vigentes en otros países de ingresos medios de la región.

Ciertamente, el sistema financiero argentino registró un importante crecimiento a lo largo de la década de los noventa, de la mano de la entrada de capitales y de la remonetización inducida por la fuerte baja de la tasa de inflación. Sin embargo, los activos bancarios totales alcanzaron un máximo equivalente a sólo 45% del PIB a fines de 2000, cifra muy modesta incluso en comparación con la observada en la misma época en países como Chile o Brasil (170% y 130%, respectivamente). Hay que destacar que ese escaso grado de profundidad financiera era, además, de menor "calidad" que el de los dos países citados, por ejemplo, ya que estuvo basado en un alto y creciente nivel de dolarización interna.

El segmento de intermediación en moneda extranjera fue alentado por el marco regulatorio y, en general, por el régimen de política económica vigente, bajo el argumento de que reforzaba la credibilidad de la política cambiaria, al permitir que eventuales cambios de portafolio en desmedro de los depósitos en pesos no generaran inevitablemente una caída en el volumen de la intermediación financiera y en el *stock* de reservas de divisas.

II.1. Antecedentes: establecimiento de la convertibilidad y cambios regulatorios en los primeros años del régimen (abril 1991 – diciembre 1994)

En los primeros años de la década se establecieron o redefinieron tres pilares fundamentales que regirían la actividad bancaria: la Ley de Convertibilidad (marzo de 1991), la nueva Carta Orgánica del BCRA (septiembre de 1992) y diversos cambios en la Ley de Entidades Financieras (noviembre de 1992). Con el lanzamiento de la Ley de Convertibilidad se prohibió la indización, tanto en los mercados de bienes como en los de factores, y en el mercado financiero se le otorgó validez legal a los contratos con independencia de la moneda en que estuvieran formulados. Asimismo, se

desregularon completamente las transferencias de capital con el resto del mundo⁶⁸. La falta de controles fue tan marcada que ni siquiera quedaban registros de las operaciones en el mercado cambiario⁶⁹.

La Ley de Convertibilidad estableció un régimen de tipo de cambio “ultrafijo”, aunque con mayor flexibilidad que en una simple caja de conversión. Un sistema de convertibilidad “puro” no tiene banco central y no tiene absolutamente ningún espacio para la política monetaria. El BCRA poseía cuatro: los requisitos de liquidez, las operaciones de compra-venta de títulos públicos (aunque limitadas en monto por la regla de convertibilidad y por la carta orgánica del Banco Central), las operaciones de pase y la compra-venta de moneda extranjera. Además, tal como está implícito en el hecho de que el BCRA pudiese operar en el mercado de títulos públicos emitidos por el gobierno nacional, podía naturalmente mantener una parte de su activo en dichos instrumentos, mientras que una caja de conversión sólo posee activos internacionales.

Al establecer un régimen de convertibilidad, se subordinaron otros objetivos de política económica a la defensa de la paridad cambiaria y se dejó expuesta a la economía a la volatilidad de los movimientos internacionales de capitales, ya que la posibilidad de una esterilización exitosa estaba lejos del alcance de las autoridades monetarias, tanto por las restricciones impuestas por la regla adoptada como por la bajísima demanda de títulos públicos que existía cuando se implementó el plan de convertibilidad.

Si bien la base monetaria debía estar respaldada en un 100% con reservas internacionales y se establecían límites estrictos a la creación de dinero por medio de créditos al sistema financiero y al sector público, el BCRA preservó cierto espacio de maniobra (insuficiente, como se vería posteriormente), ya que hasta el 33% de las reservas podía estar constituido por títulos públicos nacionales denominados en dólares⁷⁰. Esto todavía le permitía regular las fluctuaciones de corto plazo en la liquidez a través de operaciones de pase. Otros instrumentos utilizados con objetivos de control monetario fueron los cambios en las reservas internacionales excedentes (por sobre el nivel requerido para respaldar la base monetaria) y en los requisitos de encaje (o liquidez). Pero estos márgenes de acción, superiores a los de un régimen “puro” de caja de conversión, no alcanzaban para moderar dos consecuencias importantes del régimen establecido: la política monetaria se tornó básicamente

68. La estrategia de revertir la tendencia a la desmonetización a través del estímulo de un segmento en dólares en el sistema financiero local ya había sido adoptada con anterioridad a la Ley de Convertibilidad. Esta estrategia apuntó a captar una mayor proporción del ahorro interno ofreciendo activos financieros que resultaran sustitutos más próximos del dólar. El desarrollo de un segmento en dólares en el sistema financiero argentino había sido facilitado por una serie de normas del BCRA entre 1989 y 1991, pero la dolarización de los portafolios recibió un estímulo adicional con la liberalización total del mercado cambiario, que se profundizó entre diciembre de 1989 y abril de 1991.

69. Esto se modificó en 1995, cuando se volvió a exigir el registro de las operaciones.

70. Valuados a precios de mercado. El límite fue de sólo el 20% hasta octubre de 1995 y se lo amplió como producto de las “lecciones” de la crisis del Tequila. Las tenencias de dichos títulos no podían crecer más que un 10% por año calendario.

endógena y la tasa de interés en el mercado local quedó más estrechamente vinculada con la tasa internacional⁷¹.

La nueva Carta Orgánica del BCRA estableció la independencia de la institución respecto del Poder Ejecutivo (cambio que luego demostraría, en más de una oportunidad, ser apenas formal)⁷² y elevó la jerarquía de la Superintendencia de Bancos, al categorizarla como una unidad semi autónoma dentro del BCRA. Además prohibió el financiamiento monetario del déficit fiscal y estableció severos límites en el otorgamiento de redescuentos⁷³ y en las operaciones de mercado abierto, continuando en la dirección de restringir la autonomía de la política monetaria y el papel del BCRA como prestamista de última instancia. La nueva Carta Orgánica también le prohibió al BCRA contraer pasivos remunerados o remunerar los encajes o requisitos de liquidez. En conjunto, estas medidas apuntaban a eliminar la posibilidad de que surgiera un déficit cuasi-fiscal. Por otro lado, en diciembre de 1992 también se eliminó la posibilidad de que el BCRA garantizara los depósitos bancarios, bajo la idea de que los depositantes debían estar expuestos a parte de los riesgos que supone la actividad financiera.

Esa medida agravó la vulnerabilidad del sistema frente a un eventual escenario de crisis, debido a la drástica limitación que se le había impuesto al BCRA en su papel de prestamista de última instancia. Pero en la visión de las autoridades económicas, la extrema rigidez resultante debía ser considerada una virtud, dada la importancia que le asignaban al “disciplinamiento” a través del mercado y al argumento de *moral hazard*. La consiguiente vulnerabilidad, que se potenciaba por el rápido crecimiento del segmento de depósitos en dólares, obligó a abandonar esta doctrina “purista”, cuando se mostró inviable en la crisis de 1995.

La Ley de Entidades Financieras consagró la igualdad de tratamiento a los bancos extranjeros respecto de los nacionales y a fines de 1993 el BCRA levantó la única restricción significativa que quedaba para una desregulación financiera absoluta: se eliminó el “bloqueo” a la entrada de nuevas instituciones al sistema bancario, que había estado vigente desde la crisis financiera de 1981.

En este período inicial, las regulaciones prudenciales comenzaron a converger hacia las recomendadas en “Basilea I”, tanto en materia de capitalización como respecto a la contabilización, provisionamiento y auditoría, y se hicieron incipientes esfuerzos por mejorar la calidad de la supervisión bancaria. Para apuntalar la liquidez del sistema se mantuvieron elevados encajes. Estos eran muy altos sobre los depósitos a la vista (43%), aunque bajos sobre los depósitos a plazo (3%), respondiendo a la relativa inelasticidad de la demanda de depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro en

71. Las tasas pasivas en dólares se determinan sumando a la tasa internacional la prima de riesgo país demandada por los inversores, mientras que las tasas en pesos tienen además un componente que representa el riesgo de devaluación de la moneda nacional.

72. La experiencia argentina apoya la hipótesis de que una mayor independencia efectiva del banco central sólo puede darse en el marco de un proceso de maduración institucional mucho más complejo que el supuesto en gran parte de la literatura académica sobre el tema.

73. Cuyo uso fue esporádico hasta la crisis de 1995.

comparación con los plazos fijos. Ante la falta de un prestamista de última instancia, la regulación se basó en el establecimiento de altos niveles de liquidez individual.

En general, hacia 1994 los encajes representaban una restricción operativa para los grandes bancos privados nacionales, que tenían importantes montos de depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro. En cambio, los bancos del interior del país enfrentaron su restricción operativa en el requisito de capitales mínimos, una limitación que se agudizaría con la crisis y operaría como un incentivo para la concentración y la extranjerización.

A pesar de ciertos avances, el proceso de fortalecimiento regulatorio estaba en un estado embrionario cuando el sistema tuvo que afrontar su primera gran “prueba de *stress*” frente a un *shock* adverso con la crisis de 1995. Tras cuatro años de relativa estabilidad en la participación de los distintos grupos de entidades, en un contexto macroeconómico muy favorable y con un rápido crecimiento de los depósitos (que permitió ocultar las fuertes debilidades subyacentes que afectaban a numerosas instituciones), súbitamente el sistema debió afrontar un rápido proceso de depuración en el período 1995-1996. Las debilidades eran especialmente notorias en el caso de los bancos provinciales (estatales), donde el 30% del crédito al sector privado estaba en situación irregular antes de estallar la crisis, aunque este problema se manifestaba también en otros tipos de entidades.

II.2. Las lecciones de la crisis de 1995 y el restablecimiento del prestamista de última instancia (PUI) y del seguro de depósitos. Concentración y extranjerización del sistema financiero

Si bien es innegable que el detonador de la crisis de 1995 fue un *shock* externo, también es cierto que la vulnerabilidad del esquema monetario y bancario en Argentina creó un terreno propicio. En particular, la falta simultánea de un PUI y de un régimen de seguro de depósitos era incompatible con la alta exposición de la economía a la volatilidad de los movimientos de capitales e impedía lidiar con una crisis sistémica.

Los depósitos cayeron un 18% durante la corrida bancaria que se desarrolló entre el 20 de diciembre de 1994 y el 12 de mayo de 1995. Pero las autoridades tardaron en reaccionar con contundencia ante la crisis, en parte porque en una primera etapa ésta no manifestó en forma evidente su carácter sistémico: se observó una “fuga hacia la calidad” a favor de las entidades percibidas como más sólidas por el público. Además, el elevado nivel de encajes existente al comienzo de la crisis amortiguó la disminución de la liquidez e impidió que se produjera un desenlace rápido. No obstante, en marzo de 1995 ya casi todos los bancos perdían depósitos, y la corrida afectaba también fuertemente a las colocaciones denominadas en dólares. Frente a esta situación, el BCRA debió asistir intensivamente al sistema con redescuentos y operaciones de

pase⁷⁴, y terminó financiando un 70% de la caída de depósitos. Un 40% se cubrió a través de la reducción de encajes y el 30% restante con redescuentos y pases.

Ante la evidencia de que el esquema que habían montado estaba fracasando y resultaba una “camisa de fuerza”, las autoridades introdujeron cambios en la Carta Orgánica del BCRA para permitirle una mayor capacidad de respuesta. Las modificaciones flexibilizaron los mecanismos de redescuento, tanto respecto a los montos como a los plazos. Pero no se puede minimizar el papel decisivo que le correspondió a la asistencia provista por los organismos multilaterales para contener la corrida, particularmente al acuerdo alcanzado a mediados de marzo de 1995 con el FMI. Los recursos obtenidos permitieron crear dos fondos fiduciarios cuyo objetivo era la reestructuración de la banca, uno focalizado en entidades del interior del país y otro concebido para la banca pública provincial.

Otra medida fundamental para superar la crisis fue el establecimiento, en abril, de un régimen de seguro de depósitos, lo que parece haber contribuido a la marcada desaceleración de la fuga de colocaciones en los bancos que se verificó desde mediados de ese mes. Este seguro, obligatorio y oneroso para las entidades, está administrado por la empresa Sociedad Administradora del Sistema de Garantía de los Depósitos (SEDESA), constituida por el Estado y un fideicomiso formado por las entidades financieras. La prima que pagan los bancos está vinculada con el nivel de riesgo de la cartera.

La crisis de 1995 desencadenó un acelerado proceso de concentración que fue especialmente fuerte durante ese año pero continuó con bastante intensidad en los siguientes⁷⁵. El BCRA estimuló fusiones y absorciones mediante el otorgamiento de ayudas financieras a las entidades absorbentes (redescuentos) y exenciones normativas (sobre capitales y liquidez). El objetivo era minimizar el impacto del cierre de instituciones sobre los depositantes y paliar, de alguna manera, la inexistencia, al estallar la crisis, del seguro de depósitos.

Fue especialmente agudo el impacto de la crisis sobre el sector de bancos cooperativos, que casi desapareció, así como sobre los bancos privados regionales. Asociado a este fenómeno, el costo de la crisis en términos de la cobertura sectorial y regional del crédito bancario fue mucho mayor que a nivel agregado, donde se registró una caída de apenas 2%.

Pasada la peor etapa de la crisis, y para facilitar el proceso de reestructuración bancaria, se introdujeron cambios en la Carta Orgánica y un nuevo capítulo (Art. 35 bis) en la Ley de Entidades Financieras, que le permite al BCRA segregar ciertos activos y las obligaciones prioritarias (con los depositantes y el BCRA) de modo de poder vender las partes de cada banco que se puedan mantener en funcionamiento. Este mecanismo de “resolución” de entidades le permite al BCRA reestructurar un banco antes de

74. Hasta marzo, para no violar los límites impuestos por la Carta Orgánica del BCRA, el Banco Nación había operado como canalizador de la asistencia provista por el BCRA desde entidades con exceso hacia entidades con faltante de liquidez.

75. En 1995 el número de entidades se redujo de 205 a 158 y a fines de 2001 había caído a 106.

revocarle la autorización para funcionar. Normalmente se excluyen los mejores activos y pasivos privilegiados, que conforman un banco “limpio” que puede ser vendido, y se constituye otro banco “residual” que pasa a liquidación y que puede ponerse bajo la figura de un fideicomiso respaldado por bonos, con el objetivo de generar un flujo de pagos para afrontar los pasivos.

Este esquema habría de resultar muy exitoso, tanto para la reestructuración posterior a la crisis de 1995 como para la minimización de las interrupciones ocasionadas por las entidades afectadas por la crisis de 2001-2002. En ambos casos, el costo (cuasi) fiscal de la intervención para el BCRA fue muy bajo y sus efectos sobre la trayectoria de los agregados monetarios y crediticios fueron transitorios⁷⁶.

Tras la crisis bancaria y la breve aunque profunda recesión de 1995, los depósitos crecieron un 23,9% en 1996, alcanzándose nuevos máximos de monetización para la década, mientras el crédito aumentaba un 9,3%, tras una muy fuerte desaceleración en el año precedente.

Pero la evolución de los agregados monetarios y crediticios da una visión muy incompleta del nuevo panorama en el sistema financiero, porque la crisis de los primeros meses de 1995 marcó un punto de quiebre fundamental en la evolución del sistema y dio inicio a un proceso de cambio estructural que definiría las características del sector bancario hasta el final de la convertibilidad e incluso, en muchos aspectos, hasta el presente.

Este cambio estructural estuvo vinculado con tres procesos que se desarrollarían con intensidad en los siguientes tres años: la privatización de un conjunto de bancos públicos provinciales y el debilitamiento de la banca privada regional; el aumento del peso de la banca extranjera; y un sostenido fortalecimiento del marco regulatorio, que será analizado más adelante.

El programa de privatización de bancos provinciales pudo ser implementado debido a que la urgencia de la coyuntura debilitó el apoyo político con que históricamente había contado ese sector, que ya carecía de utilidad como fuente de financiamiento para los gobiernos provinciales y, por el contrario, en algunos casos se había transformado en una pesada carga. Para financiar el programa, el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (privatización de bancos provinciales) recibió préstamos del BID y del Banco Mundial, así como fondos provenientes de la venta de acciones de YPF. En todos los casos, el esquema de privatización implicó que la nueva entidad recibía un conjunto previamente seleccionado de activos y pasivos, que determinaban cierto patrimonio neto, y la diferencia (con los activos y pasivos totales) quedaba en un ente residual, normalmente bajo la forma de un fideicomiso, de modo que los pasivos transferidos pudieran ser cancelados (total o parcialmente) mediante la cobranza de créditos o la venta de bienes recibidos en garantía de dichos créditos. En total se cerraron 20 bancos provinciales entre 1995 y 2001. La reestructuración de los bancos privados se realizó a través del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria.

76. Cabe señalar que incluso países desarrollados carecían de mecanismos con una agilidad comparable en vísperas del estallido de la reciente crisis bancaria internacional.

Paralelamente se observaría una entrada de instituciones extranjeras, principalmente a través de la absorción o adquisición mayoritaria de entidades locales, junto con una expansión del tamaño de las ya existentes en el país, que se beneficiaron de la “fuga hacia la calidad”. Las autoridades incentivaron la creciente participación de la banca extranjera, ya que la consideraban indispensable para robustecer y modernizar el sistema financiero. Su participación subió de menos de 17% de los depósitos y de los préstamos, en diciembre de 1994, a 45% y 48%, respectivamente, en diciembre de 1999.

Los argumentos a favor de dicha participación enfatizaban, a nivel microeconómico, las ganancias de eficiencia y el hecho de que supuestamente permitiría acercar al sistema bancario argentino a las mejores prácticas internacionales. Esto se produciría a través de la incorporación de tecnología, mejores métodos de organización y nuevos productos y servicios, así como también de más sofisticadas técnicas de evaluación de proyectos y de evaluación del riesgo. Al mismo tiempo, los bancos extranjeros generarían un mercado mucho más competitivo que, por ende, debería tender a la reducción de los costos.

Por otro lado, y desde una perspectiva macroeconómica, se adujo que la presencia de bancos extranjeros contribuiría a hacer que el sistema fuera más robusto frente a los *shocks* y brindaría acceso a fuentes de fondos del exterior. Según esta visión, dado que las entidades locales tienen una mayor exposición en activos internos que los bancos extranjeros, el deterioro de su capital frente a un *shock* negativo puede llevarlas a cortar completamente el crédito, lo cual supuestamente no ocurriría en las entidades foráneas, aunque este argumento parece haberse sobreestimado.

Además, dado que los bancos pequeños (regionales o locales) que desaparecieron tendían a tener una mayor proporción de préstamos a empresas medianas y pequeñas (*pymes*) en su portafolio, así como una relación préstamos/activos más alta y un más bajo porcentaje de cartera garantizada, no eran fácilmente sustituibles por entidades con las características de la banca extranjera, que también diferían en términos de su cobertura regional y sectorial.

II.3. Un marco regulatorio “a prueba de balas” y la temprana adopción de estándares internacionales.

La crisis de 1995 demostró que los elementos más extremos del enfoque “disciplinador” o “puro de mercado” eran inviables pero, en cambio, confirmó la necesidad de que los bancos tuvieran niveles de liquidez y de capital especialmente elevados, dada la debilidad intrínseca del régimen de convertibilidad para enfrentar crisis bancarias, debilidad que subsistía (en forma atenuada) aún cuando se contara con un régimen de seguro de depósitos y con un mayor margen para que el BCRA actuara como prestamista de última instancia.

En consecuencia, las autoridades decidieron acelerar la implementación del esquema “Basilea +”, con la aspiración de fortalecer hasta tal punto al sistema que la eventualidad de una emergencia sistémica que requiriera la intervención del BCRA y el seguro de depósitos tuviera una probabilidad mínima de ocurrencia. Esta decisión

implicaba aceptar cierto sacrificio en términos de rentabilidad para el sector y estimulaba el proceso de concentración, tanto por las mayores necesidades de capital como por la existencia de economías de escala, dado el tamaño (promedio) modesto de los bancos que operaban en el mercado. Además, frente a una red de seguridad que era percibida como endeble (posteriormente reforzada con un programa de financiamiento contingente), los incentivos del público a depositar en los bancos de mayor tamaño eran aún mayores que en un régimen monetario menos restrictivo.

El diagnóstico post crisis incidió para que los niveles de capital y liquidez exigidos fueran superiores a los estándares internacionales, y se incorporaron algunos elementos “autóctonos”, inexistentes en las normas vigentes en el resto del mundo.

El marco regulatorio general implementado se basó en el sistema CAMEL⁷⁷, como sustento conceptual del trabajo de supervisión, y la arquitectura normativa se organizó a través de tres ejes fundamentales: a) el riesgo crediticio, regulado a través de normas de diversificación de activos o “fraccionamiento”, de capitales mínimos, de calificación y graduación de créditos, y de previsionamiento; b) el riesgo de liquidez, contemplado en las regulaciones de requisitos mínimos de liquidez y de posición de liquidez; c) el riesgo de cambio en los precios de activos y pasivos y de “descalce” en las variaciones de dichos precios, considerado en las normas sobre riesgo de mercado y sobre riesgo de tasa de interés.

El requisito de capital por riesgo de contraparte fue reforzado, al fijarse en 11,5% de los activos de riesgo, en lugar del 8% recomendado por el Comité de Basilea. Esto constituyó un “exceso” significativo respecto al estándar internacional ya que, en la práctica, la exigencia superó en no menos del 42% a la que hubiera correspondido bajo ese estándar, entre 1997 y 2000, y lo superaba en nada menos que un 61% al producirse la *débaçle* en noviembre de 2001.

Además, y fuera de lo sugerido en las normas de Basilea, el capital exigido podía incluso superar el 11,5%, ya que debía multiplicarse por dos coeficientes: el llamado Indicador de Riesgo Crediticio, o IRC, que era función creciente de la tasa de interés cobrada sobre cada línea de préstamo⁷⁸, y otro factor multiplicador que es función de la calificación CAMEL del banco⁷⁹. El objetivo del IRC era aproximarse al riesgo de cada operación de préstamo en particular y no sólo al de cada tipo de crédito como en las normas de Basilea⁸⁰.

Como consecuencia, la exigencia de capital por riesgo de contraparte superaba a la recomendada por el Comité de Basilea (además de la diferencia entre el 11,5% y el

77. Bajo el cual se evalúa a las instituciones bancarias sobre la base de cinco variables que dan origen al acrónimo: *capital, assets, management, earnings* y *liquidity*. Posteriormente fue extendido para incorporar la sensibilidad a los riesgos de mercado, por lo cual pasó a denominarse CAMELS (“S” por *sensitivity*).

78. Con ponderadores desde 0,8 a 7.

79. De acuerdo a la calificación CAMELS, el factor multiplicativo puede tomar valores entre 0,97 (para las instituciones mejor calificadas) y 1,15 (para las que obtengan la peor calificación).

80. El esquema presumía que el riesgo estaba bien reflejado en la tasa de interés cobrada, un supuesto que con frecuencia no se corresponde con la realidad.

8%), ya que las normas propuestas por el BIS no modifican el valor de los activos de riesgo en función de un indicador semejante, mientras que en Argentina ese concepto generó alrededor de un 10% de la exigencia por riesgo de contraparte (13,5% al estallar la crisis). En el caso más extremo, el capital necesario para respaldar un activo de riesgo podía llegar a multiplicarse por siete si la tasa de interés era muy alta, y en teoría hasta por 8,05 si el banco, además, tenía la peor calificación CAMELS posible.

El IRC es un elemento del marco regulatorio que exacerbaba el sesgo en contra de la financiación a las *pymes*, precisamente debido a que las tasas de interés en el segmento de pequeñas empresas son relativamente elevadas. Es un ejemplo del tipo de *trade off* que enfrentaron las autoridades del BCRA al diseñar el marco regulatorio posterior a la crisis de 1995, donde la mayor solvencia que se procuraba para las entidades estimulaba la concentración de la oferta de crédito.

Argentina fue, en 1996, uno de los primeros países que implementaron las recomendaciones de Basilea sobre requisitos de capital por riesgo de mercado⁸¹. La norma argentina es una adaptación del “enfoque estandarizado” de Basilea, pero con ponderadores de riesgo más altos y normas simplificadas para compensar posiciones, que son más adecuadas para la menor sofisticación del mercado argentino de bonos. La experiencia de 1995 mostró la importancia que podía asumir el riesgo de mercado para los bancos más apalancados, especialmente los mayoristas, con su alta exposición en títulos públicos.

Sin embargo, es importante señalar que la exposición al sector público, al igual que en la práctica internacional, se consideró carente de riesgo (ponderador 0) hasta mayo de 2000. A partir de junio de dicho año, las financiaciones al sector público nacional, así como los títulos públicos nacionales, tuvieron una exigencia de entre 1% y 5%, dependiendo de la *modified duration* del activo, con mayor requisito de capital para los activos más largos.

Una idea del nivel de sofisticación relativamente alto (para la época) del marco regulatorio implementado en Argentina la da el hecho de que también se incluyera un tratamiento de avanzada para las opciones. Sin embargo, esto resultó ser un refinamiento poco relevante, porque el mercado local de opciones nunca dejó de ser absolutamente marginal y quedó herido de muerte después de la crisis rusa de agosto de 1998. En cambio, no se contempló (y hubiera sido relevante, aunque inconsistente con el régimen monetario vigente) la exposición en moneda extranjera como un factor de riesgo adicional en la normativa sobre riesgo de mercado.

El tercer componente de los requisitos de capital, la exigencia por riesgo (descalce) de tasa de interés⁸², también fue incorporado tempranamente en la normativa del BCRA a partir de 1999.

81. Se constituyen como cobertura frente a posibles variaciones adversas de los precios de los activos con cotización habitual que posee un banco (bonos, acciones, etc.). Son función del riesgo de mercado de los portafolios de las entidades medidos de acuerdo a su VAR (“valor en riesgo”).

82. Contempla el riesgo originado en que la sensibilidad de los activos ante cambios en la tasa de interés no coincide con la de los pasivos, y alcanza a todos los activos y pasivos por

Hay que destacar que, a pesar de lo exigente de las normas, la restricción de capital no llegó a ser operativa para la mayoría de las entidades, en buena medida porque entre 1999 y 2001 la recesión que precedió a la crisis final de la convertibilidad frenó la expansión de los activos de riesgo de los bancos al disminuir el crédito al sector privado. Sin embargo, hubo un conjunto de entidades pequeñas que se vieron inducidas a retirarse del mercado, lo cual contribuyó al proceso de concentración.

En materia de liquidez, y nuevamente a partir de la experiencia recogida durante la crisis de 1995, se decidió reemplazar los requisitos de encaje (o efectivo mínimo) tradicionales por un sistema de “requisitos mínimos de liquidez” (RML), enfatizando la protección de la liquidez sistémica.

El nuevo régimen tenía varias diferencias con el esquema tradicional de encajes. En primer lugar, la corrida bancaria había mostrado que los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro tenían una demanda mucho más inelástica que los depósitos a plazo fijo que, junto con las líneas financieras del exterior, habían probado ser los menos estables bajo una situación de *stress*, pero sobre los cuales, precisamente, el encaje había sido mínimo al estallar la crisis.

Por ello, a partir de agosto de 1995, los RML se establecieron con niveles que no disminuían según el tipo de obligación (como en el anterior sistema de encajes) sino de acuerdo al plazo residual de los pasivos, computando la cantidad de días que restaban para el vencimiento de la obligación. El nivel de los requisitos fue aumentando hasta llegar a 20% para las obligaciones de plazos menores a los 90 días en junio de 1997, porcentaje que fue “calibrado” en base a la pérdida de depósitos sistémica en la crisis⁸³. Además, la norma exigía constituir liquidez sobre prácticamente todos los pasivos financieros.

Mantener semejante nivel de reservas habría sido demasiado oneroso para los bancos si se hubiera tratado de un sistema de encajes no remunerados. Pero para evitar imponer excesivos costos sobre el sistema bancario, los RML se integraban invirtiendo en activos “generadores” (remunerados) de muy bajo riesgo que, directa o indirectamente estaban en moneda extranjera. En la práctica, a la par que aumentaba la exigencia global de liquidez, el esquema de RML transfería a las entidades financieras el rendimiento que, bajo el sistema de encajes, hubiera sido generado por las reservas internacionales del BCRA.

De hecho, las nuevas normas implicaron que las reservas se radicaban casi totalmente en el exterior, con lo cual se pretendía reforzar la credibilidad. En la práctica, el conjunto de activos en los cuales se integraban los RML tenía un rendimiento promedio semejante a la tasa de interés internacional de corto plazo en dólares, con lo cual se atenuaba significativamente el “impuesto” implícito que genera todo sistema

intermediación financiera en el “*banking book*”, es decir los que no están ya incluidos en el cálculo de riesgo de mercado (“*trading book*”).

83. En el plano de los esfuerzos por mejorar la liquidez también se definieron nuevas pautas o parámetros prudenciales (límites para el descalce de plazos entre pasivos y activos, sensibilización bajo distintos escenarios) y se exigió la existencia de un área específica en cada entidad responsable del seguimiento de la liquidez.

de reservas, y que tiende a aumentar el costo y reducir el volumen de la intermediación bancaria. Así, mientras que el exceso de encaje legal respecto a las necesidades técnicas encarecía el crédito en más de un punto anual en 1994, en 1996 los RML tenían un impacto de sólo 20 centésimas de punto anual para el total de la banca privada⁸⁴.

En definitiva, el impacto de la regulación se redujo hasta representar una magnitud mínima, aún cuando los niveles de reservas requeridos excedían significativamente los estándares internacionales y pese a que se dejó de computar el encaje técnico como parte de los activos elegibles para cumplir con la regulación⁸⁵. Al mismo tiempo, los RML creaban una defensa contra la fuga de capitales que complementaba a las reservas del BCRA.

En efecto, una reducción de los requisitos de liquidez le permitía al sistema bancario conseguir activos externos para enfrentar la salida de depósitos y, por lo tanto, servía como un sustituto (aunque imperfecto) de la función de PUI que el BCRA no podía cumplir adecuadamente debido a la convertibilidad.

A principios de 1997, y para reforzar aún más las defensas del sistema, se instrumentó un acuerdo con bancos privados internacionales de primera línea, el Banco Mundial y el BID (conocido como “programa contingente de pases”), por el cual el BCRA tenía la opción de venderles títulos públicos nacionales y provinciales (de este modo se los tornaba líquidos aún en un contexto desfavorable) que estuvieran garantizados por ingresos de la coparticipación federal de impuestos con una cláusula de recompra. Se aspiraba a que el programa permitiera acceder a fondos equivalentes al 10% de los depósitos bancarios⁸⁶.

Otra lección que dejó la crisis de 1995 es que los bancos con carteras de crédito estandarizadas y con la documentación adecuada (buenas “carpetas” de crédito) conseguían realizar estos activos con mucha más facilidad que las otras instituciones. Por eso se introdujeron cambios regulatorios que incentivaron a los bancos a estandarizar sus carteras, siguiendo un modelo uniforme de contrato de mutuo hipotecario⁸⁷.

En contraste con los cambios significativos en los requisitos de capital y liquidez, la normativa en materia de clasificación de deudores y provisionamiento ya había alcanzado una forma casi definitiva en 1994⁸⁸. La cartera de préstamos se divide en un

84. Pero el fuerte aumento del costo de fondeo en 2000-2001 encarecería el costo implícito del sistema.

85. En el período 1997-2001 representó entre 3% y 3,5% de los depósitos totales. El no cómputo implica un perjuicio para los grandes bancos minoristas con vastas redes de sucursales que tienden a mantener un porcentaje de caja muy superior al promedio del sistema.

86. La cobertura brindada por el programa fue disminuyendo a medida que expiraban los contratos originales y éstos no eran renovados. Comenzó en diciembre de 1996 con 6.100 millones de dólares comprometidos, pero en el año 2001 se pudieron utilizar poco más de 2.000 millones.

87. Sin embargo, no ganó aceptación entre los bancos.

88. A principios de la década, ya se había forzado la reclasificación de préstamos, lo cual produjo importantes impactos en las entidades. Además se había incorporado la calificación

segmento de créditos comerciales y otro de créditos para consumo y vivienda. La evaluación para la clasificación de los préstamos se realiza de acuerdo a la capacidad de pago y el flujo de fondos del deudor en el caso de los préstamos comerciales, y por el grado de cumplimiento en el pago de la deuda para los préstamos de consumo y vivienda. Con el fin de facilitar el crédito a las *pymes* se determinó un monto máximo bastante elevado (200.000 pesos/dólares) para que las deudas comerciales pudieran ser consideradas, a los fines de su clasificación, como créditos para consumo. Con un criterio conservador, las normas establecen un provisionamiento mínimo del 1% aún para la cartera en situación normal.

Tampoco se modificaron a raíz de la crisis de 1995 las normas sobre “fraccionamiento” y “graduación” del riesgo crediticio. Las primeras, que establecen límites a la concentración del riesgo en función de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) de cada banco son compatibles con las recomendaciones de Basilea. En cambio, las normas sobre graduación del crédito no existen a nivel internacional, y pueden considerarse una innovación “autóctona”. Establecen que las financiaciones totales a cada deudor no pueden superar el 100% de la RPC de cada cliente, aunque ese límite puede ampliarse hasta un 300% cuando el apoyo adicional no supere el 2,5% de la RPC de la entidad financiera y se cuente con la aprobación del directorio. No obstante, es un límite que con frecuencia se convierte en una restricción operativa y que afecta especialmente al universo *pyme* y a empresas que operan con bajo patrimonio neto.

II.4. Supervisión: la fe de los reguladores en las señales de mercado

Además de estar muy influidas por cierto “clima de época”, las conclusiones que las autoridades del BCRA extrajeron de la crisis de 1995 reforzaron, en lugar de debilitar, su confianza en el papel de las señales de mercado. Se decidió incorporar la “evaluación del mercado” como parte del proceso de supervisión, lo cual motivó la implementación del llamado sistema BASIC⁸⁹.

Hubo dos fundamentos principales de esta visión, ambos influidos por la experiencia del efecto Tequila. En primer lugar, la idea de que, en un contexto como el argentino, el mercado está mejor informado de la existencia de derivados o transacciones *offshore* (o de la lisa y llana presencia de fraudes) que la Superintendencia. En segundo lugar, la protección legal de los supervisores es débil y la doctrina jurídica no deja mucho margen para una intervención temprana de la Superintendencia si la entidad todavía está cumpliendo (formalmente) con las regulaciones. Se supone, entonces, que el mercado sería un mejor agente disciplinador que el regulador.

Bajo estas premisas, el sistema BASIC organiza la tarea de supervisión alrededor de tres instrumentos: el mercado, el control de las entidades basado en la auditoría

obligatoria y la publicación de los resultados para los bancos que captaran depósitos de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

89. Cada una de las letras de la sigla refleja uno de los instrumentos utilizados en la supervisión de bancos (bonos, auditoría externa, información y evaluación por calificadoros de riesgo, y supervisión por la SEFyC). La metodología BASIC funciona “superpuesta” a la metodología internacional CAMEL.

externa realizada por firmas especializadas con poder fiscalizador, y la supervisión convencional de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC).

El BASIC representó otra innovación “autóctona” y fue elogiado por los organismos multilaterales y expertos internacionales. Hubo un aspecto, en particular, que recibió considerable respaldo, no sólo por ser expresión de la disciplina de mercado sino también, tal vez, por su carácter “experimental”, dado que se trataba de la primera experiencia mundial en la materia: la obligación que se impuso a las entidades de emitir deuda subordinada por un monto equivalente a 2% de sus depósitos, con un plazo mínimo de dos años⁹⁰.

La idea central es que los inversores en deuda subordinada tienen fuertes incentivos para monitorear la situación del banco y para ser, al mismo tiempo, más conservadores que los dueños del capital de la entidad. Estos últimos pueden tener incentivos a aumentar el riesgo para aprovechar la “opción de venta” inherente al régimen de seguro de depósitos. Además, en la medida en que la deuda cotiza en el mercado secundario, los precios transmiten información adicional sobre la probabilidad de *default* del banco⁹¹. Sin embargo el experimento resultó un fracaso. Los sucesivos *shocks* externos crearon un clima poco favorable para la emisión de deuda (en particular de deuda subordinada) y la entrada en vigor de la norma tuvo que ser postergada varias veces. Finalmente entró en vigencia cuando el BCRA facilitó su cumplimiento, al ampliar el tipo de pasivos elegibles y reducir las penalidades por no cumplimiento. En junio del año 2001 la norma fue suspendida.

II.5. La evolución del sistema hasta la crisis de 2001

La nueva arquitectura regulatoria (Basilea plus) terminó de consolidarse entre los años 1996 y 1998, período de franco crecimiento de los depósitos y el crédito y de fuerte expansión de la banca extranjera. Las perspectivas parecían buenas, e incluso la crisis en Asia había tenido repercusiones modestas, hasta el punto de generar un clima de cierta complacencia y hasta euforia en el sector. El cambio cualitativo y cuantitativo respecto al año 1991, cuando comenzó el régimen de convertibilidad, había sido enorme. El nivel de monetización ascendía a 26% del producto, en comparación con menos de 8% a comienzos de la década y 17% en 1994, y el volumen de crédito se había cuadruplicado.

Pero la dinámica cambiaría a partir de la crisis rusa de agosto de 1998, que coincidió con el inicio de una recesión que duraría casi cuatro años. Se fue observando entonces una marcada ralentización del crecimiento de los agregados monetarios, que finalmente caerían de manera acelerada desde febrero de 2001, mes en que los depósitos alcanzaron su nivel máximo y comenzaron su trayectoria descendente, como

90. La crisis bancaria internacional de los últimos años generó cierto interés por esta idea, muy defendida por Charles Calomiris. Lo paradójico es que valoriza precisamente la disciplina de mercado, un factor en el que no parece que se pueda depositar mucha confianza, a la luz de la misma crisis.

91. Pero este último no parece ser un argumento relevante en Argentina, dada la escasa profundidad del mercado de deuda corporativa.

consecuencia del desvanecimiento de las expectativas que había generado el “blindaje”. Sólo registrarían dos recuperaciones efímeras en ocasión de los anuncios del “megacanje” (junio) y del acuerdo con el FMI (agosto), en lo que ya constituía una guerra perdida para sostener el régimen de convertibilidad. Entre febrero y diciembre de 2001 los depósitos totales disminuyeron un 23,8%. La caída más fuerte se verificó en el segmento de plazos fijos, cuyo saldo se redujo un 47% en 2001. En paralelo, durante todo el período se fue registrando un creciente nivel de dolarización en dichos depósitos, el que pasó de 73,6% en agosto de 1998 a 79,2% en febrero de 2001 y a 85% en noviembre del mismo año, en la *débaçle* final.

El crédito al sector privado no financiero se contrajo más tempranamente que los depósitos, y habiendo alcanzado un máximo de 65.000 millones de pesos/dólares en diciembre de 1998, equivalente a 22,4% del PIB, se redujo un 13,5% hasta febrero de 2001 y acumuló una caída de casi 25% hasta la crisis final en noviembre de 2001. La contracción refleja que la cancelación de líneas de crédito a empresas constituyó la principal fuente de fondos para el sistema en términos agregados durante la corrida bancaria, y que la recesión golpeó primero en ese segmento, que comenzó a caer a principios de 1999. En cambio, el *stock* de préstamos personales e hipotecarios recién inició una trayectoria descendente en 2001.

Cabe señalar que, como en otras ocasiones, la banca pública cumplió un papel contra cíclico y sólo comenzó a reducir su exposición con el sector privado a partir del tercer trimestre de 2001. Además, el impacto de dicho comportamiento a nivel sectorial suele ser mayor que a nivel macroeconómico, dada la comparativamente alta concentración de financiamiento a ciertos sectores, principalmente el agropecuario y las *pymes* en general, en las entidades estatales.

Desde mediados de 2000, con la economía sumida en una franca fase contractiva, el BCRA enfrentó una tensión entre continuar con su programa de fortalecimiento regulatorio, lo cual implicaba aumentar las exigencias de diversa índole sobre las entidades en un contexto claramente desfavorable, o flexibilizar las normas para que no se manifestaran incumplimientos por parte de los bancos ni se observaran deterioros de los indicadores de solvencia y liquidez. Asimismo, la arquitectura regulatoria, en la medida en que enfatiza la cobertura frente al riesgo, tiene generalmente un carácter pro cíclico, lo cual aumenta fuertemente el costo económico y político de mantener las normas a rajatabla, suponiendo que ello fuera deseable⁹².

En definitiva, terminaría predominando la flexibilización de las normas en el último año y medio de vida del régimen de convertibilidad, pero en el año 2000 todavía hubo medidas que apuntaron a completar y fortalecer el marco regulatorio vigente.

Entre ellas cabe destacar algunos cambios en el tratamiento de la exposición al sector público, precisamente el tipo de activo de los bancos que crecería velozmente al acercarse la crisis final. Así, a partir de junio de 2000 se incorporó una exigencia de capital por la tenencia de títulos públicos en cuentas de inversión y por las

92. Aceptar que las regulaciones son pro cíclicas no implica, necesariamente, atribuirle al marco regulatorio un papel protagónico en la agudización de la crisis, como hacen algunos autores.

financiaciones al sector público nacional, al contemplar los riesgos de tasa de interés y de crédito, con lo cual se terminó con la práctica de que los activos que no eran valuados a precios de mercado no tenían requisitos de capital⁹³. Tras este cambio, el requisito de capital sobre un título en el “trading book” resultaba (casi) equiparable con el que corresponde al mismo activo en el “banking book” 94. Esta medida, además de su saludable carácter prudencial, dado que la solvencia del estado no es un hecho indiscutible en un país como Argentina, disminuía (aunque marginalmente) el incentivo a prestarle al sector público en detrimento de las financiaciones al sector privado.

Otra modificación que tendió a endurecer el régimen regulatorio fue la eliminación de algunas exenciones en materia de requisitos de liquidez, al imponerse exigencias para las obligaciones por las líneas del exterior (no comerciales) otorgadas por las casas matrices o bancos internacionales a sus subsidiarias o sucursales. En la misma dirección, se extendió de 180 a 360 días el plazo mínimo de las cartas de crédito “stand-by” aceptadas para la integración de los requisitos mínimos de liquidez. Estas medidas, que a la postre resultaron, en cierto modo, “proféticas”, apuntaron a inducir a las casas matrices a aumentar su compromiso con sus subsidiarias (o sucursales) locales al mismo tiempo que se atenuaba un elemento de inequidad con respecto a las entidades financieras de capital nacional, cuyo acceso a los instrumentos mencionados era más limitado o nulo.

Para hacer frente a la crisis, las medidas de relajación de las regulaciones afectaron un amplio espectro de normas⁹⁵.

Se hicieron esfuerzos para moderar la segmentación del mercado de crédito y evitar que se agudizara aún más el racionamiento enfrentado por los deudores⁹⁶. Un cambio

93. Desde 1994 existía un régimen de 3 capítulos dentro de la “cuenta de inversión”, como es usual a nivel internacional. Pero dicha cuenta sufrió numerosas modificaciones desde su incorporación respecto de la exigencia de fondeo, la forma de devengamiento, la máxima divergencia admitida respecto de valores de mercado, etc. Hasta la actualidad, nunca se respetó, estrictamente, el “espíritu” de la norma internacional. El problema es que la cuenta sólo se utiliza para activos del sector público, y estos están expuestos, en Argentina, a variaciones dramáticas de sus cotizaciones.

94. Salvo para activos en pesos con alta *modified duration*. Además, el menor cargo de capital por riesgo de tasa de interés de los títulos públicos en dólares *vis-à-vis* los denominados en pesos reforzaba el incentivo a la financiación en moneda extranjera del estado.

95. La flexibilización regulatoria también se dio en la esfera de las AFJPs, los fondos comunes de inversión y las compañías de seguros.

96. En el año 2000 se eliminó el requisito de previsionamiento al 100% de las financiaciones con garantía que hubieren estado en categorías 4 o 5 por más de 24 meses. Además, se relajó el requisito de previsionamiento para los deudores calificados en situación 6, los cuales podían ser refinanciados sin necesidad de previsionarlos al 100%. También se modificaron las regulaciones para facilitar el crédito a las *pymes*, a través de la ampliación de la gama de instrumentos financieros que son aceptados como garantía preferida “A” y se relajaron las normas (en materia de información, garantías, etc.) para el otorgamiento de préstamos de bajo monto. En el año 2001 se estableció un régimen de refinanciación que permitía reclasificar a los deudores en categorías superiores en función del porcentaje de deuda cancelada o del plazo transcurrido y se liberaban las previsiones asociadas. También se ampliaron los márgenes vigentes en materia de financiamiento adicional y se volvió a ampliar el menú de activos considerados como garantías preferidas “A” y “B”, lo cual implicaba relajaciones en materia de previsionamiento y capitales mínimos. Asimismo, se derogó el sistema de

que perduraría hasta el presente fue la subdivisión de la categoría 2 de deudores⁹⁷, que implicaba una reducción del monto de provisiones por riesgo de contraparte y una disminución de la relevancia del indicador tradicional de irregularidad de la cartera de crédito (que incluye las categorías 3 a 6).

Las medidas para aliviar la situación en el terreno crediticio fueron complementadas con cambios en la normativa de capitales mínimos. Así, se redujo el indicador de riesgo a los préstamos personales, a los otorgados por tarjetas de crédito y a los adelantos (en cuenta corriente y otros) mientras que las restantes financiaciones continuaron con los anteriores indicadores de riesgo, con lo cual se disminuyó el “sesgo anti-pyme” de la regulación original, y, en principio, se estimuló el consumo y el crédito comercial. Además, en los últimos meses del régimen de convertibilidad se redujeron los ponderadores de capital para los bancos que aumentarían sus créditos, una medida de bajo impacto en la práctica.

Pero, naturalmente, fue en las normas que, directa o indirectamente, limitaban la capacidad de los bancos para financiar al sector público donde se implementaron cambios de mayor impacto, ya que las regulaciones se fueron adaptando pasivamente a las necesidades de cada momento.

En este sentido, un elemento central fue el tratamiento de excepción que se le dio a los bonos y préstamos recibidos por los bancos en los canjes, tanto en las normas de capitales mínimos⁹⁸, como por su exclusión de los límites regulatorios de fraccionamiento y financiamiento al sector público, y de los criterios normales de contabilización (valuación)⁹⁹. Para enfrentar la corrida bancaria, el BCRA debió

inhabilitación de cuentas corrientes y se habilitó a los deudores irregulares a cancelar deudas con títulos públicos.

97. Se subdividió en 2a (“en observación y cumplimiento inadecuado”) y 2b (“en negociación o con acuerdo de refinanciación”). En 2b se pueden incluir los deudores morosos que manifiestan la intención de refinanciar sus deudas y conciertan el acuerdo dentro de 90 días o 180 días contados a partir de la fecha de mora. Además, los criterios de reclasificación fueron nuevamente relajados.

98. Se procuró que la operación de canje de deuda realizada a principios de junio de 2001 no provocara un aumento de la exigencia de capital por riesgo de crédito y por riesgo de tasa de interés, como consecuencia del aumento de la *duration* de los bonos nuevos *vis-à-vis* los que se retiraban de circulación. A su vez, a fines de julio se introdujo una nueva escala de indicador de riesgo y nuevos coeficientes de las financiaciones al sector público en el *banking book* (portafolio de préstamos), los cuales implicaron una reducción en la exigencia de capital sobre estos conceptos. Significativamente, este beneficio era aplicable en la medida en que la entidad financiera aumentara sus activos de riesgo (lo cual, en el segundo semestre de 2001, sólo podía significar aumentar la exposición al sector público). Finalmente, hacia fines de noviembre se excluyó de las limitaciones establecidas en las normas sobre financiamiento al sector público a las financiaciones instrumentadas mediante Préstamos Garantizados que los bancos recibieron en canje y se dispuso que no se tomaran en cuenta a los fines de la aplicación de los límites máximos prestables en función de la RPC. En semejanza con lo dispuesto en ocasión del megacanje, y para no aumentar la exigencia de capitales mínimos, se autorizaba a los bancos a aplicar la *modified duration* de los instrumentos entregados (los “viejos” títulos públicos) y a usar un ponderador de riesgo de 0% si eran instrumentos con origen en financiaciones otorgadas antes de junio de 2000.

99. En abril el BCRA admitió como concepto computable para la integración de liquidez la tenencia del “Bono del Gobierno Nacional 9% - vencimiento 2002”, y de préstamos garantizados del canje realizado en noviembre de 2000. También se suspendió la aplicación de

intervenir activamente, especialmente en el segundo semestre, combinando la asistencia directa¹⁰⁰ con la flexibilización de los requisitos de liquidez, que fueron relajados en varias ocasiones¹⁰¹, lo cual, en circunstancias ya muy difíciles, podía incluso exacerbar la incertidumbre que se pretendía atenuar.

En otros planos, el deterioro de las condiciones de acceso al financiamiento externo e interno indujo al BCRA a relajar otros aspectos de la normativa. De este modo, se suspendió la aplicación de la norma sobre emisión y colocación obligatoria de deuda. Además, en una muestra de la pérdida de confianza respecto al respaldo externo de las casas matrices, el BCRA suspendió la inclusión de las cartas de crédito *stand by* como concepto admitido para la integración de los requisitos mínimos de liquidez, y se indujo a los bancos a “repatriar” sus fondos en el exterior, al reducirse los límites máximos para los activos externos desde 80% a sólo 10% de la exigencia de RML.

III. Evaluación del marco regulatorio bancario bajo la convertibilidad

Es indudable que la *débaçle* final del sistema bancario fue precipitada por un contexto macroeconómico muy desfavorable, tras 14 trimestres consecutivos de caída del producto y, en particular, por el aumento extraordinario de la prima de riesgo y el racionamiento del crédito que enfrentó el país. Estos factores estimularon la corrida bancaria y la fuga de capitales. Después de todo, el sector bancario había sobrevivido anteriormente a “contagios” provenientes de cuatro partes del mundo: México (1995), Asia (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999).

Pero también es cierto que la política respecto al sistema financiero seguida durante la década de los noventa tuvo una orientación general que subestimó el riesgo sistémico y sobrevaloró la capacidad del sector privado y del mercado en general para tomar decisiones acertadas, en un contexto en que las señales de precios estaban muy distorsionadas y donde la estabilidad de las reglas del juego no podía considerarse un dato inmutable.

El enfoque adoptado terminó exacerbando la vulnerabilidad del sistema y aumentando los costos de resolución de la crisis bancaria. Pero dicha crisis no estuvo motivada por deficiencias en materia de regulación prudencial ni por una euforia crediticia desmedida.

la norma que obligaba a reflejar parte de la discrepancia entre el valor libros de los títulos públicos en cuentas de inversión y su valor de mercado. Además, se modificó el método de valuación de la tenencia de títulos valores en cuentas de inversión, al permitirse reflejar la utilidad implícita en la tasa interna de retorno de los valores, en lugar de la tasa del cupón, de modo de ocultar las pérdidas que se estaban verificando.

100. Esta asistencia alcanzó un nivel de 9.080 millones de pesos hacia fines de 2001 (55,1% fue instrumentada con pases activos y 44,9% con redescuentos) y se amplió la gama de títulos valores utilizables en garantía.

101. En abril se modificó la Carta Orgánica del BCRA, autorizando a las entidades financieras a constituir requisitos de reserva en títulos públicos nacionales y en depósitos remunerados en el BCRA. Entre otras medidas adicionales, la más significativa fue el nuevo régimen (“desdoblado”) que exigía la constitución de requisitos de liquidez sobre las colocaciones a plazo y de requisitos de efectivo mínimo sobre los depósitos a la vista.

Un aspecto interesante de la experiencia argentina es justamente que la crisis que finalmente tumbó al sistema en el 2001 no se dio debido a que las entidades estuvieran muy apalancadas, dependieran excesivamente de fondeo de corto plazo o hubieran sido víctimas de una burbuja inmobiliaria (lo mismo vale para la crisis de 1995). Estos eran tipos de riesgos contra los que el marco regulatorio cubría adecuadamente.

En este sentido, hay que destacar que el Banco Mundial consideró que el entorno regulatorio vigente en Argentina en 1998 era uno de los de mejor calidad del mundo y el segundo mejor en un *ranking* de los vigentes en países emergentes, inmediatamente detrás del de Singapur, en paridad con el de Hong Kong y adelante del marco regulatorio chileno¹⁰². Además, el BM elogió el sistema argentino por su incorporación del disciplinamiento a través del mercado como un componente central. Pero hubo riesgos importantes que permanecieron ocultos o, por lo menos, subestimados.

Hacia 1998, entonces, la calidad de las regulaciones bancarias se había elevado a estándares internacionales (al menos en el papel) y el sistema mostraba indicadores de liquidez y solvencia satisfactorios y mejores que en la mayoría de los demás países emergentes. Pero también es cierto que la solvencia real era más baja que la “formal” porque el inicio del ciclo contractivo generaría indefectiblemente un aumento de la morosidad, que aún no se observaba porque la cartera de crédito era joven.

En efecto, si bien el desarrollo del sistema bancario, la mayor sofisticación de los instrumentos de inversión y un marco regulatorio entre los más exigentes de los países emergentes permitían pensar, desde una visión superficial, que se había superado definitivamente un estadio “primitivo” en la evolución del sistema y que éste se había tornado más robusto, existían tres debilidades fundamentales que resultarían fatales: el enorme riesgo sistémico en ausencia de un prestamista de última instancia en dólares en un sistema dolarizado¹⁰³, la exposición del sistema financiero a un *default* del sector público y la fuerte subestimación del descalce de monedas latente (aunque no explícito).

En relación a este último punto, el problema es que la existencia misma del régimen de convertibilidad estaba en contradicción con la adopción de normas regulatorias que apuntaran a desincentivar la dolarización financiera. De hecho, la falta de regulación del descalce de monedas podía justificarse en la necesidad de evitar generar la más mínima señal sobre un posible abandono del régimen¹⁰⁴. Incluso la preferencia del gobierno por endeudarse en dólares en lugar de pesos podía justificarse no sólo en

102. Sobre la base del sistema de calificación CAMELOT desarrollado por el BM. El entorno regulatorio argentino se destacaba como el mejor en requisitos de capital y cuarto en previsionamiento y clasificación de deudores. Se pensaba que Argentina estaba cerca de cumplir con los “*Basle Core Principles for Effective Banking Supervision*”.

103. En última instancia, la falta de tal prestamista tiene que ver con la inestabilidad de la demanda por deuda pública. Es usual que, en economías como la argentina, una corrida bancaria esté asociada con una corrida contra la deuda pública.

104. Pero, paradójicamente, tal abandono no era posible si antes no se fortalecía decisivamente la demanda (credibilidad) del peso, lo cual requería un proceso de desdolarización.

que las tasas de interés eran menores, sino también en la intención de eliminar toda sospecha de que se pudieran estar sopesando los beneficios de una eventual devaluación. Este tipo de dilema fue intrínseco al régimen de convertibilidad, cuya supervivencia dependía de la percepción de que era “eterno” e inmodificable.

El descalce de monedas se potenció con la alta rentabilidad de los sectores productores de bienes y servicios no transables, lo cual generó una asignación del crédito inapropiada, que además entrañaba altos riesgos. Es decir, a los precios relativos vigentes, el sistema bancario no estaba en condiciones de canalizar productivamente los grandes volúmenes de fondos disponibles para ser intermediados, que se originaban a su vez en la fuerte entrada de capitales durante la fase expansiva. En términos muy estilizados, puede afirmarse que el sistema bancario privilegió el consumo, la inversión residencial, la inversión en el sector comercio y la financiación del capital de trabajo en detrimento de la inversión “productiva”.

Esta asignación del crédito estaba destinada a generar problemas, incluso en un escenario más benigno que el que en definitiva se planteó. Aún bajo la hipótesis de que el régimen de convertibilidad continuara, era inevitable que el tipo de cambio real subiera (ya sea a través de la deflación, bajo convertibilidad, o de la depreciación nominal del peso si se cambiaba el régimen monetario) y el sistema era muy vulnerable a cambios de magnitud en los precios relativos, ya que los requisitos de capital, si bien altos, eran insuficientes para absorber las eventuales pérdidas. El problema es que el marco regulatorio carecía de normas explícitamente concebidas para moderar el impacto en el sector bancario del consiguiente deterioro de la capacidad de repago de los productores de no transables, deterioro que no es más que la transformación del riesgo cambiario en riesgo crediticio. Debe tenerse en cuenta que el descalce de monedas fue (paradójicamente) incentivado por la misma norma que pretendía atenuarlo, ya que indujo a los bancos a prestar en dólares (cerrando de este modo el descalce “formal”) en la medida en que el fondeo de las entidades era en esa moneda (ampliando de este modo el descalce “real”).

La diferencia entre el descalce formal y el real es especialmente aguda en el caso del fondeo externo¹⁰⁵. Precisamente, éste fue utilizado de manera creciente por las entidades financieras y constituyó una ventaja competitiva para aquellas que podían obtenerlo en magnitudes significativas, ya que el costo de una línea financiera de bancos corresponsales, de un bono colocado en el mercado internacional o de una línea de la casa matriz (en el caso de los bancos extranjeros), era más bajo que el costo (marginal) de fondeo en el mercado local. Además de proveer financiamiento de largo plazo, el acceso al mercado externo permitía un lucrativo arbitraje de tasas en operaciones de corto plazo, cuando las circunstancias de la plaza local eran convenientes¹⁰⁶. A fines de 1998, la deuda externa del sistema financiero privado ya alcanzaba los 17.500 millones de dólares y representaba casi 20% de los pasivos totales de los bancos¹⁰⁷. El financiamiento externo no consistió sólo en préstamos interbancarios. Las colocaciones de bonos por parte de los bancos que operan en la

105. Ya que, como luego quedaría claro, los argendólares se pueden pesificar.

106. Por ejemplo ante subas estacionales de las tasas de interés.

107. Los grandes bancos públicos también recurrieron intensamente al financiamiento externo.

plaza local tuvieron un imponente crecimiento entre 1996 y 1998 (casi 150%), pero luego comenzaría a caer por el contagio de la crisis rusa.

Hacia fines de 2000 existía incluso un descalce contable positivo en dólares, porque los activos expresados en esa divisa superaban los pasivos en más de 10.000 millones. Los préstamos estaban más dolarizados que los depósitos, fundamentalmente porque una parte importante de estos últimos cumplen un rol transaccional y son de más corto plazo. Probablemente habría sido apropiado un nivel de provisiones y/o requisitos de capital más alto para las financiaciones al sector no transable, especialmente (pero no únicamente) si eran en moneda extranjera.

De todos modos, puede argumentarse que el fortalecimiento de las normas prudenciales y su adaptación al régimen de convertibilidad vigente en Argentina contribuyeron en general a mejorar la solvencia y liquidez del sistema y a disminuir la probabilidad de una crisis bancaria. Pero, al mismo tiempo, el sistema de incentivos vigente era tal que, si de todos modos se producía una crisis, ésta sería mucho más catastrófica que en un sistema menos adaptado a la convertibilidad.

Es decir que el sistema bancario se tornó mucho más sólido en su capacidad de resistir *shocks* de magnitudes moderadas pero de mucho más difícil reconstrucción frente a perturbaciones de un orden de magnitud superior, lo cual aumentaría el costo de la crisis que puso fin a la convertibilidad, generando un proceso de resolución especialmente traumático.

Concretamente, lo que a la postre resultó fatídico es haber respaldado la dolarización *de facto* que históricamente había habido en Argentina con una dolarización *de jure*¹⁰⁸. Como consecuencia, la falta de un prestamista de última instancia se combinó con la expansión de los depósitos y el crédito en dólares, mientras que el marco regulatorio convalidaba la ficción de que los “argendólares”, es decir, las colocaciones denominadas en dólares generadas por el proceso interno de expansión secundaria, eran equivalentes a los dólares emitidos por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Respecto a la falta de un prestamista de última instancia eficaz, es evidente que el BCRA no podía ser un PUI creíble en un sistema financiero dolarizado, y los requisitos de liquidez extraordinariamente elevados y el acuerdo de provisión de liquidez con bancos internacionales fueron insuficientes. En definitiva, el hecho de que la liquidez sistémica en dólares (reservas del BCRA más activos líquidos de los bancos en el exterior) llegara a casi 39% de los depósitos no fue suficiente para darle credibilidad al régimen y no impidió el desenlace final.

La persistencia de altos niveles de incertidumbre disminuía la viabilidad del sistema, que probablemente no hubiera sido capaz de sostener su crecimiento en el largo plazo aún de haberse evitado la catástrofe. La baja rentabilidad (promedio) es una prueba de

108. La legalización de los depósitos en dólares puede haber sido un factor estabilizador que atenuó la fuga de capitales en algunos de los episodios de contagio enfrentados por el sistema financiero en los años noventa. En octubre-noviembre de 1997 y en agosto-septiembre de 1998 (crisis asiática y rusa, respectivamente) los depósitos totales continuaron aumentando pero se dolarizaron (cayeron los depósitos en pesos).

ello¹⁰⁹. En 2001 los resultados fueron (levemente) negativos, tras un año de rentabilidad nula en 2000, y no fueron mucho peores gracias al “resultado por tenencia de activos”, favorecido por los cambios regulatorios que incentivaban la compra de títulos públicos y la contabilización de rendimientos “de fantasía”. Dado el alto costo de capital enfrentado (en el orden del 13% a 18% en 1998-2000) no es probable que el sistema hubiera podido atraer los recursos necesarios para crecer a buen ritmo en los siguientes años.

Hay que destacar que los bajos beneficios que generó el sector bancario no fueron el reflejo de una drástica compresión de los *spreads* originada en la presión ejercida por un mercado más competitivo. Por el contrario, el diferencial entre tasas activas y pasivas se mantuvo en niveles muy superiores a los vigentes en los países desarrollados, aun cuando disminuyó en comparación con los vigentes a principios de la década del noventa. Las tasas cobradas sobre los préstamos cayeron, pero dicha caída simplemente acompañó la disminución del costo de fondeo de las entidades, no la superó. La eficiencia del sistema bancario durante la convertibilidad fue inferior a la generada más tarde por el sistema que emergería de la crisis que marcó el final de dicho régimen. El costo social de esta ineficiencia se veía, además, aumentado por el costo de mantener las “líneas de defensa” que éste necesitaba.

En efecto, la combinación de un régimen de convertibilidad con el esquema de requisitos de liquidez implicaba que no sólo el BCRA sino todo el sistema financiero estaba invirtiendo fondos a una tasa muy inferior a la tasa a la que el conjunto del país tomaba fondos en el exterior. Por ende, y de manera paradójica, cuanto más exitoso fuera el sistema bancario argentino en la captación e intermediación de ahorro externo, mayor sería la pérdida financiera asociada para el país en su conjunto. Pero el “pecado original” es que si se pretende tener un sistema dolarizado, los altos requisitos de liquidez (o encajes) son inevitables, particularmente en un país con el grado de vulnerabilidad externa de Argentina. En los sistemas bancarios de los países desarrollados pueden ser mucho más bajos, porque además las entidades tienen una importante cartera de títulos públicos. La enorme diferencia es que dichos títulos sí permiten contar con mucha liquidez adicional a los requisitos de encaje, incluso en situaciones de *stress*. En Argentina es precisamente en esas situaciones cuando los títulos públicos sufren caídas más profundas en los precios. En los EE.UU. se da el fenómeno opuesto. Las crisis suelen estar asociadas a aumentos en los precios de los Bonos del Tesoro.

La dolarización tenía también otros efectos indeseables. Cuanto más avanzaba la participación de los depósitos en moneda extranjera, más tendía a aumentar (*ceteris paribus*) el diferencial entre las tasas en pesos y las tasas en dólares (lo cual perjudica particularmente a las *pymes*, que se financian en buena medida con giros en descubierto en cuenta corriente). Dado que los depósitos a la vista estaban mayoritariamente denominados en pesos y que presentan una mayor volatilidad que los depósitos a plazo, los bancos mantenían aproximadamente el 75% del efectivo en

109. Otros indicadores (posición de capital, calidad de cartera) no reflejaron el grado de deterioro que podría esperarse gracias a las relajaciones normativas implementadas y a la disminución de los activos de riesgo.

moneda local y sólo el 25% restante en dólares. La consecuencia es que en el mercado había con frecuencia escasez de pesos para integrar los encajes técnicos, con la consecuente presión alcista sobre las tasas en dicha moneda y el traslado del sobrecosto a los tomadores de fondos.

La crisis también ilustra acerca de los problemas que surgen cuando se aplican mecánicamente criterios regulatorios vigentes en los países desarrollados a contextos de mayor vulnerabilidad. En este sentido, el coeficiente de riesgo cero (o muy bajo) asociado a los préstamos al Estado Nacional implica que éstos son considerados activos sin riesgo, lo cual, a menos que los rendimientos sean muy bajos, induce a los bancos a tener una exposición exagerada en dichos activos. El problema es que, a diferencia de lo que ocurre en economías desarrolladas, las tasas de interés sobre la deuda pública llegaron a niveles muy elevados, con lo cual se generó un incentivo irresistible a aumentar la exposición al sector público, lo cual es natural, y hasta deseable, cuando se trata de soberanos solventes.

El resultado es que no sólo se genera una sensación falsa acerca de la solidez de las instituciones sino que se tiende a acentuar el comportamiento pro cíclico de los bancos: durante la recesión de 1999-2001, la caída del nivel de actividad se vio reforzada por el cambio de portafolio de las entidades a favor de deuda del gobierno, en detrimento del crédito al sector privado, precisamente en una etapa en que crecían las necesidades de financiamiento del sector estatal, con el consiguiente aumento de los rendimientos sobre la deuda pública.

Un aspecto del marco regulatorio que ha sido muy criticado es, precisamente, que no imponía un límite adecuado a la exposición de los bancos con el sector público. En primer lugar, aunque la exposición con cada nivel del sector público no podía superar el 25% de la RPC, no había un límite agregado a la sumatoria de los límites individuales. Pero además, las normas sobre fraccionamiento del riesgo crediticio, que establecían un límite del 25% de la RPC para las financiaciones con garantía, no se aplicaban a la tenencia de títulos públicos nacionales (aunque sí regían para los bonos provinciales y municipales)¹¹⁰. A principios de 2001, dichas tenencias ya habían superado el 50% de la RPC del sistema bancario. Por otro lado, la exposición de los bancos con cada una de las provincias enfrentaba un límite individual del 25% de la RPC, ya que se trataba de préstamos garantizados con la coparticipación de impuestos nacionales. La consecuencia es que, en teoría, los bancos podían llegar a tener una exposición de hasta dos o tres veces su patrimonio sumando el total de las financiaciones a las provincias, y sin contar su exposición al gobierno nacional¹¹¹. Esto no parece razonable, ya que en un sistema fiscal como el argentino es difícil argumentar que las provincias tienen una capacidad de repago de la deuda distinta e independiente de la del gobierno federal.

Al producirse el desenlace, en noviembre de 2001, la exposición del sistema financiero al sector público ascendía a 27% de los activos, un nivel comparable al vigente en los

110. Para los préstamos al sector público nacional sí regía este límite, con lo cual al mismo emisor de deuda se le estaba dando un tratamiento distinto según el tipo de instrumento con que se financiaba, un enfoque, como mínimo, discutible.

111. Hacia fines de 2001 ésta era equivalente a un 50% de la RPC del sistema financiero.

países desarrollados en esa época y mucho más bajo que el usual en Brasil, por ejemplo¹¹². En ese país, la exposición de los bancos con el sector público ha superado con frecuencia el 250% de la RPC del sistema financiero (y el 40% de los activos).

En definitiva, la exposición de los bancos al sector público en Argentina pudo haber sido aún más alta de la que se observó. En este sentido, el cambio de portafolio a favor de los activos del gobierno no fue una mera consecuencia de un marco regulatorio favorable a los préstamos a dicho sector, sino que fue, fundamentalmente, un resultado natural del comportamiento del *management* de los bancos en un contexto de fuerte caída del nivel de actividad y deterioro de las perspectivas, que provocó un aumento de la aversión al riesgo¹¹³. El deterioro de la calidad de cartera fue persistente desde el cuarto trimestre de 1998. Por ello, la combinación rentabilidad-riesgo ofrecida por los activos privados se deterioró fuertemente en 1999-2001 y es difícil imaginar un esquema regulatorio que hubiera podido evitar la reducción del crédito a ese sector¹¹⁴. Probablemente los bancos habrían disminuido el crédito neto aunque dicho esquema hubiese sido totalmente neutral en términos de los incentivos a prestar a uno u otro sector. Por ello, no puede sostenerse que la regulación en materia de préstamos al sector público tuviera un carácter pro cíclico o que haya provocado un *crowding-out* del sector privado. Dicho efecto habría sido, en todo caso, marginal.

Las normas en materia de capitales mínimos tampoco parecen haber sido responsables de un comportamiento pro cíclico del crédito que haya agudizado su contracción en la fase recesiva de la economía. Ciertamente, en períodos de volatilidad, los activos de riesgo (y, por ende, la exigencia) tendieron a aumentar debido a que ellos eran ponderados por un indicador de riesgo (IR) construido sobre la base de la tasa de interés a la que se pactaban las financiaciones. En teoría, el IR podía contribuir a generar una reducción en la oferta de crédito y, en consecuencia, un círculo vicioso de contracción del nivel de actividad. Pero éste era el único aspecto pro cíclico de la normativa de capitales mínimos y de importancia secundaria en la exigencia total¹¹⁵. En la práctica, la exigencia aumentó en las fases expansivas y se redujo en la fase contractiva.

112. En México, tras la experiencia de la crisis de 1995, la exigencia de capitales mínimos para los préstamos a los gobiernos subnacionales se fijó como función de la calificación de riesgo de cada gobierno establecida por las agencias internacionales de calificación. Esto se hizo en consonancia con un cambio del régimen fiscal que limitó el uso de la garantía de coparticipación como *collateral*.

113. En contraste con lo que sostienen algunos autores, que argumentan que el marco regulatorio pro cíclico fue un factor clave en la disminución del crédito al sector privado.

114. De hecho, en julio de 2000 se incorporó la exigencia de capital por tenencia de títulos públicos en cuentas de inversión y por financiaciones al sector público nacional no financiero. Pero esta norma apenas alteró la diferencia de rentabilidad a favor de los activos públicos. Asimismo, a partir de 1999 el BCRA intentó modificar las regulaciones para aumentar la porción de la cartera de títulos públicos que debía ser valuada a precios de mercado. Pero la fuerte declinación de los precios de los bonos terminó por postergar indefinidamente su implementación efectiva.

115. En promedio, el riesgo de crédito generaba un 85% de la exigencia de capitales mínimos por riesgo de contraparte y sólo el 15% era generado por el IR.

Sí, en cambio, es posible criticar la normativa de capitales mínimos en lo que respecta al *ranking* implícito de riesgos que establecía. En promedio, por cada peso de capital los bancos podían prestarle hasta 25 pesos al sector público, 10 pesos a una gran empresa, 6 pesos a una *pyme* y sólo 4 pesos a un individuo. Este *ranking* se basó en el supuesto de que el sector público tenía la máxima probabilidad de repago, seguido por las grandes empresas, y que las *pymes* y los individuos poseían una menor calidad crediticia. Así, en la década del noventa el sistema financiero colocó la mayor parte del crédito al sector privado en las grandes empresas, bajo la creencia de que era el segmento menos riesgoso y más rentable. Pero en la práctica, los préstamos corporativos tuvieron una rentabilidad baja y un riesgo de incobrabilidad alto, mientras que el segmento de crédito a individuos registró un mejor nivel de rentabilidad ajustado por riesgo.

En efecto, tras el estallido de la crisis a fines de 2001, el *ranking* en materia de repago fue el inverso del que estaba previsto en el marco regulatorio. Primero los individuos, y en segundo lugar las *pymes*, tuvieron una mayor cobrabilidad que el sector público y las grandes empresas¹¹⁶. En síntesis, no siempre los créditos caros son los más riesgosos. Por ende la regulación de capitales mínimos debería contemplar este hecho. Tras la crisis, los bancos habrían de explotar esta falsa paradoja, al adoptar una política agresiva, y con menores tasas que en el pasado, en los créditos personales o con descuento de salario, cuyo riesgo ha probado ser empíricamente bajo.

La contundencia de la crisis de 2001-2002 incita a preguntarse en qué medida el marco regulatorio construido durante la década del noventa no era simplemente un “tigre de papel”, con serias deficiencias de diseño y adaptación al contexto local. Esta es ciertamente una posición que tiene méritos, y en esta sección hemos señalado varias de las limitaciones de la arquitectura regulatoria.

Pero lo que no se puede afirmar es que el problema se haya agravado significativamente porque la normativa era pro cíclica, aun aceptando que ella pueda haber jugado un papel de segundo o tercer orden. El error está en atribuirle la responsabilidad fundamental en la agudización de la crisis crediticia al marco regulatorio cuando tal fenómeno es consecuencia de todo el régimen de política económica en sentido amplio, con un papel protagónico del esquema macroeconómico. Por otro lado, como se mencionó anteriormente, las autoridades hicieron esfuerzos por atenuar el sesgo pro cíclico implícito en las regulaciones. En este sentido, la importancia del sesgo a favor del financiamiento al sector público en las normas de capitales mínimos y de previsionamiento no deberían ser sobreestimados.

Llevando un tanto el argumento al extremo, se puede afirmar que no es posible edificar un sistema financiero eficiente sobre la base de la idea de que el sector público tiene alta probabilidad de caer en *default*. Es natural que se le impute un riesgo bajo a la posibilidad de incumplimiento por parte del estado, aún cuando haya elementos para pensar que tal incumplimiento no tiene una baja probabilidad de ocurrencia. La

116. Es cierto, no obstante, que en condiciones normales, o en un país más estable, probablemente se habría observado lo contrario. De todos modos, la experiencia realza lo imperioso que resulta efectuar un análisis más matizado del riesgo de los distintos segmentos del mercado de crédito al diseñar el marco regulatorio.

razón fundamental es que el cumplimiento de los contratos es la base de la credibilidad del sistema bancario. Para expresarlo de otro modo, hacer de cuenta que el estado es solvente es el “único juego posible”. Por otro lado, la evidencia empírica muestra que la corrida contra los bancos parece haber sido independiente del nivel de exposición al riesgo público de cada entidad.

Otra de las lecciones importantes que se pueden extraer de la crisis es el alcance relativo del respaldo de las casas matrices a sus subsidiarias/sucursales locales. El caso argentino refuta empíricamente el argumento acerca de la importancia del papel de los bancos extranjeros como prestamistas de última instancia en caso de una crisis sistémica.

En este sentido, su presencia brindó una falsa sensación de seguridad y definitivamente no contribuyó, como algunos analistas pensaban, a hacer que la crisis fueran menos profunda¹¹⁷. En la práctica, dichas instituciones demostraron tener un comportamiento más pro cíclico en su política de crédito, reducir más rápidamente su exposición a las líneas de crédito internacional y no estar más dispuestas, o en condiciones, de obtener liquidez en situaciones de *stress*¹¹⁸. Tampoco parece haber sido positivo el impacto del aumento de la presencia de la banca extranjera en el acceso al crédito por parte de las *pymes*, aunque la evidencia al respecto no es concluyente.

En otro plano, una lección de la crisis es que los indicadores de liquidez de las entidades tampoco mostraban el estado real de situación, ya que subestimaban el descalce de plazos real. Si bien las normas prudenciales incluían límites para el llamado *gap* de liquidez, éstas son de relativa utilidad en el contexto argentino. En nuestro país es frecuente que se utilicen préstamos de corto plazo para financiar inversiones de plazo mediano o largo. Desde cierta perspectiva, estos créditos, donde los bancos cobran los intereses y refinancian “indefinidamente” el capital, constituyen una especie de *equity* antes que deuda, lo cual es consistente con su baja liquidez (se trataría de “acciones” en empresas que no cotizan en la bolsa). La práctica de financiar con deuda de corto plazo emprendimientos de largo plazo está incorporada en la cultura del tomador de crédito en Argentina, particularmente en las *pymes*, que suelen carecer de un *management* profesional o sofisticado en los aspectos financieros. Al mismo tiempo, por el lado de la oferta de crédito, los bancos pueden preferir el crédito de corto plazo porque facilita el monitoreo de la situación de la firma y porque permite

117. Por el contrario, en la etapa final algunas entidades remitieron fondos masivamente a sus casas matrices.

118. Aunque en casos de crisis sistémicas, el comportamiento de la banca extranjera en cuanto al apoyo a sus filiales o sucursales depende de las acciones de las autoridades locales. Es importante al respecto establecer una distinción entre la obligación legal de la casa matriz en caso de una situación de *stress* individual en comparación con la que existe ante una crisis sistémica. La legislación vigente en la materia en EE.UU. (surgida a raíz del caso de Citibank en Filipinas en 1986) es que los bancos no están obligados a hacerse cargo de los pasivos de sus subsidiarias (o aún más, de sus sucursales) cuando el gobierno del país anfitrión toma medidas que impiden la libre disponibilidad de los depósitos (u otros pasivos). En este sentido, el gobierno uruguayo, al reprogramar únicamente los depósitos en los bancos públicos, no afectó la obligación legal de las matrices de proveer asistencia a sus operaciones locales.

reducir el descalce de plazos que en Argentina plantea un riesgo muy superior al vigente en los países desarrollados.

En ese caso es un error suponer que la duración de un portafolio de crédito es realmente de corto plazo, aún cuando los créditos estén siendo pagados (es decir, aunque no sean morosos). El descalce de plazos real es mucho mayor que el contractual. En los años noventa, esto tenía serias implicaciones para la vulnerabilidad del sistema financiero, ya que el plazo promedio de los depósitos nunca superó los 47 días y el plazo residual del 80% de los pasivos bancarios no llegó a exceder los tres meses en ningún momento de la década.

El “mito” de la independencia del banco central fue otra víctima de la crisis. La experiencia de diez años de convertibilidad brinda una fuerte evidencia en contra de la conveniencia de elevar este principio a la categoría de dogma. Ya en ocasión de la crisis de 1995 las autoridades del BCRA se vieron obligadas, tras su reticencia inicial, a modificar la Carta Orgánica para poder intervenir en forma más eficaz en el mercado cuando fuere necesario.

Incluso el monopolio de la emisión de dinero por parte del BCRA pudo haber generado una crisis de pagos en 2001, de no haberse generado una espontánea “anarquía monetaria” con la emisión de bonos (cuasi monedas) por parte de las provincias y del mismo gobierno nacional¹¹⁹. En efecto, estos papeles contribuyeron a mantener la liquidez (especialmente en los sectores *pyme* y de individuos de bajos ingresos), la que de otro modo habría tenido una trayectoria decreciente más pronunciada (pero no se admitían como depósitos, sólo en “custodia”). A diciembre de 2001, las cuasi monedas representaban un 18,1% de la base monetaria amplia¹²⁰.

En definitiva, la crisis del año 2001 confirmó que, en situaciones de fuerte inestabilidad, la independencia estricta del banco central es, en la práctica, inconveniente y probablemente imposible.

119. Ciertamente, habría sido mejor una expansión monetaria “coordinada”, pero dadas las restricciones institucionales existentes, la emisión de cuasi monedas fue, al menos, un *second best*.

120. En junio de 2002 alcanzaron un máximo de 34,2% de la base monetaria amplia, ponderación que había disminuido a 12,3% a fines de junio de 2002. Lecops y patacones se asimilaban al dinero, ya que se estableció que (además de su uso para cancelar obligaciones tributarias y servicios) los bancos podían recibirlos en pago de préstamos personales, hipotecarios para la vivienda y prendarios (siempre que el titular de la obligación fuera un agente activo o pasivo de la provincia o la Nación y fuera un tenedor original de los títulos). El resultado es que, en la práctica, las cuasi monedas constituyeron un medio de pago (cancelación) final para la mayor parte de los bienes y servicios. En los casos de los Lecop (emitidos por el gobierno nacional) y de los patacones (emitidos por la Provincia de Buenos Aires) los descuentos a nivel mayorista descendieron rápidamente a menos del 1%. e incluso llegaron a cotizar, en algunos casos, por encima del peso, debido a su uso en la economía “subterránea” (básicamente para eludir el impuesto al cheque y, en general, para evitar el registro de las operaciones en cuenta corriente).

Capítulo V

Chile en los años 2000: evolución macroeconómica y financiera

Manuel R. Agosin y Alexis Montecinos

I. Introducción

En los últimos 12 años Chile ha vivido importantes cambios de política económica y ha tenido que soportar tres shocks externos de gran magnitud: las crisis asiática y rusa de 1997-98, el auge del precio de las materias primas en 2004-2008, y la crisis financiera internacional que se desencadenó con toda su fuerza luego de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

Las crisis financieras externas de 1997-98 fueron un shock adverso importante, haciendo retroceder fuertemente el crecimiento económico, que pasó de tasas de variación anuales superiores al 7% promedio en el período 1985-1997 a una tasa de 2,7% promedio para el período 1998-2003. Lo anterior nos muestra la gran magnitud de la brecha negativa en capacidad por la que ha pasado la economía y que hasta 2003 aún no podía cerrar. Esta brecha en capacidad (medida como la diferencia entre el producto real con respecto al producto potencial) fue en gran medida la consecuencia de una caída en la inversión en 1998-2003. La única explicación que cabe frente a la enorme caída en la inversión se puede encontrar en el concepto de “animal spirits” de Keynes y es una manifestación evidente de la volatilidad de la inversión.

La brecha productiva a su vez afectó fuertemente a la creación de empleo y a la tasa de desocupación, las cuales, al igual que el producto, han tenido una lenta recuperación. Es importante destacar el rol que han jugado las exportaciones dentro de la recuperación que se inició en 2004, promediando 30,7% de crecimiento entre 2003 y 2008.

En los últimos doce años, las variables clave a nivel agregado han pasado por diversos regímenes de políticas. Un buen ejemplo de esto es el tipo de cambio nominal, que pasa de estar sujeto a una banda cambiaria con alteraciones frecuentes a una flotación casi absolutamente limpia, salvo contadas ocasiones en las que la autoridad se vio obligada a intervenir para impedir que el tipo de cambio se desestabilizara demasiado con respecto a sus fundamentos.

El Banco Central, por su parte, ha continuado ejerciendo los esfuerzos necesarios para mantener la inflación en torno a su meta (sistema instaurado en 1990). En este sentido, la inflación ha convergido a un nivel promedio anual de 3%, anclando las expectativas de los agentes para el horizonte que define la autoridad (12 a 24 meses) y estando en el rango meta la mayor parte de la década. Una excepción a esto último fue 2008, año en el cual la inflación sufrió una fuerte alza, explicada principalmente por el aumento generalizado de los precios internacionales del petróleo y los alimentos.

Importante es destacar la evolución que ha presentado la economía en términos fiscales, sector que se ha caracterizado por un continuo ordenamiento, el cual viene desde antes del período bajo análisis en este trabajo¹²¹, pero que dentro de la década se ha reforzado con la adopción de una regla y una ley que le han quitado gran parte del carácter discrecional que potencialmente posee la política fiscal. Éstas son la regla

121. La primera gran reforma fiscal data de 1925, durante el primer gobierno de Arturo Alessandri Palma.

de balance estructural y la Ley de Responsabilidad Fiscal, cuyo objetivo es ordenar las cuentas fiscales y a su vez alejar a la economía de la excesiva volatilidad del ciclo económico, dándole un cariz cíclico neutral al gasto fiscal.¹²²

En lo cambiario, Chile ha transitado desde un sistema de bandas (que heredó de la crisis financiera de 1982-83), en la que se trató de mantener un tipo de cambio real constante con variaciones acotadas por la amplitud de las bandas, a un tipo de cambio totalmente flexible, en el que la autoridad ha prescindido de intervenir excepto en situaciones críticas. Estas últimas han ocurrido en tres ocasiones. Durante 2002 y 2003, el temor a la escasez de dólares llevó a un aumento desmesurado del precio de la divisa. La respuesta del Banco Central fue ofrecer al mercado papeles indexados al dólar. A comienzos de 2008, por otra parte, el problema fue inverso: el mercado llevó al precio de la divisa a niveles muy inferiores a los que justificaban sus fundamentos. En esa ocasión, en abril la autoridad inició un programa de compra de dólares, que debía continuar hasta fines de año. A raíz de la irrupción de la crisis financiera luego de la quiebra de Lehman Brothers, el programa fue interrumpido en forma anticipada, en vista que el precio de la divisa volvió a dispararse.

La excesiva volatilidad cambiaria nominal (y real, en un contexto de una baja tasa de inflación) ha sido exacerbada por la falta de coordinación entre el Ministerio de Hacienda y el Banco Central. A comienzos de 2009, por ejemplo, con el objetivo de paliar los efectos adversos de la crisis económica, Hacienda lanzó un paquete fiscal de gran envergadura, que requirió liquidar divisas de su fondo de estabilización. Ello ocurrió en una situación en que el mercado ya estaba en una fuerte corrección del alza que había experimentado el dólar desde el comienzo de la intervención cambiaria en abril de 2008 hasta fines del primer trimestre de 2009. Las ventas de Hacienda, que el Banco Central, aduciendo independencia, rehusó comprar, ahondaron la presión a la baja en el tipo de cambio. Dichas ventas han continuado luego del terremoto de fines de febrero de 2010: se planificó el financiamiento de una parte de los gastos de reconstrucción con recursos del fondo soberano.

En el sistema financiero se han tomado una serie de medidas desde mediados de los años ochenta. A raíz de la crisis se perfeccionó la supervisión y regulación bancaria. Se prohibieron los préstamos a partes relacionadas con los propios bancos, se estableció la supervisión in situ de los bancos, y se establecieron requisitos de calce para activos y pasivos en moneda extranjera. En la década recién pasada, se tomaron medidas tendientes a aumentar la profundidad financiera y permitir la mejor asignación de recursos entre sectores. Entre los principales cambios normativos realizados en la última década destacan la ley de bancos y las reformas al mercado de capitales I, II y III (MK1, MK2 y MK3). Todos estos cambios han buscado la conexión entre una mayor profundidad y diversificación con una correcta y prudente regulación. Esto último con el fin de shocks financieros como los de 1982 y 1998.

122. La regla de balance estructural le da estabilidad al gasto público, el cual debe limitarse a los ingresos estructurales del fisco, no a los ingresos efectivos. Esto implica menor gasto en los auges, y mayor gasto durante recesiones, que los que hubiesen ocurrido si el mismo estuviese determinado por los ingresos efectivos. Una política anticíclica requeriría menor gasto aún en los auges (un mayor superávit estructural) y mayor gasto en las recesiones (un déficit estructural).

La regulación financiera que ha adoptado la economía chilena ha dado algunos frutos importantes, ya que las principales variables financieras agregadas no se vieron muy afectadas por la crisis financiera internacional desencadenada por la crisis financiera internacional y que, de diversas maneras, sigue aquejando a Estados Unidos y Europa.

Se ha tenido mucho menos éxito en la profundización del mercado financiero y en su capacidad para atender las necesidades de crecimiento de la economía. Aún son muy pocas las empresas que cotizan en bolsa y las aperturas son escasísimas. El segmento de capital de riesgo está muy poco desarrollado. La concentración en el sector bancario es altísima y las brechas entre las tasas pasivas y activas son más elevadas de lo que podría esperarse de un país del nivel de desarrollo de Chile.

En las siguientes secciones se entrega una visión más detallada de los puntos mencionados más arriba. En la primera parte, se describe algo de historia económica para los principales componentes macroeconómicos del país y se muestra su evolución en la última década. En la segunda parte, se presentan algunas estimaciones econométricas para tratar de testear el efecto que han tenido algunas políticas sobre el tipo de cambio real, una variable clave para el crecimiento de largo plazo de la economía. También se discute en mayor profundidad la política fiscal del período, por constituir lo que consideramos el mayor acierto de la política macroeconómica. En la tercera sección se describen los principales cambios regulatorios que se han llevado a cabo en el sector financiero en los últimos 10 años. En la cuarta parte se muestra la evolución de las principales variables financieras y cómo reaccionaron estas ante la crisis financiera que en las economías emergentes comienza en septiembre de 2008. Como quinto punto se presentan los temas financieros que aún están en etapas muy tempranas de desarrollo, tal como lo es el capital de riesgo. En la última sección se discute lo que falta para que la economía se encamine hacia un crecimiento sostenido de largo plazo superior al exhibido en los años bajo análisis en este trabajo y se proponen algunas reformas para alcanzar este objetivo.

II. Algo de historia económica de Chile, 1997-2010

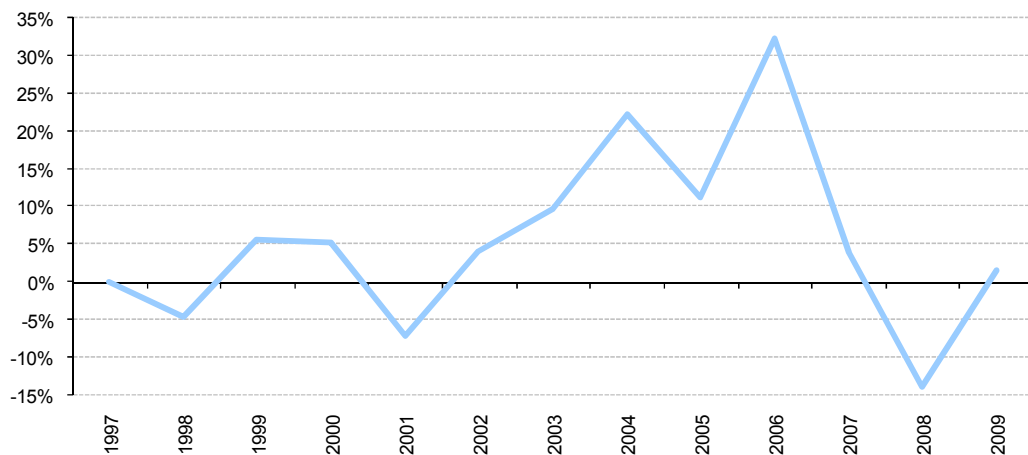
II.1. Inicio del período: Impacto de la crisis asiática

La actividad económica evidenció un fuerte cambio de tendencia en 1998, hecho que se explica por la irrupción de las crisis asiática y rusa y la posterior transmisión de éstas a la economía nacional. Entre 1985 y 1997, Chile venía creciendo a una tasa promedio anual algo por encima del 7%. Estas crisis sorprenden al país enfrentando ciertas vulnerabilidades creadas por fuertes entradas exógenas de capitales con las cuales la política económica estuvo lidiando desde 1990, pero que aun las medidas adoptadas en el período hasta 1997 no fueron suficientes para moderar las entradas de capitales y un aumento importante del déficit en cuenta corriente. Además, el sector privado estaba sobre endeudado tanto internamente como con el exterior (véase Agosin y Ffrench-Davis, 1996). La existencia de un fuerte diferencial entre las tasas de interés interna y externa, las expectativas de continuadas entradas de capital y, por lo tanto, de una apreciación cambiaria de largo plazo, sumadas a la caída del riesgo país, llevaron a que los bancos y las empresas con acceso a los mercados financieros

internacionales se endeudaran fuertemente con el exterior. A su vez, se había generado una extraña sensación de confianza producto de la nula repercusión de la crisis mexicana en la economía chilena. A pesar que los flujos de capitales hacia Chile aumentaron en lugar de retraerse por contagio de la crisis del tequila, las autoridades mantuvieron sin alteraciones los controles prudenciales de capitales extranjeros (Ffrench-Davis, 2003 y 2005). Esto a su vez repercutió en una significativa apreciación del tipo de cambio, lo que redundó en un déficit en cuenta corriente que en 1997 ya se ubicaba en 4,4% del PIB.

El contagio de la crisis se dio por dos canales (Ffrench-Davis, 2003 y 2005)¹²³: el primero fue una fuerte caída en los términos de intercambio (Gráfico 1), los cuales en 1998 evidenciaron un deterioro de 4,8% respecto a 1997. El segundo canal fue una contracción generalizada en los flujos de capitales hacia países emergentes, incluyendo hacia Chile, lo que luego se agravó aún más con las salidas de flujos de residentes por el mayor riesgo cambiario que percibían los agentes nacionales y por la expectativa que el auge del período 1985-1997 en efecto había tocado a su fin.

Gráfico 1
Variación anual en los términos del intercambio, 1997-2009 (base 2003)



Fuente: Banco Central de Chile

Para paliar la crisis el Banco Central tomó una serie de medidas enfocadas a combatir las expectativas de fuerte depreciación cambiaria. Entre estas medidas, destacan una masiva venta de divisas, la reducción en la amplitud de la banda cambiaria (que en ese momento era de 12,5% para cada lado del tipo de cambio objetivo, o “acuerdo”)¹²⁴ y

123. Se utilizará un término más suelto que el que definen Forbes y Rigobón (2001). Para ellos, el contagio ocurre cuando la correlación entre precios de activos exhibe un aumento estadísticamente significativo. La mayoría de las formas de contagio que nosotros describimos en este trabajo serían consideradas por ellos como manifestaciones de interdependencia. El asunto, para los propósitos de este trabajo, es que las crisis financieras, a través de múltiples mecanismos, pueden tener efectos endógenos sobre otras economías, sin que estas últimas hayan hecho nada para “merecer” los efectos adversos de crisis que ocurren en otras partes (en la terminología estadounidense, son “innocent bystanders”).

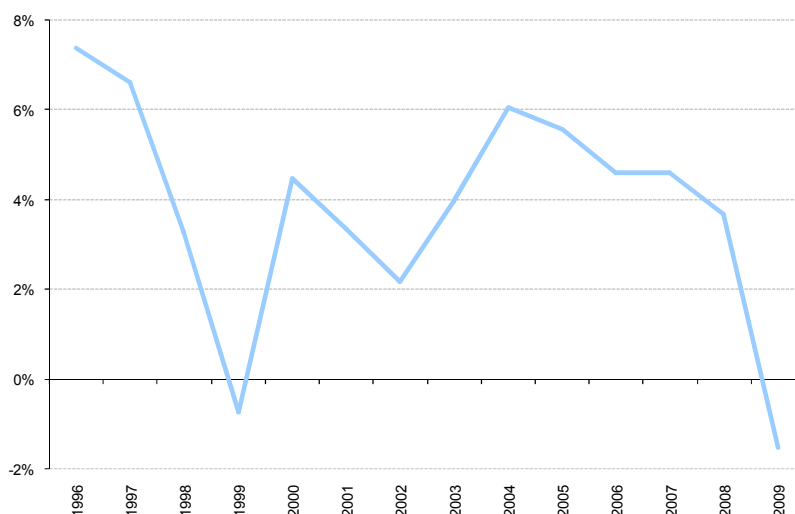
124. Desde mediados de los ochenta, el Banco Central había venido utilizando un sistema de bandas cambiarias que se ajustaban mensualmente por los diferenciales de inflación entre el

un aumento de la tasa de política monetaria a 14,5% real, medida que agudizó la profundidad del ciclo de contracción de la producción, en particular para pequeñas y medianas empresas sin acceso al crédito externo.

La actividad económica, medida en términos de producto, consumo, inversión y empleo se vio severamente afectada por estos acontecimientos y pasó de un gran auge a una recesión y posteriormente a una muy lenta recuperación. En 1998 el producto creció sólo en 3,3% en términos reales para luego caer 0,7% en 1999 (Gráfico 2). Para el período 1998-2003, Chile muestra un gradual avance hacia su frontera productiva, promediando una tasa anual de crecimiento de 2,7%. Esto último fue consecuencia de las políticas aplicadas desde antes y durante las crisis asiática y rusa: la elevación de las tasas de interés, que hacen quebrar a pequeñas y medianas empresas que no tienen acceso al crédito internacional, y a la contención de la depreciación del tipo de cambio, lo que atenta contra los sectores transables de la economía.

Gráfico 2

Variación anual del PIB real, 1990-2009 (base 2003)



Fuente: Banco Central de Chile.

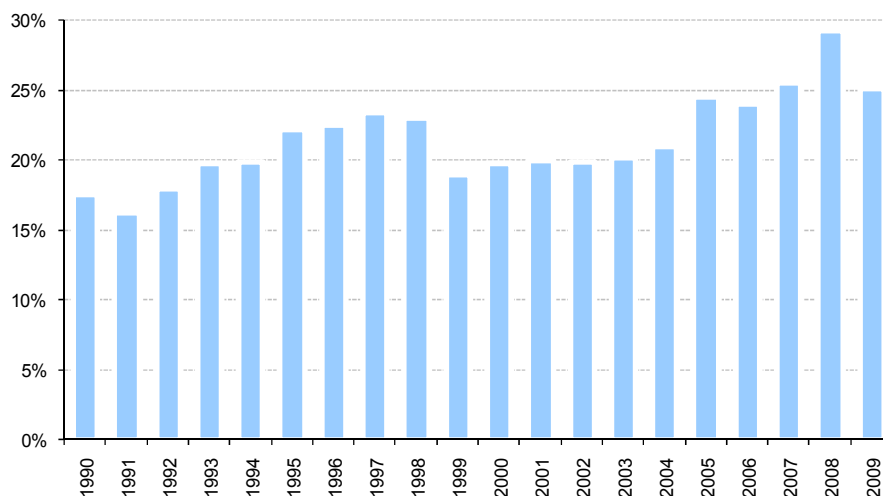
El consumo, por su parte, mostró el mismo perfil que el producto, viéndose sumamente perjudicado por la caída en los ingresos de los hogares. La recuperación también se vio afectada adversamente por la merma considerable en la inversión. Como se puede apreciar en el Gráfico 3, la formación bruta de capital fijo disminuyó desde un 23% como porcentaje del PIB (medida a precios de 2003) en 1998 a un 19% en 1999, cifra que aumentaría marginalmente a través de los años y que recién vendría

país y sus socios comerciales. Al comienzo, la banda era muy pequeña (1% para cada lado del tipo de cambio nominal central) y, por lo tanto, el sistema funcionaba como un crawling peg tradicional. Con el boom de capitales que el país comenzó a experimentar a comienzos de los noventa, la banda fue ampliándose paulatinamente, pasándose a lo que podría llamarse un sistema de bandas reptantes, porque el tipo de cambio central se corregía todos los meses por el diferencial de inflación del mes anterior entre Chile y sus principales socios comerciales.

a mostrar un fuerte aumento en 2005, cuando ésta alcanzó un 24,5% del PIB. Esta disminución repercutió severamente en la brecha productiva, dada la importancia que reviste la acumulación de capital para el crecimiento económico de largo plazo.

Gráfico 3

Formación bruta de capital fijo, como porcentaje del PIB (precios de 2003)



Fuente: Banco Central de Chile.

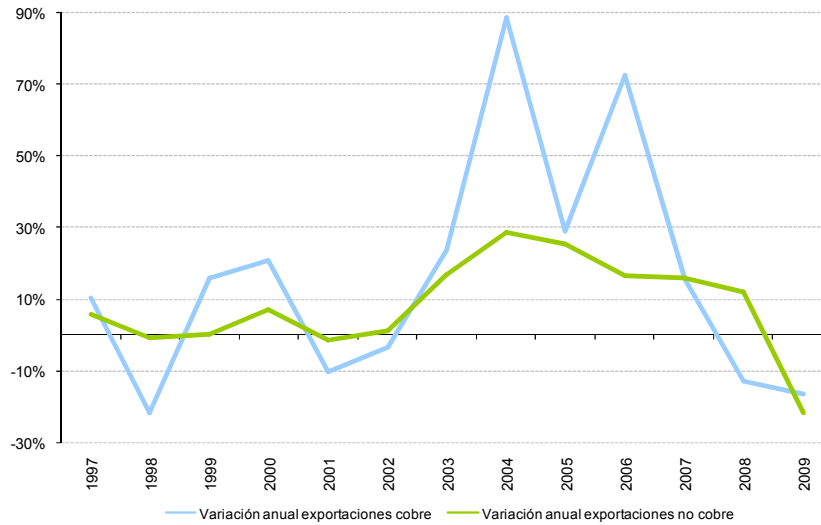
El empleo, por otra parte, se desaceleró fuertemente, cayendo la creación total de empleo en 3,3% en 1999. Al igual que el producto, esta variable sufrió una muy lenta recuperación, volviendo a tener tasas altas de crecimiento recién en 2004, año en el cual el empleo mostró una variación positiva de 3,6%. Por su parte, la tasa de desempleo sufrió un alza de casi 4 puntos porcentuales, pasando de un 6,4% en 1998 a un 10,1% en 1999.

Este complejo escenario tuvo fuertes costos sociales, ya que, como se ha mencionado antes, no fue un problema transitorio, sino que las elevadas tasas de desempleo se mantuvieron por casi siete años. Sólo en 2006 la tasa de desempleo volvió a un valor similar a la época precrisis.

Como se mencionó anteriormente, en el sector externo uno de los principales canales a través de los cuales se transmitió la crisis fue el deterioro de los términos de intercambio (4,8% en 1998), efecto fundamentalmente explicado por la caída en el índice de precios de las exportaciones, que sufrió un desplome de 15,2%, en comparación con una caída del índice de precios de las importaciones de 11%. Por su parte, las exportaciones disminuyeron 8,7% en valor en el mismo año, donde la principal caída venía explicada por las exportaciones de cobre, ya que las exportaciones no cobre retrocedieron escasamente un 0,9% (Gráfico 4). En 1998, las exportaciones industriales descendieron en 2,1% y las agropecuarias, silvícolas y pesqueras aumentaron un 4,9%. Estas exportaciones fueron las más dinámicas en todo el período bajo estudio, y las que, además, mostraron la menor volatilidad en sus tasas de expansión.

Gráfico 4

Variación anual de las exportaciones cobre y otros bienes, 1997-2008

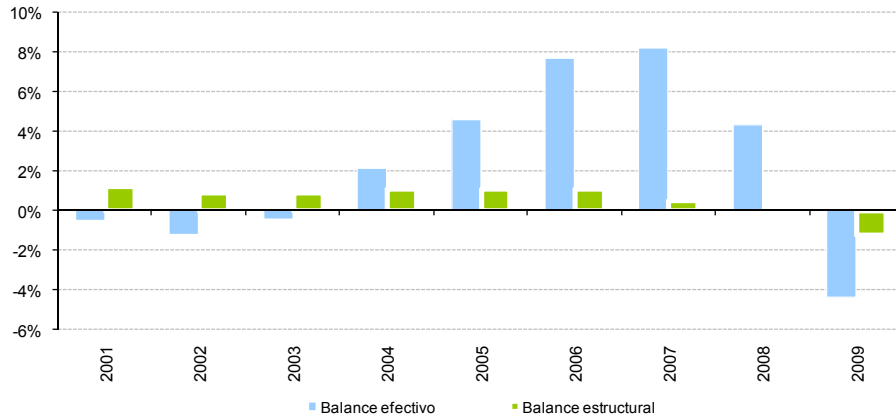


Fuente: Banco Central de Chile.

Las importaciones también tuvieron un retroceso, evidenciando una merma de 4,6% en 1998 respecto a 1997, lo que alivió en cierta forma las fuertes presiones sobre el déficit en cuenta corriente que, para el mismo año, se ubicó en 4,9% del PIB, la cifra más alta alcanzada en la última década.

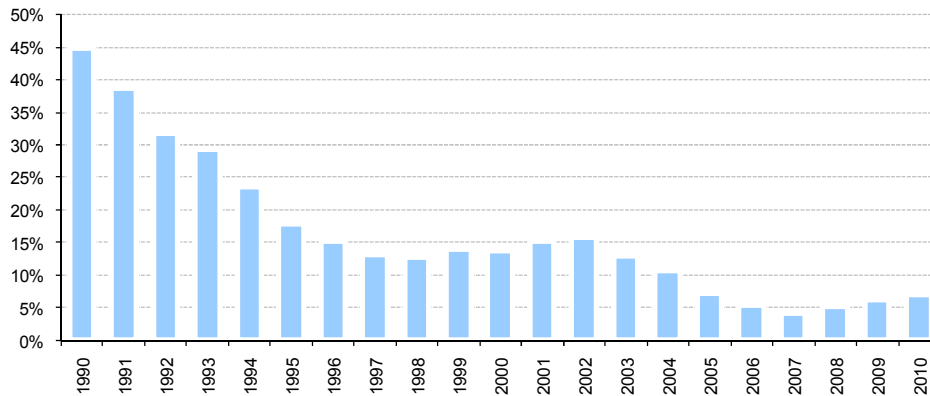
Como puede observarse en el Gráfico 5, el sector fiscal también experimentó un deterioro con las crisis financieras externas. El año 1999 fue el primero en la década con déficit fiscal. Después de haber experimentado superávits que promediaron 2 por ciento del PIB entre 1990 y 1997, las cuentas fiscales se deterioraron progresivamente, arrojando un déficit de 2,1% del PIB en 1999. Esto se explica por la caída en la recaudación tributaria que se produjo entre 1997 y 1999. Esta merma en los ingresos, producto de la contracción de la demanda interna, experimentó una recuperación lenta en años posteriores. El déficit fiscal continuó hasta 2003, promediando 1% del PIB entre 1999 y 2003. Este proceso repercutió en la deuda bruta del Gobierno Central (Gráfico 6), la cual hasta la fecha llevaba un continuo descenso como porcentaje del PIB, pasando desde un 44,8% en 1990 a un 12,7% en 1998. Para 1999 esta se incrementó levemente a un 13,9% y se situó en 15,7% del PIB en 2002, su nivel más elevado.

Gráfico 5
Balance efectivo y estructural, como porcentaje del PIB, 2001-2009



Fuente: Dirección de Presupuestos

Gráfico 6
Deuda bruta del Gobierno Central, como porcentaje del PIB, 1990-2008 (para 2010 el dato es la actualización a junio)

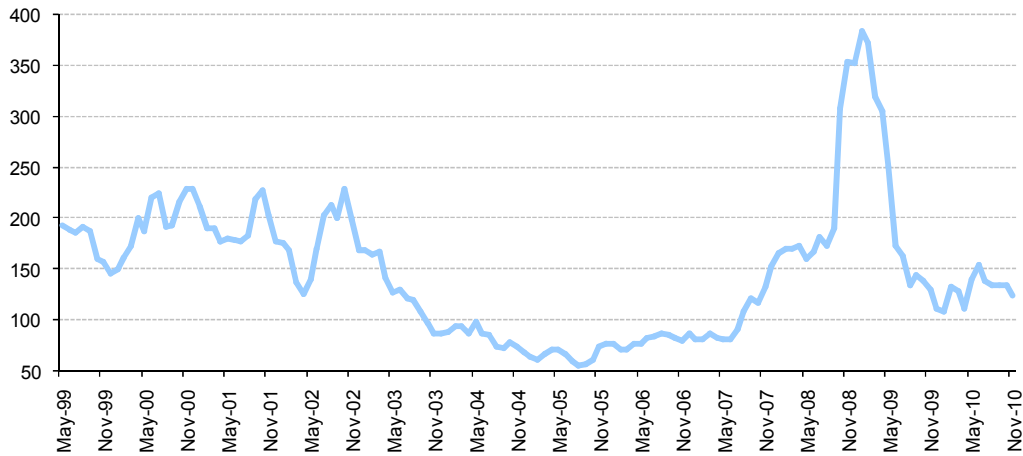


Fuente: Dirección de Presupuesto, Ministerio de Hacienda.

En general, las crisis económicas en países emergentes traen consigo un aumento considerable en la prima de riesgo país. Sin embargo, el riesgo de Chile (medido a través del índice EMBI) aumentó levemente para después mantenerse casi inalterado (Gráfico 7). Luego de esto, marcó una notable tendencia a la baja, alcanzando un nivel mínimo de 80 puntos básicos en 2006. Claramente, los mercados internacionales continuaron percibiendo a la deuda soberana chilena como bastante segura, a pesar de las dificultades que estaba experimentando la economía y el fisco para balancear sus cuentas.

Gráfico 7

Prima de riesgo soberano para Chile, mayo 1999 a noviembre del 2010



Fuente: Banco Central de Chile.

II.2. Recuperación de la actividad económica y boom del precio de los commodities

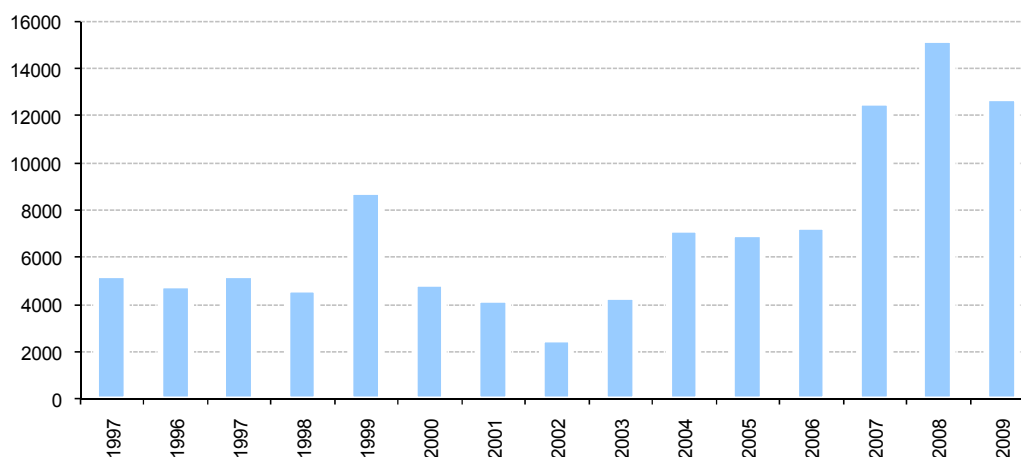
Luego del lento proceso de ajuste, la economía empezó nuevamente a retomar la senda que había mostrado hasta antes de que las crisis asiática y rusa dejaran sus secuelas. Los componentes que inciden en la demanda agregada comenzaron nuevamente a crecer a elevadas tasas, con lo cual impulsaron al cierre las holguras de capacidad existentes hasta la fecha. En el año 2004, el país se aproximó a las antiguas tasas de crecimiento precrisis, alcanzado una variación anual positiva de 6%. En el período 2004-2008 la tasa de crecimiento anual del producto promedió 4,8%, período en el cual se debe tener en consideración los efectos de fines de 2007 y todo 2008 del aumento de los principales precios de importación y de la crisis financiera internacional. Esta considerable mejora en el desempeño de la economía se debió en gran parte a un muy dinámico sector exportador. La apreciación cambiaria y las buenas expectativas para el mercado interno elevaron la inversión (particularmente en la Gran Minería y en no transables) y el consumo.

La inversión creció fuertemente en este período, impulsada enormemente en sus componentes de construcción y de maquinaria y equipo, lo cual a su vez se correspondía uno a uno con el fuerte aumento en las internaciones de bienes de capital. La formación bruta de capital fijo pasó desde un 20,1% del PIB en 2003 a un 29,7% en 2008, tasa que se aproxima a las exhibidas por los países asiáticos de elevado crecimiento (cifras medidas a precios de 2003). En este sentido, el aumento de la inversión redundó en un aumento en la tasa de crecimiento potencial.

Uno de los componentes de la inversión que destacan durante este período es la inversión extranjera directa, la cual pasó de US\$4.307 millones en 2003 a US\$16.787 millones de dólares en 2008 (Gráfico 8). Estas cifras ponen en evidencia la capacidad de la economía para atraer capital internacional, dadas sus buenas condiciones macroeconómicas y financieras, la gran rentabilidad de los proyectos chilenos en minería y el estable ambiente político reinante en el país. Sin embargo, sólo en los

últimos años se ha logrado comenzar a atraer inversiones no mineras en alguna cuantía. Además, las tasas impositivas a las que están afectas las inversiones en minería son bastante menores que las que las mismas empresas enfrentan en otros países. Fuera de una tasa de impuestos de 17% sobre las utilidades al momento de generarse, las empresas extranjeras deben tributar un 18% adicional al momento de remesar dividendos al exterior, lo que muchas no hacen, prefiriendo dejarlas empozadas en cuentas especiales para inversiones en la economía nacional, tanto en la minería como en inversiones financieras. Además, las empresas mineras enfrentan un llamado “royalty”, que consiste en un impuesto adicional a la renta imponible operacional que va desde el 0,5% al 5%, dependiendo del tamaño de sus operaciones. Estas cifras son muy inferiores a las tasas que se aplican en otros países con riquezas naturales no renovables.¹²⁵ Dado el hecho que más o menos la mitad de la producción minera es propiedad de empresas extranjeras, el país se queda con una baja proporción de las rentas ricardianas que generan estos recursos naturales no renovables.¹²⁶

Gráfico 8
Inversión extranjera directa, 1997-2009
(millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo, por su parte, se recuperó a partir de 2004, mostrando una tasa de variación anual positiva de 7,2% respecto a 2003 y promediando para el período 2004-2008 un incremento porcentual de 6,4%. Esto está explicado tanto por el componente no durable como por el durable.

125. Producto de las necesidades de reconstrucción ocasionadas por el terremoto, se ha modificado transitoriamente la ley del “royalty” minero. La nueva tasa del impuesto a los proyectos existentes estará entre el 4% y el 9% durante 2010, 2011 y 2012. A los proyectos mineros nuevos se les aplicará una tasa entre 5% y el 14%.

126. Algunos grupos nacionales también explotan los recursos mineros. Aun en el caso de ellos, se puede argumentar que el royalty debía ser muy superior al aplicado, ya que los excedentes generados en la explotación de los recursos naturales no renovables debiesen potenciar las capacidades productivas futuras del país en lugar de ser apropiados casi en su integridad por inversionistas privados.

Las exportaciones mostraron un muy fuerte dinamismo en este período, creciendo en términos de valor un 50,1% en 2004, promediando un 33,6% de variación entre 2004 y 2007. Estas altas tasas de aumento se debieron tanto a aumentos de precios (la mayor parte) como a incrementos en la cantidad exportada, la cual experimentó un alza anual promedio de 7,2% promedio para el período entre 2004 y 2007, mientras que el incremento en precios promedió un 24,7% para el mismo período. Destacan en estos años el fuerte motor que fueron las exportaciones mineras y principalmente dentro de estas, las exportaciones de cobre. Ya en 2004, año en el cual, como se mencionó, se vuelve a retomar algo de la tendencia de crecimiento precrisis, los envíos mineros aumentaron en 92,9% en valor. Para el período de 2004-2007, la tasa promedio de aumento de las exportaciones de cobre alcanzó a un 51,4%. Impulsadas fundamentalmente por el cobre, las exportaciones totales de Chile pasaron de US\$21,7 mil millones en 2003 a US\$ 67,7 millones en 2007. Si bien es cierto que estas cifras muestran que estas exportaciones jugaron un importante papel como motor del crecimiento, también revelan la aún gran dependencia que muestran las exportaciones chilenas de un solo producto, el cobre (52 % de las exportaciones de bienes en 2009). No existe ningún país desarrollado que exhiba la concentración exportadora y la vulnerabilidad frente a las variaciones de la demanda mundial por un producto que muestra Chile.

Es también necesario tomar en cuenta que el impacto fundamental de la minería del cobre sobre la economía en su conjunto se da a través del presupuesto del Estado. Las exportaciones de cobre representan más de 20% del producto, pero esta actividad emplea a escasamente un 2% de la fuerza de trabajo. A pesar de que el Estado nacional ha sido propietario de la empresa más grande del sector (Codelco) desde hace más de 40 años, los eslabonamientos hacia adelante y hacia atrás que ha inducido la actividad minera son todavía limitados. Es entonces a través del presupuesto del Estado, que recibe todas las utilidades de Codelco y la tributación de las empresas privadas (que, como ya se ha observado, es bastante modesta). Hay que tomar en consideración que los excedentes generados por esta riqueza no renovable pueden convertirse en capital humano o en otras inversiones que generen bienestar en el largo plazo, después que el cobre se agote o que se torne obsoleto.

Volviendo al tema más coyuntural que nos ocupa, las exportaciones industriales y las agropecuarias, silvícolas y pesqueras promediaron una tasa de aumento anual de 19,1% y 10,4%, respectivamente, para el período comprendido entre 2004 y 2007. Las importaciones de bienes también sufrieron un fuerte aumento durante el período. Todos los rubros de importación (bienes de consumo, intermedios y de capital) se expandieron fuertemente. El aumento en el precio del petróleo fue un factor importante en el alza registrada por las importaciones de insumos.

Un importante componente de la recuperación chilena estuvo ligado al aumento en la demanda proveniente del fuerte crecimiento experimentado por los países importadores de los productos chilenos, entre los que destaca China, país que, dicho sea de paso, durante este período se convirtió en el primer destino de las exportaciones del país. La principal manifestación de este shock positivo de demanda fue la gran mejora que experimentaron los términos de intercambio y principalmente el gigantesco boom en el precio del cobre (Gráfico 9). Los términos del intercambio

mejoraron en 22,2% en 2004 y continuaron en ascenso a una tasa de aumento de 17,1% entre 2004 y 2007. En este último año, empieza a revertirse la tendencia, debido a los primeros impactos de la crisis financiera que se inicia en Estados Unidos. En el mismo período el precio del cobre pasó de un valor promedio de US\$0,70 la libra en 2002 (un valor más bajo que durante toda la década del noventa) a un máximo de US\$3,20 dólares la libra en 2007 (mayor valor histórico del mineral), llegando a cotizarse durante 2008, en días específicos, alrededor de US\$4 la libra.

Gráfico 9
Precio promedio mensual del cobre (US\$ por libra), 1990-2010



Fuente: Banco Central de Chile

Cabe mencionar que el cobre no era el único commodity cuyo precio estaba acusando fuertes incrementos; también, los otros productos básicos que exporta el país experimentaron tendencias similares (por ejemplo, la celulosa, la harina de pescado, el hierro y el molibdeno). Al igual, el precio del petróleo, producto de importación en Chile, también estuvo sujeto a fuertes presiones al alza. Este precio pasó desde un promedio de US\$31 por barril en 2003 a casi US\$100 en 2008, año en el cual alcanzó valores puntuales que superaron los US\$140 por barril.

El fuerte boom de los commodities provocó, sobre todo en el año en el cual el cobre superó los US\$3 por libra, un gran aumento en los ingresos del gobierno proveniente de las utilidades realizadas por la compañía cuprera estatal, Codelco, que primero se debían sólo al factor cobre y que luego se vieron incrementadas aún más por las ventas de molibdeno, producto que inicialmente se consideraba desperdicio del mineral. La minería privada hizo también una contribución a los ingresos del fisco, pero ella fue mucho menor a la de Codelco, porque las empresas tendieron a no retirar utilidades del país, lo que redujo su tasa de tributación efectiva a 17%, tasa que deben cancelar al generarse las utilidades. Esto llevó al Ministro de Hacienda de la época, Nicolás Eyzaguirre, hacia 2004 a enviar al Congreso un proyecto de ley, eventualmente

aprobado, de imponer a la minería privada un impuesto específico adicional (mal llamado royalty) al régimen impositivo general.

Durante la administración Lagos (2000 a 2006), el fisco se había auto impuesto una regla de superávit estructural de 1% del PIB, lo que implicaba que el gasto público se determinaba de acuerdo a un cálculo de ingresos estructurales (con el objetivo de que el ejercicio arrojará un superávit estructural de 1% del PIB) y no a los ingresos de los que se disponía en un año determinado.¹²⁷ El problema que se suscitaba es que el fisco depositaba los dólares que recibía de Codelco y de las mineras privadas en el BancoEstado (un banco comercial de propiedad del Estado de Chile), el cual procedía a liquidarlos en el mercado cambiario y a prestarlos a empresas privadas para fines de inversión. Entonces, aunque el fisco cumplía con su objetivo de que el gasto público fuese cíclicamente neutral, no lo hacía la economía como un todo. Además, como los excedentes fiscales estaban en buena parte en moneda extranjera, esta política conllevaba enormes presiones a la apreciación cambiaria.

Con la llegada al poder de la administración Bachelet, su Ministro de Hacienda, Andrés Velasco, además de hacer convertir en ley la obligación de que cada gobierno futuro especificara su política de balance estructural, le agregó a la regla de superávit estructural la creación de dos fondos soberanos en el exterior, uno destinado a cubrir los déficit futuros provenientes de una reforma de pensiones que aseguraba a todos los chilenos una pensión mínima, y el otro un Fondo de Estabilización Económica y Social, que recibiría los excedentes fiscales en moneda extranjera, de hecho congelándolos en sus efectos sobre la demanda agregada y el tipo de cambio. Estos excedentes fueron parcialmente utilizados durante 2009 para hacer frente a los efectos de la caída en la demanda agregada privada como consecuencia de la crisis financiera internacional. Nuevamente, en 2010, la administración Piñera está recurriendo al Fondo para financiar una parte de los gastos involucrados en la reconstrucción después del terremoto del 27 de febrero de 2010. Sin embargo, con las nuevas alzas del precio del cobre en el curso de 2010, se estima que habrán nuevos aportes al Fondo. La existencia de estos recursos ha convertido al Estado chileno en un acreedor internacional neto.

Por último, salvo en 2007 y 2008, cuando la economía experimentó fuertes shocks inflacionarios externos, la inflación se ha ubicado dentro del rango meta impuesto por el Banco Central, alcanzando un mínimo anual de 1,1% en 2004 y promediando un 3% entre 2004 y 2007, porcentaje que es exactamente igual al centro del rango meta fijado por la autoridad monetaria desde 2001.

127. La regla de superávit estructural en lugar de balance se justificó (correctamente, a nuestro juicio) por la existencia de pasivos contingentes que el estado podría en el futuro enfrentar. Estos pasivos incluyen las garantías del estado para la deuda soberana y obligaciones no soberanas, garantías del estado para diversos tipos de préstamos (hipotecarios, educación, etc.), garantías del estado a la inversión privada, seguros de depósitos, seguros de cosechas, quiebras de fondos de pensiones, quiebras de bancos, entre otros. La regla de superávit reduce el gasto que se permite el estado y, a través del ciclo, genera un ahorro fiscal de 1% del PIB por año.

II.3. Fines de 2007 y 2008: impacto de la crisis financiera internacional

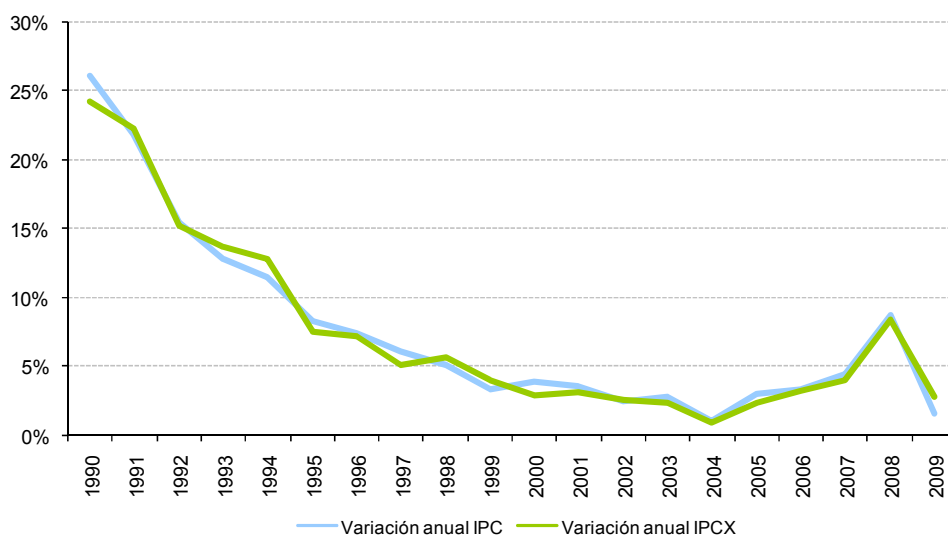
La bonanza de los años 2004 a 2007 fue interrumpida por dos shocks externos. El primero fue la fuerte alza en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, los que tuvieron un impacto inmediato sobre la inflación. Aunque algunos observadores indicaron, en forma acertada, que este fenómeno era claramente transitorio, en vista de los nubarrones que se estaban cerniendo sobre la economía internacional provenientes de los mercados financieros, las autoridades monetarias chilenas decidieron atacar el impacto inflacionario de estas alzas con agresivos aumentos en la tasa de interés.

El segundo shock fue la crisis financiera internacional y sus impactos tanto sobre el sector real de una pequeña economía abierta y poco diversificada como la chilena y sobre el sector financiero interno.

El shock de precios provocó un aumento considerable de la inflación, alcanzando en una primera instancia a salirse levemente del rango meta del Banco Central (fines de 2007), para luego terminar 2008 con una inflación anual de 8,7% (Gráfico 10), la más alta desde 1994. En esta fase el Banco Central actuó subiendo la tasa de política monetaria a 5,25% en julio de 2007, después de 6 meses de mantenerla en 5%, y la continuó incrementando en forma paulatina y gradual hasta alcanzar un 8,25% en septiembre de 2008 (Gráfico 11). La mantención de altas tasas de interés hasta diciembre de 2008 ejerció un fuerte impacto contractivo sobre los componentes de la demanda agregada que son sensibles a la tasa de interés (inversión, construcción, consumo de durables).

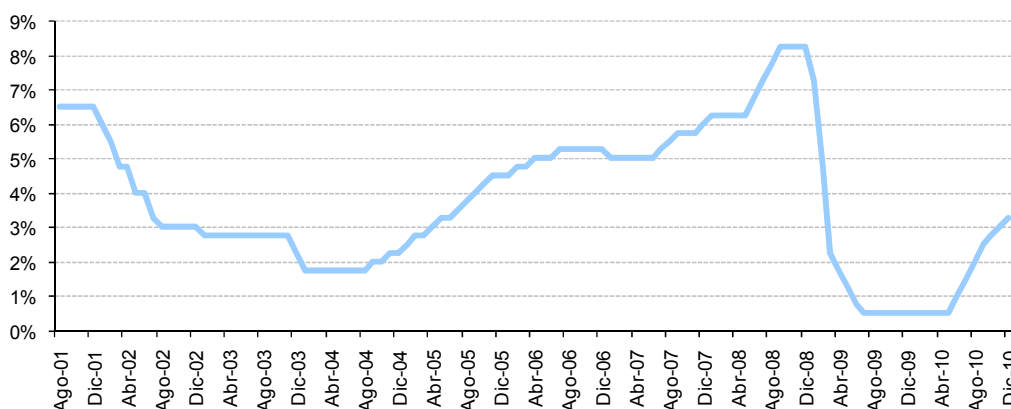
Gráfico 10

Variación anual de los índices de precios al consumidor base 2008 (IPC e IPCX), 1990-2009



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11
Tasa de interés de política monetaria



Fuente: Banco Central de Chile.

Esta tendencia se agudizó a medida que los efectos de la crisis internacional comenzaron a sentirse con nitidez sobre los agregados macroeconómicos. Desde luego, todas las exportaciones se contrajeron fuertemente en términos reales. A su vez, la demanda interna acusó fuertes caídas, fundamentalmente por temor a lo que pudiese suceder (“animal spirits” negativos). Los hogares recortaron sus gastos, en anticipación a un mayor desempleo, que de hecho se generó. Por otra parte, las empresas también postergaron planes de inversión, en anticipación a bajas en el gasto agregado. Todas estas, profecías en parte autocumplidas. Además, la banca se volvió mucho más cautelosa, anticipando aumentos en el desempleo y mayores moras entre sus clientes, tanto en los segmentos de consumo como entre las pequeñas y medianas empresas.

La autoridad monetaria tardó demasiado en bajar la tasa de interés,¹²⁸ hecho que provocó finalmente una agudización de los efectos de la crisis. La inflación también descendió, producto de la crisis. A pesar de la depreciación cambiaria violenta, esta no se traspasó a los precios. En parte, la depreciación fue compensada por una caída espectacular de los precios del petróleo y de otras importaciones. En parte, el nulo *pass through* se debió a la caída en la demanda agregada. La inflación fue incluso negativa en 2009 y, aunque manteniéndose dentro del rango meta del Banco Central, ha repuntado a lo largo de 2010 con la recuperación de la economía y una nueva alza

128. De hecho, los autores creen que nunca debieron haber sido incrementadas, ya que los shocks que estaba experimentando la inflación no provenían de la demanda interna sino de aumentos de precios externos que no podían contrarrestarse con una contracción de la demanda interna. Se argumenta que el shock externo estaba contagiando a los salarios y a otros precios internos. Esto era inevitable: es difícil que una empresa no otorgue aumentos salariales cuando sus empleados están enfrentando fuertes aumentos en su canasta de consumo básico.

en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, que ahora sí, en un contexto de demanda agragada boyante, está siendo traspasada a precios.

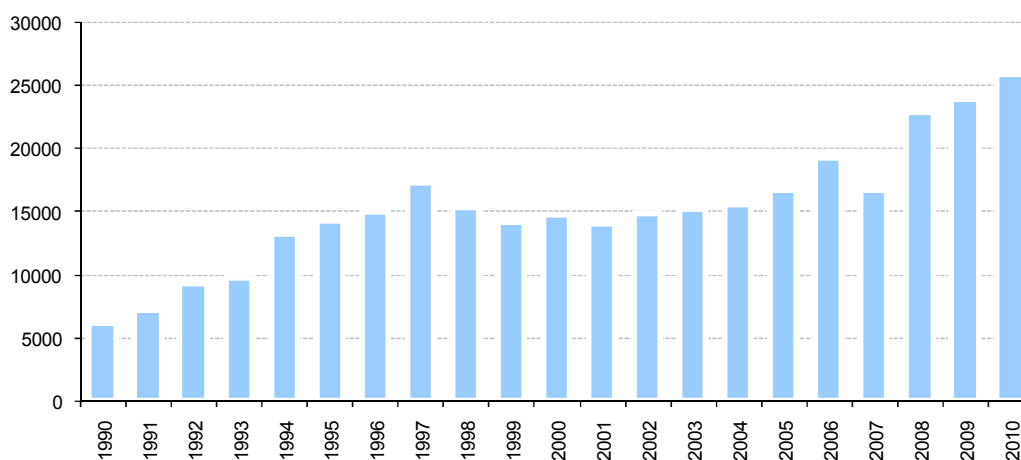
En el sector real, el segundo y mayor shock (la crisis financiera) se dejaba sentir con fuerza. El PIB se comenzó a desacelerar, cerrando el año con un crecimiento anual de 3,2% respecto a 2007, pero con un último trimestre creciendo 0,2% solamente, respecto a igual trimestre de 2007. Durante el primer trimestre de 2009 la economía tuvo una caída de 2,1% en relación al mismo período un año antes. Esto se debió a una serie de factores, entre los que destacan la caída en la demanda interna y la demanda proveniente del exterior. Dado lo anterior, el empleo comenzó nuevamente a contraerse, aumentando la tasa de desocupación a un 7,8% para 2008 (0,7 puntos porcentuales mayor a la tasa de 2007) y con expectativas que superaban el 11% de desempleo para 2009.

Previendo un escenario adverso, en abril de 2008 el Banco Central comenzó un plan de acumulación de reservas que buscaba mejorar la posición de liquidez internacional de la economía chilena, llegando a acumular reservas adicionales por US\$5.750 millones.¹²⁹ Hacia fines de 2008 comenzaron a observarse los efectos de la crisis en el mercado financiero nacional y en septiembre el Banco Central dio por finalizado en forma anticipada su programa de acumulación de reservas. Al anunciarse, se había dado una fecha terminal para el programa a fines de diciembre y se esperaba acumular hasta US\$ 8 mil millones. De todos modos, las reservas internacionales del Banco Central pasaron de US\$16.695 millones a fines de 2007 a US\$25.879 millones a fines de diciembre de 2010 (Gráfico 12), que representan alrededor de 15% del PIB, cifra que da tranquilidad a los mercados financieros que la autoridad está en buena posición para enfrentar la crisis. A estas cifras es necesario agregar otros US\$10 mil millones de los cuales dispone el Ministerio de Hacienda en uno de sus fondos soberanos constituidos con objetivos anticíclicos.¹³⁰

129. Esa fue la explicación que dio el Banco para salirse del régimen de flotación limpia. Varios analistas, incluyendo el autor, creen que la verdadera razón era que la apreciación cambiaria real que había ocurrido en los cuatro años previos se había vuelto insostenible para el sector transable no cobre.

130. De este monto, hay ya comprometidos unos US\$3 mil millones para el paquete anticíclico anunciado por el Ministerio de Hacienda en enero de 2009.

Gráfico 12
Reservas de divisas del Banco Central de Chile
(millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Chile.

Motivado por las restricciones de liquidez local en dólares y la desaparición de muchas líneas de crédito, Hacienda comenzó a depositar recursos en dólares provenientes del fondo soberano en el sistema financiero local (por un monto de US\$1.050 millones), y el Banco Central comenzó a otorgar liquidez en pesos y en dólares a través de operaciones swap y repos a la banca. Además el fisco, a través del Banco Central, subastó US\$700 millones de depósitos en dólares en el sistema financiero nacional, a una tasa promedio de 3.39%.

Gracias a estas medidas, el mercado financiero nacional experimentó un alivio a la sequía de liquidez internacional que se había manifestado en forma aguda después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Incluso se ha podido observar que no toda la oferta de swaps entregada por el Banco Central ha sido demandada, a pesar de lo cual se anunció que estas operaciones se mantendrían por todo el año 2009.

Conjuntamente con la implementación de una política monetaria contracíclica por parte del Banco Central, Hacienda lanzó en enero un paquete de estímulo fiscal financiado con el Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES)¹³¹ y con la disminución transitoria de la meta de superávit estructural de 0.5% a 0% del PIB (balance estructural). Gracias a estos recursos fue posible financiar el plan de estímulo fiscal para el año 2009, comprometiendo recursos por US\$4.000 millones, que equivalen al 2.8% del PIB, el quinto plan más ambicioso del mundo.

Desafortunadamente, en lugar de simplemente vender las divisas al Banco Central, para que éste las integre a las reservas internacionales, los fondos de Hacienda se

131. A mediados de 2009, el fondo soberano (FEES) acumulaba recursos por más de US\$ 20 mil millones.

subastaron en el mercado, con lo que las presiones hacia la apreciación cambiaria, muy evidentes desde comienzos de 2009, se están intensificando.¹³²

II.4. Recuperación y nueva bonanza externa

En los hechos, los impactos de la crisis financiera fueron de muy corta duración. La actividad económica evidenció una rápida recuperación, mostrando nuevamente tasas positivas de variación desde el último trimestre de 2009 (Gráfico 13). Esto muestra claramente una salida muy rápida del golpe externo sufrido desde finales del 2008 (sólo tres trimestres negativos de variación porcentual anual del PIB). Uno de los factores claves en esta recuperación, fue la gran cuantía del paquete fiscal implementado por el gobierno durante 2009 y que totalizaba un 2,8% del PIB (uno de los paquetes fiscales más grandes del mundo como porcentaje del PIB). A su vez, la inexistencia de vulnerabilidades en la banca, del tipo que se evidenció en Estados Unidos y Europa, y su relativa buena regulación, hicieron que el crédito pudiera volver a fluir a medida que el sector financiero iba recuperando la confianza, con lo cual no existió una fuerte contracción de la liquidez para el sector privado.

Cabe recordar el miedo inicial a inicios de 2009 que originaba, dado el comienzo de la propagación de la crisis a Chile, la brusca caída en el precio del cobre (el descenso fue desde los casi US\$4/libra a menos de US\$1,5/libra en menos de siete meses). Este sin embargo, mostró una recuperación tan rápida como la actividad, ya en agosto de 2009 superaba nuevamente los US\$2,7/libra.

Por otra parte, el riesgo asociado a la economía chilena (medido por el EMBI), ha retornado a los niveles precrisis, ubicándose a noviembre de 2010 en 124 puntos base, lo que implica un nivel casi idéntico a los alcanzados a fines de 2007. Esto evidencia nuevamente la rápida recuperación de los indicadores macroeconómicos y muestra que el resto del mundo también lo percibe de este modo.

El terremoto del 27 de febrero de 2010 vino a complicar la recuperación que ya estaba en marcha. Sin embargo, su efecto en la actividad también fue transitorio y mucho menor a lo que inicialmente se pronosticó en el mercado. De hecho, la tasa de crecimiento anual del PIB en los trimestres dos y tres de 2010 (inmediatamente después del desastre) fue de 6,6% y 7%, respectivamente. En forma más desglosada, tomando en cuenta el indicador mensual de actividad económica (IMACEC), éste sólo sufrió una variación anual negativa en marzo de 2010 de -2,2% para subir inmediatamente en abril en 5,4%.

132. Como es de esperarse en un régimen de tipo de cambio flexible, las “noticias” diarias que podrían afectar el precio de la divisa (cambios en los precios del cobre y otros commodities que Chile exporta o importa, proyecciones de crecimiento o de desaceleración en los mercados centrales, situación de liquidez de la banca internacional, cambios en el valor del dólar con respecto a otras monedas convertibles, etc) tienen impactos altamente impredecibles sobre el tipo de cambio, y la situación es muy fluida. La tendencia a la apreciación se ve revertida durante ciertas semanas y se intensifica durante otras.

Gráfico 13

Variación trimestral del PIB, en relación al mismo trimestre del año anterior, 2007I a 2010III



Fuente: Banco Central de Chile.

Importante en este punto es que los gastos de la reconstrucción han implicado fuertes desembolsos por parte del fisco y también de privados. Las grandes empresas y los hogares del decil más pudiente de la distribución del ingreso han podido enfrentar estos gastos a través de los seguros comprometidos. Por su parte el estado ha explicado que el financiamiento para esta reconstrucción provendrá de aumentos en los impuestos transitorios a las utilidades de las empresas, del impuesto adicional a la minería, impuestos a los bienes raíces y al tabaco y bebidas alcohólicas. También habrá nuevas emisiones de deuda pública en moneda nacional y extranjera y ventas de activos del estado.

II.5. Mirando hacia adelante

La mayor debilidad de la política económica sigue siendo la gran volatilidad cambiaria. Las autoridades se han apegado a una versión extrema de un régimen monetario de metas de inflación con flotación cambiaria. Los fundamentos externos del tipo de cambio en Chile, el precio del cobre y los flujos de capital, son extremadamente volátiles. Ello en sí le imparte volatilidad al tipo de cambio nominal determinado exclusivamente por el mercado. Si a esto se le suma la actividad especulativa que se da alrededor de los movimientos cambiarios, el resultado es una volatilidad cambiaria nominal y real que debe estar entre las más altas del mundo y que no puede sino afectar a las actividades que son más sensibles al tipo de cambio, como lo son las inversiones para exportaciones nuevas. A la luz de las convulsiones financieras que todavía azotan a las economías desarrolladas (la crisis fiscal de la periferia europea, las bajas tasas de interés prevalecientes en todo el mundo desarrollado, la decisión reciente de la Reserva Federal de lanzar otro programa de relajamiento cuantitativo para hacer bajar las tasas largas de interés), el régimen de tipo de cambio completamente flexible aparece como una forma segura de que el tipo de cambio se va a apreciar de manera significativa y que podría ser difícil impedir una burbuja de activos

nacionales, impulsados por fuertes entradas de capitales, el impacto del denominado “carry trade”, ahora en gran escala a nivel mundial, sobre el pequeño mercado financiero chileno.

El Banco Central respondió en enero de 2011 a la apreciación cambiaria con un programa de intervención hasta fines de años que lo llevaría a incrementar las reservas en US\$ 12 mil millones. Aunque el dólar respondió con un alza de unos 4 puntos porcentuales, está por verse si esto será suficiente para frenar la apreciación que puede sobrevenir con la entrada de capitales que se avizora en los próximos meses.

III. Impactos de la flotación cambiaria y la regla de superávit estructural:

Como ha sido mencionado más arriba, a través de la década se han realizado una serie de reformas en la conducción de la política económica. Dentro de las políticas de mayor relevancia en la década se encuentran las relativas al tipo de cambio nominal y la política fiscal de balance estructural. En este capítulo discutimos estos dos cambios importantes de política económica.

El régimen cambiario ha pasado por una serie de ajustes a través de los años. Después de unos quince años con un régimen de bandas reptantes, en 1999 se adoptó un tipo de cambio flexible irrestricto, del cual las autoridades se han salido sólo en tres ocasiones cuando se determinó que existían condiciones de desorden transitorio en el mercado. Por otra parte, con la regla de balance estructural se ha buscado orientar el gasto público en una dirección cíclicamente neutral. Esta regla ha permitido un fuerte ahorro público durante la bonanza reciente del cobre y le ha restado presiones a la demanda agregada por parte del fisco, el cual se financia en una proporción importante de las utilidades de la empresa estatal Codelco y de los tributos provenientes de la minería privada. Es muy probable que, de no ser por esta regla, el tipo de cambio se hubiese apreciado aún más de lo que lo hizo durante 2003-2008.

En esta sección del documento describimos con más detalle estos cambios y analizamos sus probables efectos sobre la economía. Apoyados en un ejercicio econométrico simple, la evaluación que hacemos del reemplazo del régimen de bandas cambiarias a uno de flotación irrestricta no es positivo. Si bien le ha dado a la autoridad monetaria mayor libertad para dedicarse exclusivamente a mantener la inflación dentro de una banda objetivo, el tipo de cambio se ha vuelto mucho más volátil. Siendo los fundamentos del mismo volátiles de por sí, la flotación ha ido en la dirección de aumentar la inestabilidad cambiaria real, con efectos muy nocivos sobre el desarrollo productivo.

La evaluación que hacemos de la regla fiscal es más positiva. Además, la decisión del Ministro de Hacienda de mantener el ahorro fiscal en el extranjero en fondos soberanos nos parece particularmente acertada. Sin embargo, ha primado una noción puramente cíclica en la formulación de la política fiscal con apego a la regla, cuando parte de los fondos acumulados pudieron haberse utilizado con fines de más largo plazo que fueran en apoyo del desarrollo productivo del país.

III.1. Tipo de cambio nominal y real: Cambios de régimen

Como ya se mencionó, desde 1984 a 1999 primó un activo manejo del tipo de cambio a través de un sistema de bandas que se ajustaban mensualmente de acuerdo al diferencial de inflación entre el país y un estimado de la inflación en sus principales socios comerciales. Los grandes flujos de capitales que comenzaron a ingresar al país en 1989 y que continuaron hasta 1997 les plantearon a las autoridades un dilema, ya que el tipo de cambio nominal tendía a pegarse al piso de la banda, el cual, más encima, reptaba hacia arriba mes a mes. Además, la escasez de divisas y las casi nulas reservas de fines de los ochenta se convirtieron en gran abundancia y en una acumulación de reservas que llegó en un momento a más de US\$17 mil millones hacia fines de 1997. En un intento por manejar esta situación, el Banco Central amplió la banda reiteradamente hasta llegar en 1997 a 12,5% para ambos lados del tipo de cambio central (De Gregorio, Tokman y Valdés 2005). Además, se cambió el tipo de cambio de referencia desde el dólar a una canasta de monedas y se fueron modificando ocasionalmente las ponderaciones de las monedas que componían la canasta, con el objetivo nunca explícito, pero sí bastante obvio para el mercado, de reducir el piso de la banda para el precio del dólar.

Otra importante medida tomada a comienzos de los años noventa fue la imposición de un encaje a las entradas de capital, exceptuando aquellas que representaban inversión extranjera directa, las cuales a su vez estaban sujetas a un requisito de permanencia de un mínimo de tres años. En un principio, los agentes que ingresaban capitales a Chile debían constituir un depósito no remunerado en el Banco Central de 20% del valor de su inversión, por el período que ésta durara. Luego, en 1992, la tasa fue aumentada a 30% y el depósito debía ser mantenido por un año, aún en casos en que la inversión fuese a un plazo menor. Agosin y Ffrench-Davis (1997) muestran que esta medida encarecía en forma importante las entradas a plazos menores de un año, siendo prohibitivo el costo para aquellas que venían exclusivamente a arbitrar tasas de interés o a apostar a una apreciación cambiaria. Por otra parte, estos mismos autores muestran que el impacto del encaje sobre las inversiones a largo plazo era prácticamente nulo porque el mismo les imponía un costo de endeudamiento que decrecía rápidamente con el plazo de la inversión. En definitiva, lo que se buscaba era desincentivar inversiones financieras cortas, manteniendo el atractivo para inversiones reales largas.

Luego, con las repercusiones de las crisis asiática y rusa, la banda se redujo para frenar las grandes expectativas de depreciación que se generaron en esa fecha. Esta pasó del 12,5% mencionado a un 2% por encima de la meta y un 3,5% por debajo de ella. En este entonces se continuó utilizando el encaje, con el objetivo de dar mayor espacio para manejar la política monetaria y a la vez manteniendo un tipo de cambio real favorable al sector exportador no cobre. Luego de una rebaja de 30% a 10% en la tasa de encaje, que posteriormente pasaría a 0% en 1999, fue completamente eliminado en 2000 (vale decir, se excluyó la posibilidad de volverlo a imponer). Al mismo tiempo, el requisito de permanencia para la inversión extranjera directa fue, primero, reducido a un año y luego eliminado. Esta última decisión es difícil de explicar, especialmente porque consistía de un desestímulo a disfrazar inversiones de corto plazo de inversiones directas. Los inversionistas directos de verdad se quedan por más tiempo

que tres años en un país en el cual quieren invertir para el largo plazo. Para ellos, la restricción de tres años resulta inactiva.

En 1998, la credibilidad que se había tratado de lograr reduciendo la banda se perdió bruscamente. La crisis rusa golpeó a la economía y generó fuertes ataques especulativos en contra de la banda. En septiembre de 1998, la banda se amplió a un 7% simétrico en torno a la meta y se anunció un plan de ampliación paulatina, a 10% a fines de 1998 y a 16% en 1999 (De Gregorio, Tokman y Valdés 2005). Para ayudar a mantener el tipo de cambio en la banda, y como fue mencionado en la parte inicial de este trabajo, el Banco Central aumentó la tasa de interés real de política monetaria desde 8,5% a 14%. Luego de todos estos ajustes y como uno de los pasos claros en la senda de abandonar definitivamente la banda, se eliminó el descuento por inflación externa en la determinación de la paridad central y se hizo reptar el centro de la banda en función de la meta esperada de inflación anual y no como se hacía hasta ese entonces, respecto a la inflación del año anterior.

En este período se continuaba con el esquema de metas de inflación que había comenzado en 1990 y que había conseguido muy buenos resultados. De hecho, en 1999 la inflación alcanzaba un 3,3% anual respecto a 1998, lo que implicaba una tasa de variación 0,9 puntos porcentuales bajo la meta de 4,3% para ese año. El problema que existía en este período era que el Banco Central tenía dos objetivos y sólo un instrumento. Los dos objetivos eran una meta de inflación anunciada de antemano y la mantención de un tipo de cambio real sino constante por lo menos estable. El instrumento con que contaba era la tasa de interés (o, si se quiere, cambios en la base monetaria). Cuando la economía se vio inundada por enormes flujos de capital, se recurrió al encaje como instrumento adicional que podría hacer compatibles los dos objetivos. Pero la oferta de capitales extranjeros fue tan grande que las tasas de encaje imperantes no fueron suficientes para detenerlos. Además, la autoridad tuvo que correr detrás de la creatividad de los agentes privados para impedir que ellos hicieran uso de los vacíos que dejaba la regulación hacia los flujos de capital.

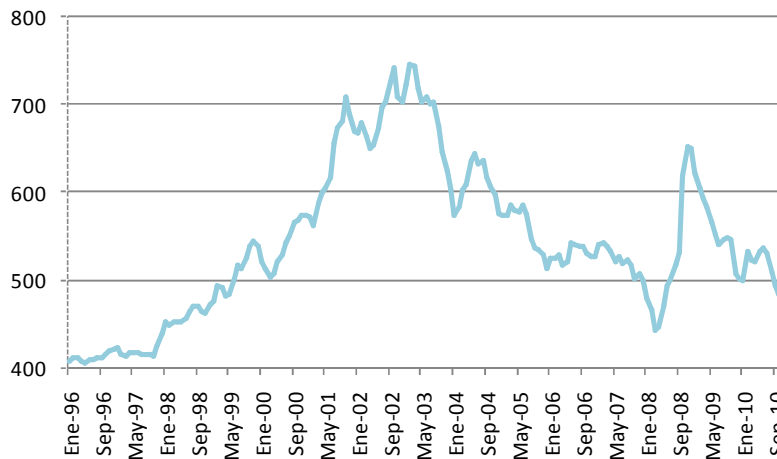
Se pensó que la completa flexibilidad cambiaria iba a permitirle al Banco Central salir de esta disyuntiva. Al calmarse la fuga de capitales después de las crisis asiática y rusa, en 1999 se procedió a la completa eliminación del régimen de banda cambiaria. Luego de esto, el esquema de metas de inflación ha sido el único objetivo de la autoridad y desde 2000 se estableció el rango meta que perdura hasta el día de hoy de 2% a 4%. A esto se sumó un tremendo esfuerzo por generar credibilidad, para lo cual se publican hasta el día de hoy cuatro informes de política monetaria al año, que contienen una serie de proyecciones de las variables más importantes para la economía, informes de estabilidad financiera, un comunicado inmediatamente después de las reuniones de política monetaria que informa las decisiones del Consejo del Banco Central y minutas de la reunión que incluyen las diversas opiniones y los votos a favor y en contra de la decisión final.

La flotación ha traído efectos positivos en la economía, ya que por una parte ha permitido a la política monetaria ser más flexible y orientarse exclusivamente hacia su objetivo anti inflacionario, en lo que ha sido muy exitosa. Un grado de flexibilidad cambiaria es inevitable en una economía como la chilena, que enfrenta permanentemente dos fuentes de shocks externos reales: fluctuaciones en los

términos del intercambio (muy en especial, en el precio del cobre y del petróleo, el principal bien de importación) y cambios en los humores de los inversionistas internacionales con respecto a las economías emergentes, lo que afecta en forma importante el deseo de invertir en Chile (véase Agosin y Huaita, 2009 y 2010).

Como es de esperar, el régimen flexible debería traer aparejado una mayor volatilidad para el tipo de cambio, ya que por definición éste se ajusta automáticamente en respuesta a los shocks externos. En un contexto en el que la política fiscal es manejada por una regla contracíclica, es de esperar que sean los shocks externos los que en definitiva determinen la trayectoria del tipo de cambio. Sin embargo, este esquema no cuenta con que el mercado cambiario es un mercado de activos y, como tal, está fuertemente influido por agentes que anticipan cambios en los fundamentos o que simplemente especulan con los movimientos que pueda tener a futuro este precio. Si existen en el mercado agentes de tipo “chartista”, un movimiento del tipo de cambio originado en “noticias” que afectan a los fundamentos puede ser amplificado en forma excesiva. El resultado es que el tipo de cambio puede alejarse de sus fundamentos por períodos largos de tiempo para volver hacia su valor fundamental en forma brusca.¹³³ Si ha esto se le suma que los fundamentos del tipo de cambio chileno son en sí muy fluctuantes, un tipo de cambio flexible puede resultar extraordinariamente volátil. Por otra parte, los agentes en la economía real necesitan de precios con una relativa estabilidad para realizar inversiones para las cuales en ninguna economía existen instrumentos de cobertura de riesgos a los plazos requeridos (de varios años). Para una economía como la chilena que necesita diversificarse para poder acceder al desarrollo, la estabilidad cambiaria es absolutamente esencial. La extraordinaria volatilidad del tipo de cambio nominal en el período de flotación está claramente a la vista en el Gráfico 14.

Gráfico 14
Tipo de cambio nominal
(pesos por dólar)



133. El “chartismo” es una estrategia de inversión en la que los agentes apuestan que el cambio futuro en un precio será en la misma dirección que los cambios observados en el pasado reciente. Para una aplicación al mercado cambiario, véase De Grauwe y Grimaldi (2006).

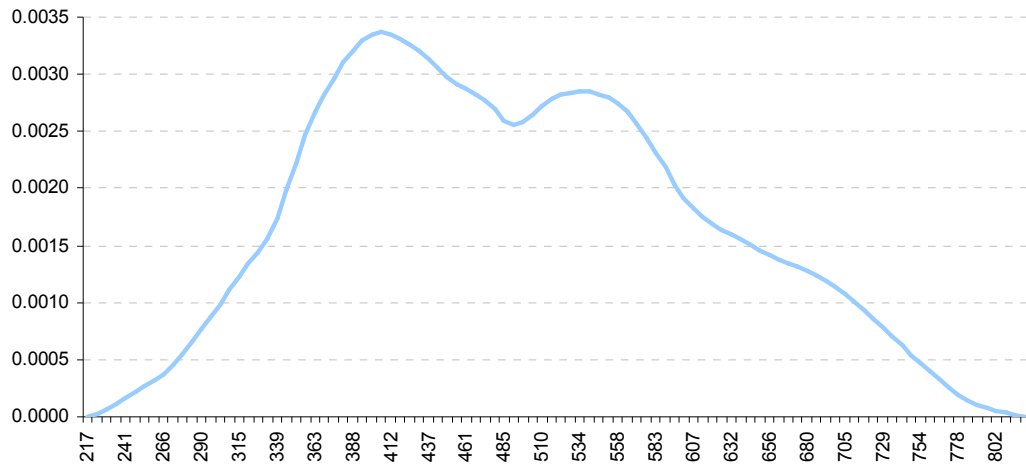
Fuente: Banco Central de Chile.

Claramente, Chile no puede mantener un tipo de cambio fijo, por las razones ya aludidas. Por lo tanto, la decisión de la autoridad en 1998 de limitar la depreciación cambiaria que venía exigiendo el mercado, además imponiéndole a los agentes altísimas tasas de interés, parece haber sido errada. Pero tampoco es óptimo un régimen como el actual en el que el tipo de cambio queda determinado exclusivamente por el mercado, sin guía alguna por parte de la autoridad con respecto a cuál podría ser el tipo de cambio de equilibrio, dados los fundamentos que enfrenta la economía.

Con el fin de probar si efectivamente el régimen de flexibilidad total ha redundado en un aumento en la volatilidad del tipo de cambio nominal, se realizó un ejercicio econométrico en el cual se intenta medir si el tipo de cambio ha cambiado de estado a través de los años. La metodología consiste en primero ver la distribución empírica de la variable, para luego verificar si efectivamente pareciera que la serie posee distintos estados. Nos preguntamos si, ante cambios de política o shocks externos de relevancia, la variable estudiada podría cambiar definitivamente la trayectoria que hasta ese entonces llevaba, con lo cual puede poseer un distinto valor en promedio desde ese período en adelante o, lo que en nuestro caso es de mayor interés, una distinta varianza. Luego de estimar la distribución empírica de los datos, se ajustó a los datos un proceso de Markov con cambio de régimen que permitió estimar los parámetros de cada estado, además de las probabilidades de estar en cada uno de ellos. Finalmente, con esto podemos realizar el proceso inverso y preguntarnos, dado el valor del tipo de cambio en un cierto momento, cuál es la probabilidad de haber estado en uno u otro estado. En este último punto, si la probabilidad de que la variable se encuentre en un estado determinado es muy alta, podríamos inferir que con mucha certeza el tipo de cambio estuvo en ese régimen durante el período en cuestión.

El resultado del estudio muestra, primero, que el tipo de cambio nominal pareciera tener dos estados desde 1990 a 2009 (Gráfico 15). Luego, el resultado del cambio de régimen buscando estos dos posibles estados arrojó que este efectivamente ha pasado por dos regímenes distintos, uno con un promedio para el tipo de cambio de 442,8 pesos por dólar y el otro de 591,9 pesos por dólar (Cuadro 1). Lo interesante es que, tal como se esperaba, el régimen de mayor media (postbanda) es a su vez el de mayor desviación estándar (30 y 68,2 respectivamente para cada estado). Como durante la década del noventa la inflación fue bastante más elevada que durante la actual, es menester corregir las desviaciones estándares por este factor. Si tomamos los coeficientes de variación (desviación estándar dividida por la media), podemos aproximarnos a una medición más precisa de la volatilidad en el tipo de cambio nominal. Dicho coeficiente de variación es de 6,8% en el primer estado hasta 1999 y 11,5% en el segundo, que primó a partir de la adopción del régimen de flotación.

Gráfico 15
 Estimación de la distribución empírica del tipo de cambio nominal, 1990-2009
 (promedios trimestrales)



Fuente: Cálculos del autor.

Cuadro 1
 Estimación para determinar los parámetros que caracterizan los distintos estados del tipo de cambio nominal

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Medias dos estados | |
| 442.8 | 591.9 |
| Desviaciones estándar dos estados | |
| 30.0 | 69.2 |

Fuente: Cálculos del autor.

Finalmente, al realizar el procedimiento inverso, podemos ver (Cuadro 2) que, hasta 1999, la probabilidad de observar que el tipo de cambio está en el primer estado, de menor media y varianza, es altísima. Por otra parte, a partir de mediados de 1999 comienza a ocurrir lo contrario: la probabilidad de que el tipo de cambio nominal se haya anclado al segundo estado, con mayor media y varianza, pasa a ser también muy alta y disminuye dramáticamente que el mismo se haya encontrado en el primer estado.

Cuadro 2

Transición del tipo de cambio nominal entre estados, enero 1997 a diciembre 1999

| | | | |
|--------|-------|--------|--------|
| Ene-97 | 423.8 | 0.7776 | 0.2224 |
| Feb-97 | 416.2 | 0.7912 | 0.2088 |
| Mar-97 | 414.1 | 0.7933 | 0.2067 |
| Abr-97 | 417.6 | 0.7894 | 0.2106 |
| May-97 | 418.6 | 0.7879 | 0.2121 |
| Jun-97 | 417.4 | 0.7896 | 0.2104 |
| Jul-97 | 416.6 | 0.7907 | 0.2093 |
| Ago-97 | 414.9 | 0.7926 | 0.2074 |
| Sep-97 | 414.9 | 0.7926 | 0.2074 |
| Oct-97 | 414.4 | 0.7930 | 0.2070 |
| Nov-97 | 425.0 | 0.7747 | 0.2253 |
| Dic-97 | 438.3 | 0.7219 | 0.2781 |
| Ene-98 | 453.4 | 0.6088 | 0.3912 |
| Feb-98 | 448.5 | 0.6524 | 0.3476 |
| Mar-98 | 452.5 | 0.6170 | 0.3830 |
| Abr-98 | 453.7 | 0.6054 | 0.3946 |
| May-98 | 453.4 | 0.6085 | 0.3915 |
| Jun-98 | 456.2 | 0.5805 | 0.4195 |
| Jul-98 | 464.6 | 0.4818 | 0.5182 |
| Ago-98 | 471.3 | 0.3942 | 0.6058 |
| Sep-98 | 470.5 | 0.4045 | 0.5955 |
| Oct-98 | 463.6 | 0.4949 | 0.5051 |
| Nov-98 | 463.3 | 0.4991 | 0.5009 |
| Dic-98 | 472.4 | 0.3789 | 0.6211 |
| Ene-99 | 475.7 | 0.3341 | 0.6659 |
| Feb-99 | 493.5 | 0.1286 | 0.8714 |
| Mar-99 | 492.5 | 0.1371 | 0.8629 |
| Abr-99 | 482.3 | 0.2471 | 0.7529 |
| May-99 | 485.0 | 0.2144 | 0.7856 |
| Jun-99 | 502.2 | 0.0680 | 0.9320 |
| Jul-99 | 516.7 | 0.0189 | 0.9811 |
| Ago-99 | 513.0 | 0.0268 | 0.9732 |
| Sep-99 | 524.6 | 0.0087 | 0.9913 |
| Oct-99 | 538.0 | 0.0020 | 0.9980 |
| Nov-99 | 543.7 | 0.0010 | 0.9990 |
| Dic-99 | 538.2 | 0.0019 | 0.9981 |

Fuente: Cálculos del autor.

Nota: La segunda columna indica el valor de la variable y la tercera y la cuarta la probabilidad que, dado ese valor, el tipo de cambio estuvo en el estado con media de \$442,8 o \$591,9, respectivamente.

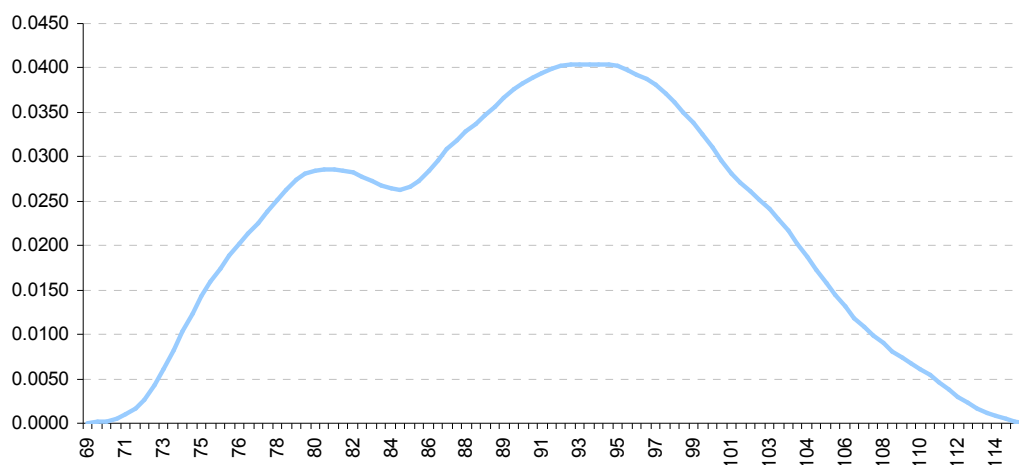
Todo esto nos lleva a concluir que la evidencia es contundente que el régimen de flotación irrestricta ha hecho el tipo de cambio mucho más volátil que cuando imperaba un régimen de bandas, aún cuando la banda misma haya sido ajustada de diversas maneras que no siempre fueron recibidas con aprobación por el mercado. El manejo activo del tipo de cambio claramente le impartió mayor estabilidad.

El resultado anterior nos muestra, con una metodología un poco más rigurosa que la simple observación de los datos, que efectivamente el cambio de estado a uno con mayor media y mayor coeficiente de variación se debió a la eliminación de la banda cambiaria y que después de esto, el tipo de cambio se ha mantenido

permanentemente más depreciado, pero con una mucho mayor varianza.¹³⁴ Es bastante probable que la mayor varianza sea el efecto principal desde el punto de vista de los inversionistas en transables, porque claramente ellos no tienen cómo conocer las medias de las dos distribuciones hipotéticas, pero deben convivir con una volatilidad mayor, que sí experimentan en el mercado.¹³⁵

Para el tipo de cambio real (TCR), se realizó una estimación de cambio de régimen, tal como se hizo con el tipo de cambio nominal. Como puede observarse en el Cuadro 3 y el Gráfico 16, el TCR también parece poseer dos estados, donde uno tiene una mayor media y desviación estándar que el otro. A diferencia del su par nominal, el cambio de estado no ocurre en la misma época sino más bien hacia finales del año 2000 (Cuadro 4).

Gráfico 16
Estimación de la distribución empírica del tipo de cambio real, 1990-2009
(promedios trimestrales)



Fuente: Cálculos del autor.

134. Es importante anotar que la tendencia del tipo de cambio nominal, post 1999, no difiere mucho de la tendencia del tipo de cambio real, ya que el diferencial de inflación entre Chile y los países desarrollados ha tendido a ser muy reducido.

135. Además, es menester ajustar la media nominal en el segundo período por el diferencial de la inflación interna con respecto a la externa, lo que no se ha realizado aquí.

Cuadro 3

Estimación para determinar los parámetros que caracterizan a los distintos estados del tipo de cambio real

| Medias dos estados | |
|-----------------------------------|-------|
| 82.5 | 100.1 |
| Desviaciones estándar dos estados | |
| 4.3 | 7.1 |

Fuente: Cálculos del Autor

Cuadro 4

Transición del tipo de cambio real, marzo 1999 a octubre 2001
(1986=100)

| | | | |
|--------|-------|--------|--------|
| Mar-99 | 78.5 | 0.9034 | 0.0966 |
| Abr-99 | 77.8 | 0.9148 | 0.0852 |
| May-99 | 78.3 | 0.9069 | 0.0931 |
| Jun-99 | 80.2 | 0.8606 | 0.1394 |
| Jul-99 | 82.6 | 0.7482 | 0.2518 |
| Ago-99 | 83.0 | 0.7181 | 0.2819 |
| Sep-99 | 85.3 | 0.4977 | 0.5023 |
| Oct-99 | 87.5 | 0.2628 | 0.7372 |
| Nov-99 | 88.3 | 0.1880 | 0.8120 |
| Dic-99 | 87.5 | 0.2548 | 0.7452 |
| Ene-00 | 84.7 | 0.5658 | 0.4342 |
| Feb-00 | 82.9 | 0.7240 | 0.2760 |
| Mar-00 | 81.5 | 0.8101 | 0.1899 |
| Abr-00 | 81.4 | 0.8125 | 0.1875 |
| May-00 | 82.3 | 0.7690 | 0.2310 |
| Jun-00 | 85.2 | 0.5132 | 0.4868 |
| Jul-00 | 87.4 | 0.2698 | 0.7302 |
| Ago-00 | 88.0 | 0.2149 | 0.7851 |
| Sep-00 | 89.8 | 0.0888 | 0.9112 |
| Oct-00 | 89.2 | 0.1188 | 0.8812 |
| Nov-00 | 89.6 | 0.0958 | 0.9042 |
| Dic-00 | 90.2 | 0.0703 | 0.9297 |
| Ene-01 | 90.3 | 0.0667 | 0.9333 |
| Feb-01 | 88.3 | 0.1838 | 0.8162 |
| Mar-01 | 90.8 | 0.0491 | 0.9509 |
| Abr-01 | 91.5 | 0.0320 | 0.9680 |
| May-01 | 91.8 | 0.0269 | 0.9731 |
| Jun-01 | 92.7 | 0.0146 | 0.9854 |
| Jul-01 | 98.2 | 0.0002 | 0.9998 |
| Ago-01 | 101.2 | 0.0000 | 1.0000 |
| Sep-01 | 101.2 | 0.0000 | 1.0000 |
| Oct-01 | 103.7 | 0.0000 | 1.0000 |

Fuente: Cálculos del autor.

Nota: La segunda columna indica el valor de la variable, y la tercera y la cuarta, la probabilidad que, dado ese valor, el tipo de cambio real estuvo en el estado de media 82,8 o 100,1, respectivamente.

Los dos ejercicios corroboran que, en el período que media desde 1990 al segundo trimestre de 2009, las series de tiempo del tipo de cambio, ya sea nominal o real, han sido generadas por dos procesos distintos, una correspondiente al período 1990-1999 y la otra a 1999-2009. Si bien no es posible afirmar con seguridad que este cambio de régimen se debió a la sustitución del sistema de bandas por uno de flotación libre, la coincidencia de los resultados estadísticos con el cambio drástico de política cambiaria que se operó casi al mismo tiempo no deja de ser sugerente.

III.2. Cambio en la política fiscal: regla de balance estructural

Como ya se ha comentado en este estudio, una de las reformas de política de más relevancia en esta década ha sido la adopción de la regla de balance estructural. Esta regla se implementó en 2000 para empezar a utilizarse en 2001. La regla consistía, en un inicio, en alcanzar un 1% del PIB de superávit estructural. Vale decir, se calculaban los ingresos fiscales que se hubiesen dado si el precio del cobre hubiese estado en su valor de largo plazo y el producto se hubiese encontrado en su tendencia.¹³⁶ Con estas cifras, se determina un gasto agregado compatible con alcanzar un superávit estructural de 1% del PIB. Esto implica que, en la práctica el balance efectivo promediará 1% del PIB a través del ciclo.

Las cuentas fiscales en estos años llevaban un largo período sin ser positivas, promediando un déficit de 1,1% del PIB entre 1999 (primer año de déficit de la década del noventa) y 2002. Las mejores condiciones económicas del país y el hecho de contar con una regla cíclicamente neutral, permitió comenzar a transitar por una senda de ahorro público sostenido, alcanzándose el primer saldo positivo en las cuentas fiscales en 2004 con un valor de 2,1% del PIB. Desde esa fecha hasta 2008, el balance del gobierno promedió un superávit de 5,7% del PIB.

El carácter cíclico neutral de la regla ha jugado un papel fundamental en la política económica chilena, ya que desde 2004 hasta mediados de 2008, el fisco logró altas tasas de ahorro que no se hubiesen obtenido si todos los ingresos fiscales se hubieran gastado. En esta situación contrafactual, es muy probable que el TCR hubiese sido inferior al observado, vale decir, más apreciado. Además, la tasa de inflación podría haber sido bastante superior a la observada, exacerbando las presiones inflacionarias provenientes del exterior que se experimentaron durante 2008.

Sin lugar a dudas, la regla fiscal le ha impartido una mayor estabilidad a la economía, a la vez que le permite al estado en entornos macroeconómicos como el actual disponer de los ahorros necesarios para poder implementar un plan fiscal como el de la magnitud que implementó el Ministerio de Hacienda en 2009 y que jugó un papel fundamental en moderar la caída en la demanda agregada y en el PIB y permitir una rápida superación de la crisis. Asimismo, la modificación de la política en 2006 en cuanto a mantener los ahorros fiscales en un fondo soberano en el exterior permitió

136. Desde luego, los valores de tendencia para el precio del cobre y para el producto tienen un elemento subjetivo. El Ministerio de Hacienda utiliza paneles de expertos para determinarlos.

moderar la apreciación cambiaria durante el boom de los commodities. Destacable es también el hecho de que, pese a no ser una regla sustentada por un marco legal (hasta 2006), se haya respetado casi a la perfección desde su creación (Gráfico 5), alcanzando un promedio de 0,9% del PIB de superávit estructural entre los años 2001 y 2007, último año en el cual se aplicó el 1%, ya que para 2008 la meta fue rebajada a 0,5% del PIB y transitoriamente volvió a ser modificada a 0% del PIB para 2009, esto último con el fin de levantar con mayor rapidez a la economía de la recesión. Durante 2009, ni siquiera el balance estructural fue, en los hechos, respetado. Durante ese año, se registraron un déficit efectivo de 4,4 por ciento del PIB y un déficit estructural de 1,2 por ciento del mismo. Esto significa que, en la práctica, el gobierno abandonó una política cíclicamente neutral para pasar derechamente a una política anticíclica. Durante 2010 se estima un déficit efectivo de 1,7 por ciento del PIB y un déficit estructural de 1,6 por ciento del mismo.¹³⁷

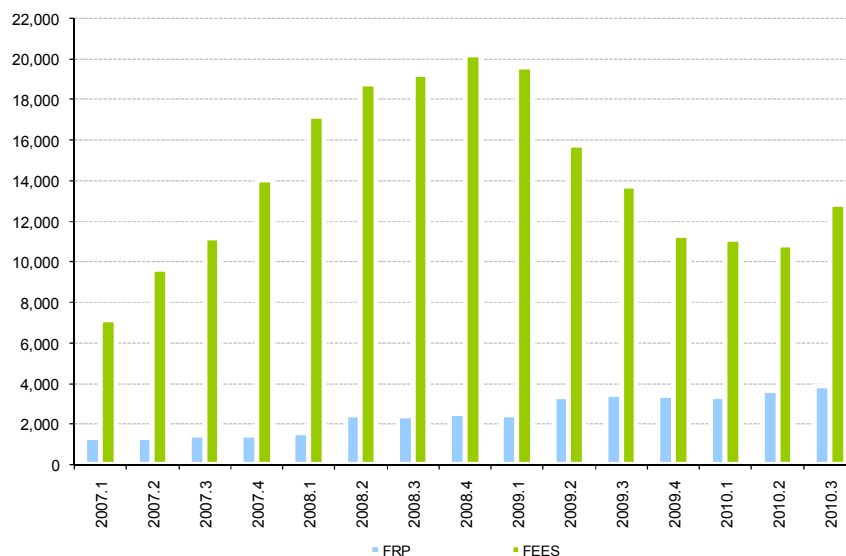
Adicionalmente a lo anterior y dado que la ordenada conducta fiscal que llevaba el gobierno hasta 2005 no se enmarcaba en ninguna ley que ayudara a evitar posibles desalineamientos de la política fiscal que atentaran contra la estabilidad macroeconómica, en 2006 el Ejecutivo logró la aprobación por el Congreso de la Ley de Responsabilidad Fiscal, que vela por el comportamiento sano de las cuentas fiscales. Junto con esta ley se constituyeron dos fondos que almacenarían el excedente de recursos que disponía el país. Estos son el FRP (Fondo de Reserva de Pensiones) y el FEES (Fondo de Estabilidad Económica y Social). El primero se creó el 28 de diciembre del 2006 con un monto inicial de US\$604,5 millones de dólares con el objetivo de hacer frente al escenario demográfico que enfrenta Chile y que se traduce en una mayor esperanza de vida y por consiguiente un aumento de la población de la tercera edad. Lo anterior implica un mayor desembolso para asegurar las pensiones mínimas de aquellas personas que no alcanzaron a ahorrar para su vejez, reforma que también se aprobó por el Congreso en 2008. Conforme a la ley, este fondo se amplía cada año, en un monto mínimo de 0,2% del PIB del año anterior y si el superávit efectivo del estado es superior a este porcentaje, el FRP recibe el monto completo del excedente fiscal, con un tope de 0,5% del PIB. El segundo fondo fue creado el 6 de marzo de 2007 con un aporte inicial de US\$2.580 millones, donde la mayor parte de ellos correspondía al antiguo fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre, que se eliminó en esa fecha. Este es el fondo que permite utilizar ingresos para implementar una política fiscal expansiva en escenarios de crisis sin la necesidad de recurrir inmediatamente al financiamiento externo. El FEES debe recibir cada año el superávit que quede luego de restar los aportes al FRP y a la capitalización del Banco Central (que absorbe 0,5% del PIB en caso de superávit fiscal).

Cabe mencionar que estos dos Fondos vieron aumentados sus recursos desde su creación, alcanzando a fines de 2008, US\$2.507 y US\$20.211 millones (Gráfico 17) el FRP y el FEES, respectivamente. Luego, durante 2009 y nuevamente en 2010, hubo retiros para financiar el paquete fiscal del primer año y los gastos de reconstrucción el segundo. A octubre de 2010, los recursos del FEES totalizaban US\$12.987 millones. Si

137. Existe en estos momentos una controversia de cómo calcular el déficit estructural, que no se repasará aquí. Baste mencionar que las estimaciones de una comisión presidencial ponen dicho déficit en el orden de 3m% del PIB.

una crítica puede hacerse a la constitución de estos fondos y a su uso exclusivamente para solventar una deuda contingente del Estado con los futuros jubilados y para contar con recursos para realizar políticas contracíclicas, es que una parte de ellos, o de sus ingresos, debiese ser destinada a financiar proyectos de desarrollo que le permitan al país diversificar su aparato productivo y disminuir la pobreza.

Gráfico 17
 Activos del Fondo de Reserva de Pensiones y del
 Fondo de Estabilización Económica y Social, 2007I a 2010III, fin de cada trimestre
 (en millones de US\$)



Fuente: Dirección de Presupuestos

IV. Cambios en la Regulación Bancaria

La regulación financiera chilena ha pasado por una gran serie de cambios en las últimas tres décadas. Ésta ha transitado desde una liberación prácticamente absoluta, en la segunda mitad de la década de los setenta (Massad, 2001 y 2004), a la transformación y adopción de normas internacionales enfocados en una sana regulación y supervisión del sistema.

A partir de la moratoria de la deuda mexicana en agosto de 1982, toda la región latinoamericana se sumió en lo que vino en llamarse la crisis de la deuda, la crisis más profunda del siglo XX luego de la Gran Depresión. A diferencia de los otros países de la región, los abultados déficits en cuenta corriente no eran producto del desahorro público sino más bien del fuerte déficit del sector privado, en el cual la banca desregulada jugaba un papel central. El resultado de la crisis fue la quiebra generalizada de la banca en 1983 y la intervención y liquidación de un importante número de bancos. Inmediatamente después de este acontecimiento, se implementaron una serie de políticas de emergencia para ayudar a la banca que se encontraba en severos problemas. Las principales líneas de acción fueron la liquidación de algunas instituciones financieras, compra de cartera vencida por parte del Banco Central de Chile, la reprogramación de deudas y créditos y recapitalización del sistema,

adquiriendo los bancos una deuda (llamada “deuda subordinada”) con el Banco Central.

Luego de 1985 y una vez remontadas las principales secuelas de la estrechez de fondos ocasionadas por la crisis, se hizo imperativa la necesidad de avanzar hacia una mayor regulación bancaria y financiera en general, con el fin de evitar situaciones de similares características en el futuro. En 1986, se aprobó una ley que cambiaba el patrón de regulación empleado hasta el momento. Las principales medidas de esta nueva legislación incluyeron aspectos regulatorios, de supervisión y una redefinición del papel del Banco Central. En lo regulatorio, las principales modificaciones fueron (a) garantizar totalmente los depósitos a la vista, (b) el establecimiento de límites claros con respecto a las actividades permitidas para las instituciones financieras, (c) se estableció una razón deuda a capital (apalancamiento) máxima de 20, (d) se exigió una provisión a los bancos por sus créditos riesgosos y (e) se normó el reparto de dividendos. Respecto a las actividades que podían realizar los bancos, se crearon límites a los créditos que se podían otorgar al mismo deudor, se prohibió el crédito a partes relacionadas con los bancos, se impuso requisitos de calce entre activos y pasivos en moneda extranjera (que pueden ahora lograrse mediante transacciones de derivados cambiarios), obligaciones de calce en el financiamiento hipotecario y otras.

Respecto a la supervisión, se delegó a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) como la encargada de velar por el cumplimiento de todas las normas de la ley. Así a su vez este organismo entregaría información al público sobre la condición financiera de cada entidad (al menos tres veces al año) con el fin de mantener informados a los agentes sobre las reales condiciones del mercado. Por otro lado si la SBIF determinaba que una institución no poseía la solvencia necesaria, se le revocaría la licencia bancaria.

En la década de los noventa son dos los cambios más importantes que enfrentó el sistema financiero chileno. Estos fueron la reforma a la Ley de Bancos y la Ley de Deuda Subordinada. La primera permitió que los bancos realizaran nuevos negocios a nivel local e internacional, donde a su vez se les exigía capital en función del riesgo de su cartera de activos. Además, se estableció un procedimiento objetivo para otorgar licencias bancarias y se normó un sistema de evaluación de gestión que sería llevado a cabo por la SBIF. La segunda gran reforma (la de la Deuda Subordinada) terminaba con la relación, que venía desde la crisis de los ochenta, entre los bancos deudores y el Banco Central y que era tema de discusión producto del conflicto de intereses que se podía generar entre regulador y regulado. De esta forma, se les permitió a los bancos que habían quebrado en la crisis de 1982-83 emitir deuda sin la necesidad de poseer el respaldo del estado. Por otra parte, a los bancos rescatados se les entregó dos posibilidades para pagar su deuda con el Banco Central. Una de ellas consistió en transformar la deuda subordinada en 40 cuotas fijas anuales; la segunda, la emisión de acciones a favor del instituto emisor y dándole a este último el derecho de percibir los intereses correspondientes.

Luego de una larga discusión, en 1995 la ley chilena adoptó las normas regulatorias surgidas de los acuerdos de Basilea. Se trató de conjugar una regulación que disminuyera fuertemente las externalidades macroeconómicas adversas de los riesgos que asumen los bancos con otorgárseles un mayor grado de libertad para abordar

nuevas operaciones, internacionalizarse y crear nuevos instrumentos (véase Massad, 2001 y 2004). En agosto de 2001 la tasa rectora se nominalizó, lo que permitió una mejor estructuración de activos y pasivos tanto para el Banco Central, como para el sector financiero en general. Las sucesivas leyes generales de bancos siguieron el mismo patrón: permitir una adaptación a los nuevos escenarios externos respetando los patrones de Basilea. En las últimas modificaciones, se adoptaron los criterios contables internacionales (cronograma IFRS, que comenzó en 2005) con el fin de homogenizar los estados financieros de los bancos chilenos y sus pares del mundo.

En la última década también se han realizado varias reformas a las leyes que gobiernan el mercado de capitales con el fin de darle más profundidad a la bolsa y desarrollar ciertos segmentos como el de los derivados y del capital de riesgo. Los éxitos de estas reformas han sido bastante modestos a la fecha. Algunos mercados de derivados, particularmente el de coberturas cambiarias, se han ido desarrollando gradualmente, pero estos productos todavía tienen mercados pocos profundos y son caros. A pesar de los esfuerzos realizados, las tasas de interés para las pequeñas empresas continúan siendo elevadas y su acceso al crédito muy modesto.

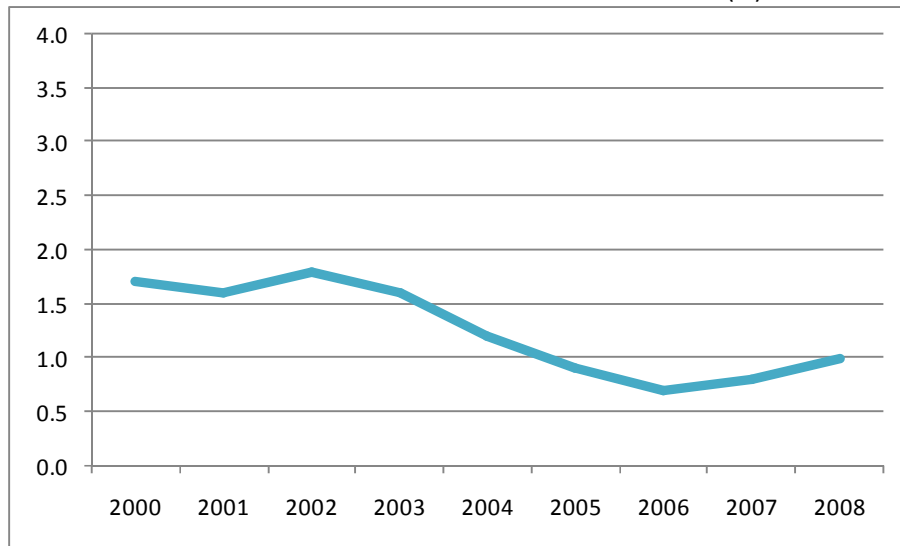
V. La profundización financiera en Chile

V.1. Sector Bancario y Administradoras de Fondos de Pensiones

Como ya se anotó, la solidez del sistema bancario chileno es fruto de la regulación que se adoptó luego de la crisis de 1982-1983. Además, la relativa profundidad del mercado financiero es en buena parte producto de la reforma de pensiones de 1981, la cual significó un cambio desde un sistema de reparto a uno de capitalización individual a través del sistema de AFPs. Se estima que el 30% del desarrollo financiero que tuvo Chile, medido por el volumen de activos financieros sobre PIB, entre 1981 y 2001 se debió a la reforma de pensiones (Hernández y Parro 2005, Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003).

En relación con el desarrollo económico, el aporte más interesante que puede hacer la profundización financiera es relajar las restricciones de liquidez que enfrentan las empresas más pequeñas y que limitan sus inversiones. Desde esta perspectiva, es interesante analizar los rasgos principales del desarrollo financiero de Chile en las últimas décadas. En esta sección, se pasa revista a varios indicadores de desarrollo financiero: el crédito al sector privado como proporción del PIB, las tendencias en la cartera vencida (Gráfico 18) de la banca (un indicador de resultados de la regulación bancaria) y el tamaño y liquidez del mercado bursátil.

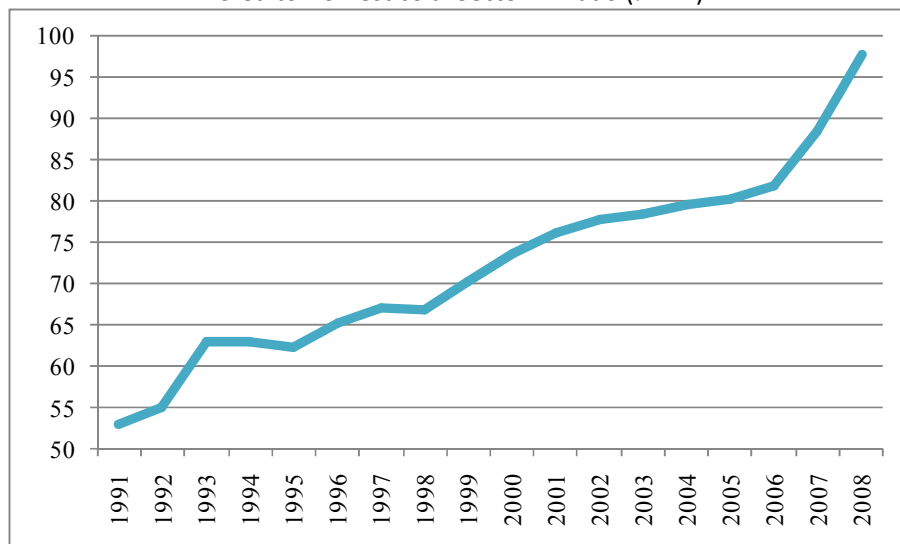
Gráfico 18
Colocaciones Vencidas sobre Colocaciones Totales (%)



Fuente: FMI

Respecto al crédito al sector privado no bancario, podemos apreciar un continuo incremento a través del tiempo. El crédito al sector privado no bancario como porcentaje del PIB (razón ampliamente utilizada en la literatura para medir desarrollo financiero) muestra una alta pendiente positiva en todo el período. Esta razón se ha casi duplicado en las últimas entre 1990 y 2008 (Gráfico 19). El recorte del crédito al sector privado que se observa en 2009 refleja los impactos objetivos y subjetivos de la crisis financiera internacional. Por una parte, los bancos se enfrentaron al congelamiento de las líneas de crédito que tenían con la banca internacional. Por otra, temores a que los deudores nacionales no pudiesen enfrentar el servicio de sus deudas bancarias llevó a una fuerte contracción del crédito a todo tipo de deudores.

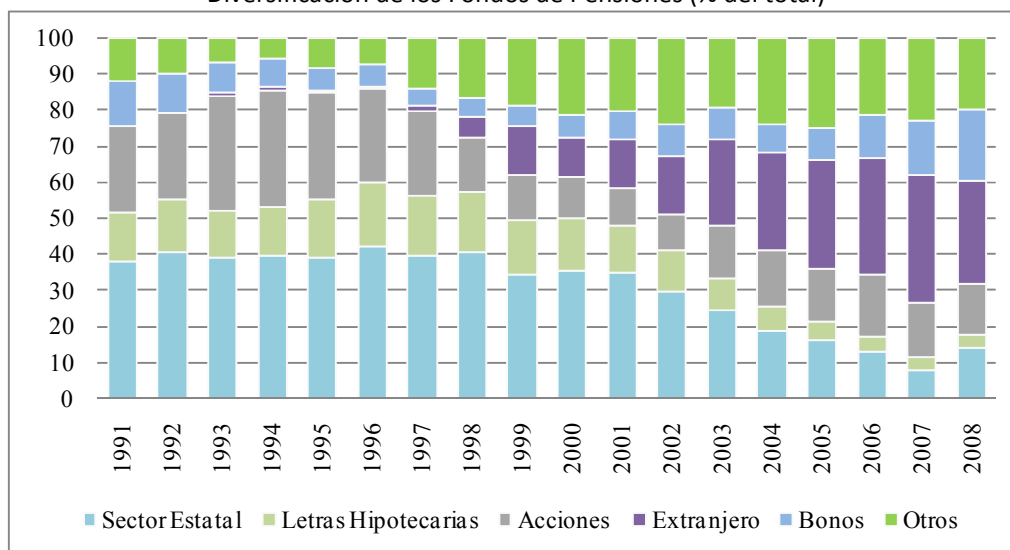
Gráfico 19
Crédito Doméstico al Sector Privado (% PIB)



Fuente: FMI, Banco Mundial y OCDE

El desarrollo financiero también puede observarse en la diversificación que ha ocurrido en las carteras de las AFPs (Gráfico 20). Ha disminuido significativamente el peso de los papeles públicos, aumentando la participación de papeles privados y, sobre todo, de inversiones en el exterior. El porcentaje permitido para inversiones en el exterior ha ido en continuo aumento desde mediados de los noventa. Este cambio regulatorio ha tenido como objetivo aliviar las presiones hacia la apreciación del peso y, además, permitirles a los cotizantes una mayor diversificación en las carteras de los fondos en los cuales acumulan ahorros obligatorios.

Gráfico 20
Diversificación de los Fondos de Pensiones (% del total)

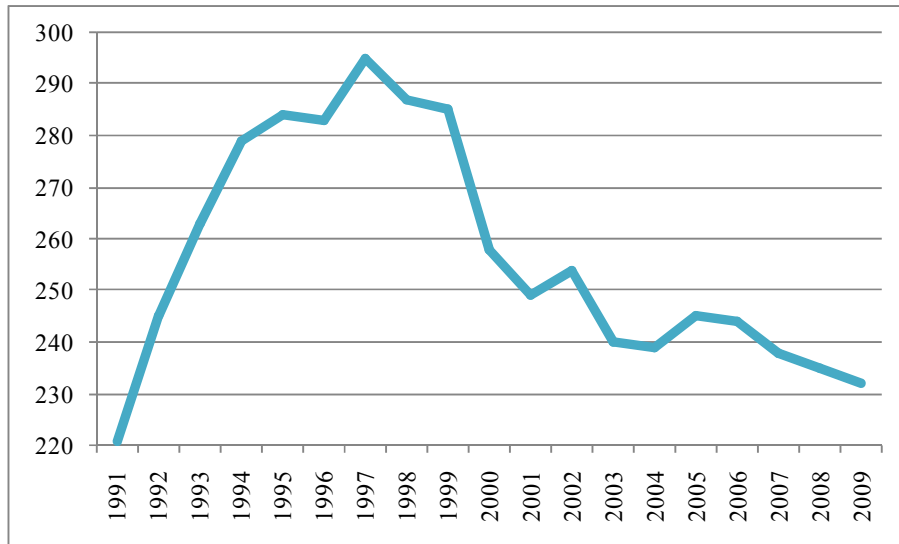


Fuente: Superintendencia de AFP

V.2. Mercado Accionario

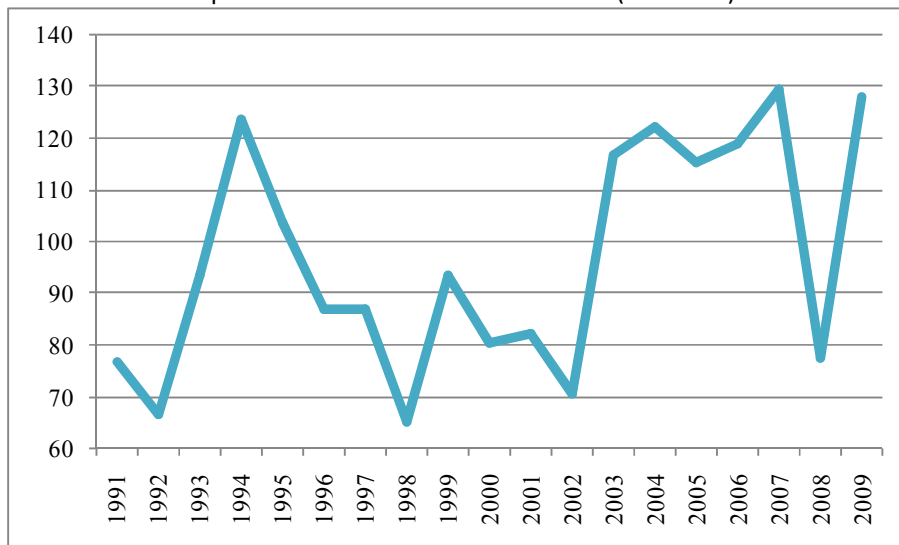
A pesar de un aumento importante en la profundidad de los mercados financieros, la bolsa dista mucho de ser un mecanismo importante de intermediación financiera de largo plazo. Son pocas las empresas que cotizan en bolsa (Gráfico 21), La capitalización del mercado accionario es relativamente baja a la que se observa en países desarrollados (Gráfico 22), el valor de las transacciones es modesto (Gráfico 23), y una parte pequeña del valor bursátil de las compañías efectivamente se transa en bolsa. De hecho, la liquidez del mercado chileno (el valor de las transacciones anuales en relación al valor bursátil de las compañías) es muy limitada (Gráfico 24), especialmente cuando se la compara con la misma en un contexto internacional (Gráfico 25). Todo esto configura un escenario en el cual las empresas tienden a no abrirse en bolsa y las que lo hacen son grandes y tienen un controlador.

Gráfico 21
Número de Firms Domésticas en Bolsa



Fuente: Standard and Poor's

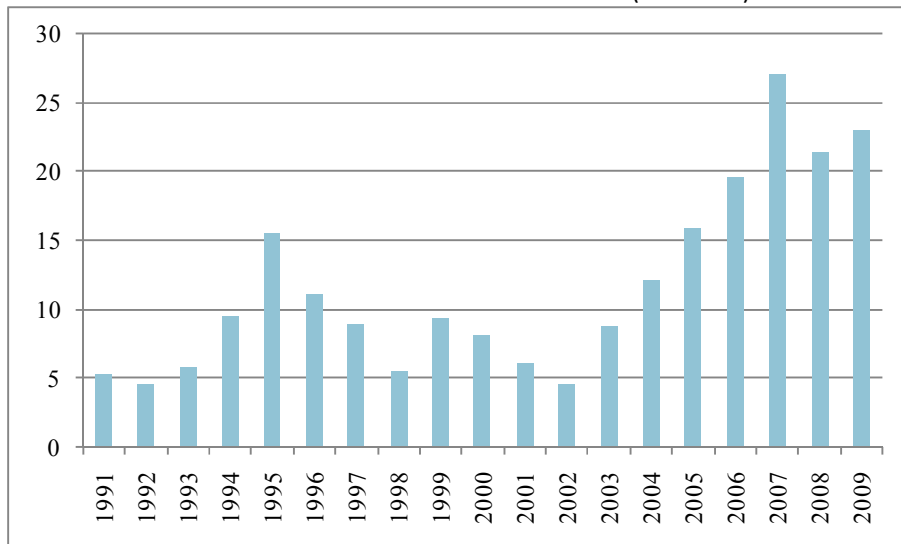
Gráfico 22
Capitalización del Mercado Accionario (% del PIB)



Fuente: Standard and Poor's

Gráfico 23

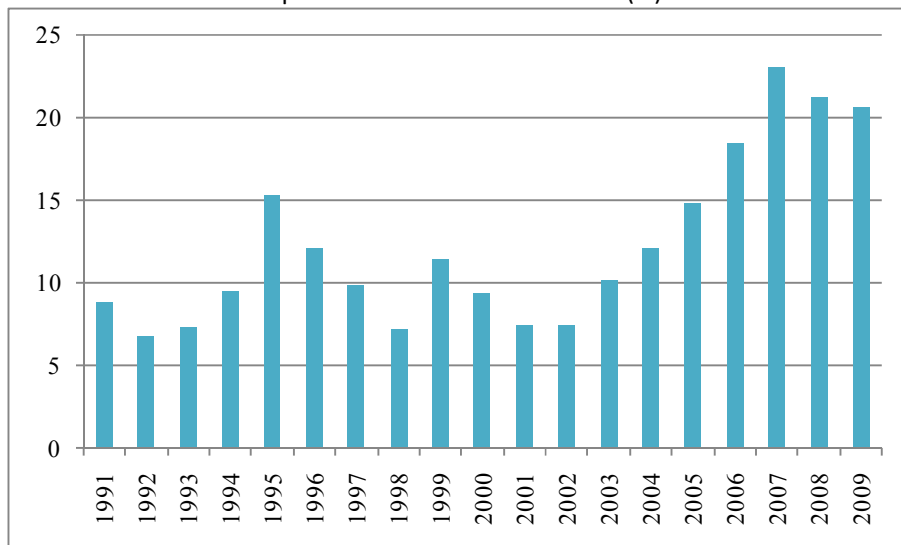
Valor del Volumen Transado de Acciones (% del PIB)



Fuente: Standard and Poor's

Gráfico 24

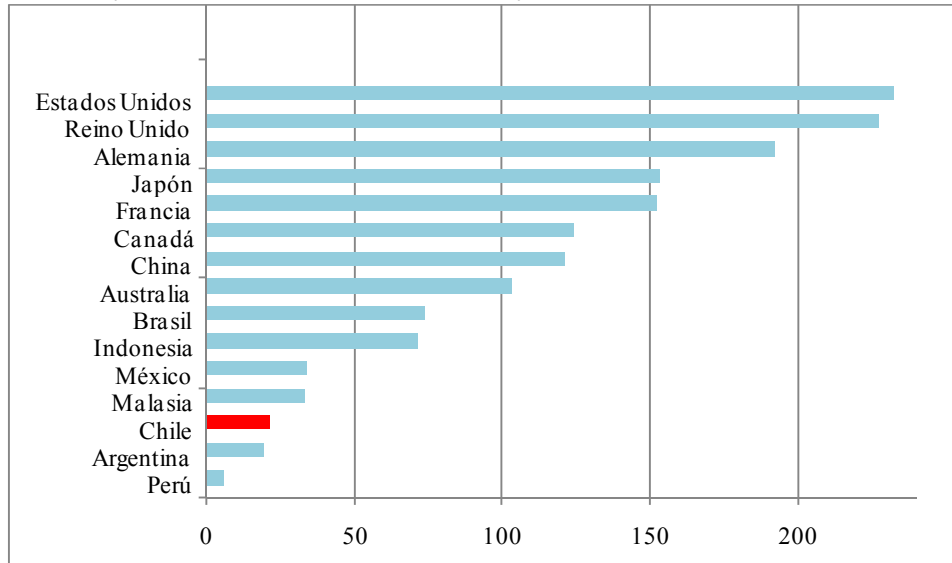
Liquidez del Mercado Accionario (%)



Fuente: Standard and Poor's

Gráfico 25

Liquidez del Mercado Accionario, Comparación Internacional (2008, %)



Fuente: Standard and Poor's

Es justamente para evitar el abuso de la posición dominante por parte del controlador y para dar más transparencia al mercado bursátil que se dictó en 2009 una ley de gobierno corporativo que protege a los accionistas minoritarios, aumentando las atribuciones de control de estos. Además precisa las responsabilidades de los directores, al promover la designación de directores independientes y el aumento de exigencias en la celebración de operaciones con partes relacionadas. Se establece en la ley que la información al mercado y a todos los accionistas debe ser entregada en el menor tiempo posible. En este punto se destaca que aquellos socios que posean información privilegiada no podrán comprar ni vender acciones mientras esta información no sea de carácter público. Por último cabe mencionar que se elevan los estándares aplicables a auditores externos, esto con el fin de garantizar una mayor confiabilidad y pertinencia técnica.

V.3. Capital de Riesgo

En los últimos 15 a 20 años, las autoridades han emprendido varias innovaciones financieras para paliar las deficiencias que muestra el mercado de capitales chileno para intermediar recursos desde ahorrantes a inversionistas, en particular por parte de medianas y pequeñas empresas sin capital reputacional o activos de respaldo. En reconocimiento a la inexistencia de una industria de capital de riesgo en Chile, CORFO ha venido apoyando su formación desde 1990. Originalmente, se pensó que las administradoras de fondos de pensiones (AFPs) se interesarían en este mercado y el diseño del primer fondo se hizo pensando específicamente en ellas. El problema que se hizo visible muy pronto fue que, debido a la fuerte regulación a la cual las AFPs están sujetas, ellas actuaban en forma muy conservadora. Llegaron a constituirse seis fondos de capital de riesgo, cuya propiedad pronto quedó casi enteramente en manos de las AFPs. Pero en lugar de estimular inversiones en sectores nuevos de la economía,

estos vehículos terminaron impulsando mayores inversiones de bajo riesgo y en industrias maduras.

Desde 1996, CORFO ha lanzado varias innovaciones destinadas a dinamizar este mercado. Ellas han incluido el otorgamiento de créditos a empresas de capital de riesgo, toma de posiciones accionarias por parte de CORFO e incentivos tributarios. La idea central ha sido incentivar la creación de fondos que inviertan en empresas innovadoras. En la actualidad, cada fondo de inversión con participación de CORFO tiene unos US\$ 30 millones y existen unos 25 fondos. El total invertido por estos fondos es de aproximadamente US\$ 500 millones.

Hasta el momento, CORFO ha recuperado sus inversiones en los fondos que se han liquidado y ha tenido un retorno real de 5 por ciento anual sobre su capital. Destaca dentro de esto que las empresas que han recibido inversiones provenientes de los fondos han estado mayoritariamente en tecnologías de información, biotecnología, energía no renovable y prospección minera. Importante es mencionar en el punto anterior, que si bien CORFO ha ido en la dirección correcta, aún es escasa la industria de capital de riesgo en Chile y las reformas financieras no han sido lo suficientemente profundas como para potenciar efectivamente este sector.

VI. Desafíos Pendientes y Propuestas de Reforma

Conjuntamente con al análisis de la evolución que ha tenido la economía chilena en la última década, período en el cual se han realizado algunas reformas muy importantes, unas con efectos positivos sobre la economía y otras con efectos probablemente más adversos que favorables, es necesario resaltar lo esencial para avanzar hacia un crecimiento sostenido e inclusivo. Dentro de los principales desafíos que aún debe enfrentar la economía chilena se encuentran los siguientes:

En primer lugar, es necesario recuperar un crecimiento en torno a la frontera productiva que sea sostenible en el tiempo. Con el beneficio de la distancia, el crecimiento de 7 por ciento que se dio entre 1985 y 1997 se debió tanto a factores reales como a otros más coyunturales que reflejaron shocks externos más que políticas de crecimiento acertadas. Impulsadas por un tipo de cambio depreciado y algunas políticas industriales activas, las exportaciones (y, por consiguiente, el aparato productivo) se diversificaron significativamente en el período señalado (véase Agosin, 1999; Agosin y Bravo-Ortega, 2009; Agosin, Grau y Larraín, 2009). Pero además, este período estuvo signado, a partir de 1989, por una fuerte entrada de capitales externos que bien puede considerarse exógena a las políticas nacionales y a los fundamentos de la economía. Aunque las autoridades intentaron moderar dichas entradas con el uso del encaje a las entradas de capital que no fuese inversión directa y también atenuar sus efectos sobre el tipo de cambio mediante una política cambiaria activa, el tipo de cambio se apreció considerablemente.¹³⁸ Esta apreciación desató un boom bursátil e

138. Es muy posible que la apreciación hubiese sido mucho más aguda en ausencia del encaje y de la política de bandas cambiarias.

inmobiliario que contribuyeron a que las tasas de crecimiento del PIB fuesen momentáneamente elevadas, mientras durara el ciclo de entradas de capitales. Pero ese componente era claramente transitorio, como se pudo verificar ampliamente durante el período que siguió a las crisis financieras internacionales de 1997 y 1998.

El crecimiento se reactivó en 2004, pero la aceleración económica fue fruto de, ahora, un shock positivo de los términos del intercambio, acompañado de un mayor optimismo por parte de los hogares y empresas, no de políticas económicas que privilegiaron el crecimiento de largo plazo. Esa etapa terminó abruptamente con el desplome de los precios del cobre hacia fines de 2008 y con el desencadenamiento de la crisis financiera global. Desde luego, los impactos de la crisis financiera han sido breves, gracias a que los principales socios comerciales de Chile (que ahora están en Asia emergente), después de una breve desaceleración, han continuado creciendo a tasas bastante elevadas. El importante paquete de gasto fiscal, posible gracias a la acumulación de activos externos, indudablemente jugó un papel fundamental en la rápida reactivación. Además, la buena regulación bancaria chilena y, por qué no decirlo, su grado de “subdesarrollo” en relación con la “innovación” financiera en los países desarrollados, les ha permitido al sector bancario nacional sortear la crisis sin mayores traumas. En este escenario, la recuperación del optimismo por parte de hogares y empresas encontró a una banca en buen pie para reanudar su actividad de intermediaria.

Desafortunadamente, las autoridades han ido en la dirección contraria de lo que sería necesario para diversificar la economía y reducir la excesiva dependencia del cobre. El tipo de cambio ha sido liberalizado (casi) totalmente, no contando el mercado con guía alguna por parte de la autoridad monetaria con respecto a los niveles en los cuales puede ubicarse el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. Y bien sabemos que los mercados de activos por lo general no tienden a acercarse el equilibrio fundamental sino que son propensos a volatilidades extremas y a “overshooting”, tanto al alza como a la baja. En el caso del tipo de cambio en Chile, estas características de los mercados de activos desregulados han sido extraordinariamente negativas para la diversificación exportadora, que perdió fuerza a partir de 1998.

Un elemento esencial en el logro de la estabilidad cambiaria es el control prudencial de los flujos de capital. Aquí también ha habido un retroceso, al no sólo llevarse a cero la tasa de encaje sino al habérselo eliminado totalmente, política que fue refrendada en el tratado de libre comercio con Estados Unidos. Este tratado permite su uso sólo como una salvaguardia y por un período no superior a un año. De todos modos, las autoridades monetarias actuales no dan ningún indicio de favorecer este tipo de medidas, considerando que las entradas y salidas de capital pueden ser reguladas exclusivamente con buenas políticas macroeconómicas, ignorando su fuerte componente exógeno y generador de ciclos, en los cuales existe contagio tanto en su fase ascendente como durante fugas de capitales.

En segundo lugar, la regla fiscal debe considerarse un gran avance, que le ha permitido al país tener una política fiscal cíclicamente neutral bastante efectiva. En los hechos, esta regla ha sido manejada de manera flexible, en el sentido que el estado, a pesar de la retórica con que se ha manejado el tema en los medios, no se ha apegado a una cifra de superávit de un porcentaje del PIB determinado de antemano. En los años de vacas

gordas, de hecho el fisco ha tendido a ahorrar bastante más que el 1% estructural que dictaba la regla.¹³⁹ Y en 2009 el fisco practicó una política anticíclica sin disimulo. Para ese año, las cuentas fiscales arrojaron un déficit estructural, pese a que la meta era la del equilibrio estructural. Sería muy importante que se reconociera que, en un país de tanta volatilidad en el precio del cobre, que es clave para las finanzas públicas, es conveniente que la regla se cumpla en el mediano plazo y no todos los años. Además, de no mediar un cambio de tendencia en el precio del cobre, es posible que el fondo soberano siga creciendo. Ante esta circunstancia, una revisión de la política fiscal de mediano plazo debería considerar la posibilidad de un apoyo explícito al desarrollo productivo de largo plazo y no sólo a la estabilización cíclica.

Tercero, la autoridad monetaria parece privilegiar una política anti inflacionaria aún en circunstancias en las cuales los aumentos de precios están claramente fuera de su control, como fue la situación que prevaleció en 2008 con el alza de los precios de los alimentos y del petróleo. Un manejo más pragmático de la política monetaria, reconociendo sus límites en una economía pequeña y abierta como la chilena, parece más sensato y más acorde con las necesidades de crecimiento.

Cuarto, la autoridad fiscal parece no entender que, al contar con un fondo soberano en el exterior con recursos significativos, no puede soslayar el hecho que la política cambiaria ya no es resorte sólo del Banco Central. El fisco hace política cambiaria al ahorrar recursos en el exterior y al internarlos de regreso al país, tanto como la hace el Banco Central al utilizar o aumentar sus reservas. Por lo tanto, la mal entendida independencia del Banco Central está impidiendo la coordinación entre éste y Hacienda en el tema cambiario. Es así como el fisco, con el pretexto que la política cambiaria es resorte del Banco Central, en lugar de vender al Banco Central las divisas provenientes del FEES que utilizó para financiar el paquete de estímulo anunciado a comienzos de 2009, las liquidó en el mercado cambiario, sometiendo al tipo de cambio a fuertes presiones a la baja. En la actualidad, el nuevo gobierno está cometiendo el mismo error al utilizar recursos del FEES para financiar una porción de los gastos de reconstrucción de los daños ocasionados por el terremoto de febrero de 2010.

El hecho de tener un fondo soberano de tamaño razonable debería hacer más fácil mantener el tipo de cambio dentro de rangos que hiciesen rentables las inversiones en nuevas líneas de producción. A través de cambios en la composición por monedas del fondo soberano es perfectamente posible que Hacienda influya positivamente sobre la evolución del tipo de cambio. En esto podría aprender de la experiencia de Singapur, país que en el pasado usó los recursos acumulados en el fondo público de pensiones para estabilizar el tipo de cambio (véase Lim, Eng Fong, and Findlay, 1993).

Quinto, se debe poner mucho más énfasis que en el pasado en las políticas de crecimiento activas. Las autoridades han estado experimentando con políticas industriales algo más activas, pero su utilización es todavía muy tímida. Se han implementado políticas para atraer inversión extranjera en alta tecnología; un Consejo

139. Desde luego, la regla misma tiene sus ambigüedades, ya que los cálculos de la tasa de crecimiento de largo plazo y del precio de tendencia del cobre (y del molibdeno) no están exentos de subjetividad.

Nacional de Innovación y Competitividad, establecido en 2006, ha identificado nueve clústers estratégicos en el desarrollo del país; la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) ha establecido programas para fomentar la innovación; y CORFO también está realizando más funciones de banca de desarrollo. Pero todavía no existe un consenso que es necesario avanzar hacia apuestas estratégicas que le permitan al país a la vez desarrollar nuevos sectores productivos y derrotar la pobreza por la vía de la incorporación de segmentos más amplios de la población a la modernidad.

Sexto, en los últimos años, el mejoramiento en la calidad de la educación ha pasado a convertirse en una de las prioridades del gobierno y de vastos sectores nacionales, incluyendo a los propios alumnos de la educación secundaria, quienes, con sus movilizaciones, han puesto el tema en el centro de las discusiones de política económica y social. Este tema no puede discutirse al margen de la política industrial y de desarrollo productivo: la educación técnica y superior deben orientarse hacia los sectores que el país necesita desarrollar.

Por último, aún no se han desarrollado algunos segmentos que son cruciales para la diversificación productiva. En particular, el capital de riesgo y los fondos de capital semilla son todavía muy incipientes. Aquí el estado puede jugar un rol importante, más allá de la regulación financiera, tarea que ha desempeñado bastante bien. Aunque existen, como se mencionó, algunos fondos en CORFO que fomentan el capital de riesgo y el capital ángel, ellos son demasiado exigüos para lo que una economía dinámica e innovadora necesita. Dentro de esto, una política que facilitara las salidas a bolsa de los inversionistas en fondos de capital de riesgo haría más atractivas estas inversiones. Por el momento, las ofertas iniciales de acciones son bastante modestas en Chile y las pocas que tienen lugar están concentradas en industrias ya establecidas. Incluso la legislación tributaria para ganancias de capital las discrimina. La primera reforma al mercado de capitales le otorgó una exoneración tributaria a las ganancias de capital para empresas cuyas acciones tienen una alta presencia en bolsa, justo lo contrario de lo que se necesita para incentivar el listado en bolsa de empresas nuevas, cuyas acciones, por su misma naturaleza, tienen poca liquidez y no se transan todos los días. Una forma de incentivar la formación de empresas y la participación de inversionistas de riesgo en ellas podría ser una exoneración tributaria para las ganancias de capital en acciones de empresas que se abren en bolsa por primera vez. Este tipo de políticas, junto con otras que estimulen la formación de sociedades que se transan en bolsa, permitiría avanzar hacia el logro de un mercado accionario que cumpla de mejor manera con su función de promover la inversión y la diversificación productiva.

Capítulo VI

Brasil en los años 2000: Regulación financiera y estabilidad macroeconómica

Fernando J. Cardim de Carvalho, Francisco Eduardo Pires de Souza

I. Introducción

Las turbulencias que golpearon repetidamente a la economía mundial en la segunda mitad de los años noventa causaron significativos daños a la economía brasileña. Algunos meses después de que el país alcanzara la estabilidad de precios con el Plan Real (denominado así por la nueva moneda introducida en Julio de 1994), la crisis mexicana de 1994/5 produjo un “sudden stop” en los flujos internacionales de financiamiento a los países latinoamericanos. Brasil, que ya sufría un manifiesto empeoramiento de su déficit de cuenta corriente, enfrentó una crisis de balance de pagos que forzó al Banco Central a imponer un fuerte aumento de las tasas de interés, con el objeto de detener la salida de capitales. El aumento en la tasa de interés, sumado a la pérdida de las ganancias por inflación generó una crisis bancaria en 1995, que provocó la desaparición de tres de los mayores diez bancos privados en operación, además de la crisis de un gran número de instituciones financieras medianas y pequeñas. En paralelo con estos desarrollos acontecidos en el sector bancario privado, dos de los mayores bancos públicos del país enfrentaron una situación desesperante y fueron intervenidos por el Banco Central, aunque por razones diferentes.

Esta no iba a ser la última crisis del período. En efecto, fue sólo el primero de una serie de episodios de variada magnitud que se sucedieron hasta la crisis de balance pagos de fines de 1998 y principios de 1999, que condujo a un cambio en el régimen de política macroeconómica. Las principales reglas de política adoptadas por entonces continúan en principio vigentes en la actualidad.

Los años 2000 han sido en términos generales, más benévolos para Brasil. Con excepción de la crisis de balance de pagos en 2002, generada por factores políticos/electorales, ninguna turbulencia de magnitud golpeó a la economía hasta el último trimestre de 2008, cuando la crisis internacional finalmente alcanzó a Brasil. El impacto de la crisis fue fuerte, pero duró un breve período de tiempo. Luego de dos trimestres de recesión, la economía brasileña reanudó su crecimiento en el segundo trimestre de 2009, y se aceleró en 2010. Con excepción de esta breve recesión, en contraste con las anteriores dos décadas y media, las tasas de crecimiento se incrementaron consistentemente desde 2003, especialmente durante la segunda mitad de la presente década, incentivando la generación de expectativas optimistas. Correcta o incorrectamente, existe una creciente creencia de que el largo período de estancamiento que caracterizó a la economía desde comienzos de los años 1980s hasta los tempranos 2000s ha quedado finalmente atrás.

Pero las tasas de crecimiento fueron bajas en un comienzo. Las bajas tasas de crecimiento parecieron encontrar una causa inmediata en las bajas tasas de inversión que habían caracterizado a la economía brasileña por un largo tiempo. Mientras que la alta inflación fue el culpable más obvio hasta 1994, una vez que se alcanzó la estabilidad de precios, las bajas tasas que siguieron al Plan Real fueron adjudicadas principalmente a la combinación de tipo de cambio sobrevaluado y tasas de interés

domésticas excesivamente elevadas, características del período. ¿Por qué una política tan negativa fue mantenida durante todo el período post-estabilización? Los economistas liberales tienden a explicarlo por la baja propensión a ahorrar tanto de parte del sector privado como del gobierno. Los economistas críticos de la perspectiva liberal tienden a culpar a las políticas económicas equivocadas y a los errores en los regímenes de políticas adoptados con posterioridad a la crisis de 1999, que priorizaron la estabilidad de precios en detrimento del crecimiento económico. Algunos otros economistas responsabilizaban a factores más microeconómicos, tales como la ausencia y las inconsistencias en las políticas industriales, o grados excesivos de concentración en la industria financiera. Sin embargo, existen fuertes indicios que (aunque si bien bastante inferiores a las observadas en países como China o India) es posible alcanzar mayores tasas de crecimiento, y que la crisis internacional parecería haber interrumpido este sendero sólo temporalmente. En este contexto, la combinación de elevadas tasas de interés domésticas y tipo de cambio sobrevaluado cobra una significancia estratégica debido a sus potencialmente negativos efectos sobre la inversión y las exportaciones.

No es nuestra intención contribuir directamente al debate sobre las causas y características del crecimiento económico en Brasil. El tema a analizar es en qué medida las principales características del comportamiento de la economía brasilera desde la crisis rusa de 1998 puede ser explicada, en parte, haciendo referencia a las reglas de regulación financiera vigentes en el país. Se dice con frecuencia que una característica particular del sector financiero brasileño es su fortaleza, probablemente única en el continente, y la solidez de su banca pública y privada, principales elementos del sector financiero local. Sin embargo, la fortaleza financiera no se ha traducido satisfactoriamente, al menos, en un sustento del crecimiento económico.

En principio, la regulación financiera podría afectar el comportamiento de la macroeconomía de Brasil a través de dos canales: (i) la regulación financiera doméstica, particularmente de naturaleza prudencial, podría afectar el volumen y distribución del crédito y de los instrumentos de cobertura entre el sector público y los deudores privados; (ii) la regulación de los flujos de capitales puede influir fuertemente en la forma y términos del acceso de los deudores domésticos a fuentes externas y domésticas de financiamiento. El comportamiento de los sistemas financieros resulta también de interés porque afecta directamente la salud sistémica, tanto respecto de las crisis financieras como de balance de pagos y por su impacto sobre la distribución de la riqueza, a pesar que este último punto no será explorado en esta oportunidad.

El presente trabajo se estructura de la siguiente manera: la sección dos, que se presenta a continuación, resume el desempeño macroeconómico de Brasil entre la crisis de Rusia de 1998 y el presente (finales de 2010). En la sección tres se examina con detalle cómo el funcionamiento del sistema financiero de Brasil contribuyó a la performance descrita en la sección dos, detallando la estrategia regulatoria adoptada en el país y sus impactos. La sección cuatro aborda una línea similar pero con relación al tipo de cambio y la regulación pertinente. La sección cinco concluye con una valoración de la eficiencia de las estrategias regulatorias adoptadas y sus perspectivas a futuro.

II. La performance macroeconómica de Brasil después de 1998: un resumen

La crisis asiática comenzó a mediados de 1997 y significó una seria amenaza para el Plan Real. El régimen de política inaugurado a mediados de 1994, que descansaba de forma esencial sobre el ancla cambiaria, resistió alrededor de un año y medio entre ataques especulativos y la elevada inestabilidad causada por la volatilidad de las reservas y de la tasa de interés. Cuando finalmente el régimen cambiario fue modificado, pasando de un crawling peg a una flotación, la incertidumbre se incrementó dramáticamente, lo que llevó a muchos analistas a predecir el retorno de la alta inflación, alimentando las expectativas negativas del público. Sin embargo, el régimen de política establecido durante el primer semestre de 1999 tuvo éxito para estabilizar las expectativas inflacionarias. La volatilidad macroeconómica, sin embargo, permaneció alta hasta 2003, manifestándose de formas diversas. Desde 2003 hasta el último trimestre de 2008, cuando la crisis internacional modificó el cuadro nuevamente, la economía no sólo se estabilizó, sino que toda la evidencia apuntó a un cambio sostenido en el sendero de crecimiento, aunque ciertamente a tasas que estuvieron lejos de ser espectaculares, con baja inflación y equilibrio en el balance de pagos. La Tabla 1 muestra los principales indicadores macroeconómicos de la economía brasileña en cada uno de los tres subperíodos identificados, como así también en el período que siguió a la crisis.

Tabla 1

Indicadores macroeconómicos seleccionados para la economía brasileña

| Período (trimestres) | Tasa de crecimiento del PBI (Var. % anual) | Tasa de crecimiento de la inversión (Var. % anual) | Tasa de inflación (IPC, Var. % anual) | Superávit comercial (MM de US\$) | Meta de tasa de interés del Banco Central (promedio del período en %) |
|-----------------------------|--|--|---------------------------------------|----------------------------------|---|
| IV/97-IV/98 | -1.0 | -5.1 | 2.0 | -7.6 | 30.8 |
| I/99-II/03 | 2.1 | -3.0 | 9.3 | 5.4 | 20.8 |
| III/03-III/08 | 5.1 | 11.4 | 5.4 | 38.0 | 15.8 |
| IV/08-I/09 (Crisis) | -11.9 | -42.8 | 4.6 | 16.3 | 13.2 |
| II/09-III/10 (Recuperación) | 7.7 | 24.8 | 4.5 | 23.4 | 9.6 |

Fuente: Banco Central de Brasil, IBGE, MDIC/SECEX

II.1. El Plan Real bajo ataque: 1997-1998

El Plan Real fue plenamente exitoso en alcanzar su objetivo de modificar la forma de determinación de los precios en la economía brasileña, poniendo fin a la indexación y a la alta inflación crónica. Sin embargo, el mantenimiento por un período prolongado de un tipo de cambio sobrevaluado dio origen a déficits de cuenta corriente siempre crecientes y a una rápida acumulación de deuda externa. Cuando la crisis asiática incrementó la aversión al riesgo en el sistema financiero internacional, la situación en el balance de pagos de Brasil y en los índices de solvencia externa del país se deterioró tan rápidamente que devino en un blanco fácil al momento de generarse el contagio de la crisis.

Brasil sintió por primera vez el efecto de la crisis asiática alrededor de septiembre de 1997. El país perdió US\$ 11.000 millones de reservas en tres meses (17% de las cuales

se perdieron durante los últimos días de agosto). El banco central reaccionó incrementando la tasa de interés de política de 19% a 46% en noviembre. Hacia comienzos de 1998 los inversores extranjeros parecieron haber recobrado su confianza y los ingresos de capitales reanudaron su crecimiento, atraídos por las elevadas tasas de interés ofrecidas. Las reservas alcanzaron su punto máximo de US\$ 75.000 millones en abril de 1998, permitiendo al Banco Central relajar en cierto grado la política monetaria.

Sin embargo, las reservas internacionales volvieron a caer durante los meses siguientes. La crisis rusa de mediados de 1998 aceleró marcadamente la caída. Las tasas de interés de política aumentaron nuevamente, esta vez desde 19% en agosto a 40% en septiembre y 42% en octubre, sin ningún efecto visible sobre los comportamientos especulativos. Hacia enero de 1999, en el pico de la crisis de balance de pagos, las reservas del país habían caído a US\$ 36.000 millones, la mitad del último pico observado.

El shock de tasa de interés actuó como un mecanismo de transmisión desde la crisis internacional a la economía real. El nivel de producto del sector manufacturero cayó 12% entre octubre de 1997 y febrero de 1999. La inversión, golpeada tanto por el aumento de la tasa de interés como por el aumento en el nivel de incertidumbre respecto a la evolución futura de la economía brasileña, se estancó hasta el tercer trimestre de 1998, después del cual cayó fuertemente, alcanzando 11% en los siguientes cuatro trimestres.

Brasil firmó un acuerdo con el FMI en noviembre de 1998. El fondo devino en el líder de un conjunto de instituciones internacionales y multilaterales que concedieron un préstamo de US\$ 41.000 millones. Los primeros desembolsos, por US\$ 9.300 millones fueron realizados en los meses siguientes. El préstamo tranquilizó el mercado por un tiempo, pero hacia el final del año la situación se deterioró nuevamente. La continua pérdida de reservas generó un impasse para el gobierno. Después de un breve intento por enmendar el régimen cambiario existente, las autoridades optaron por permitir flotar el tipo de cambio.

II.2. Consolidando el nuevo régimen de política: 1999-2003

Un mes después de que la flotación fuera adoptada, el tipo de cambio se depreció un 93%, generando temor de que la alta inflación pudiera estar a la vuelta de la esquina. Para aliviar estos temores, el presidente del Banco Central negoció rápidamente un nuevo acuerdo con el FMI, e incrementó la tasa de interés de política del 37% al 45%. Los mercados financieros y cambiarios se calmaron progresivamente, y el tipo de cambio se estabilizó alrededor de los R\$ 1,83 por dólar (52% por encima del valor de diciembre de 1998).

Para consolidar el nuevo régimen de flotación cambiaria, fue necesario crear un entorno apropiado de política macroeconómica. Un elemento clave para sostener la arquitectura de política fue la adopción de un régimen monetario de *target de inflación*. Se le otorgó al CMN la responsabilidad de determinar la tasa de inflación objetivo para el período relevante, y el Banco Central debía manejar la tasa de interés

de política (conocida en Brasil como tasa SELIC) de manera de coordinar las expectativas inflacionarias del público. El tipo de cambio podía entonces flotar libremente para ajustar el balance de pagos. Una tercera pieza fue agregada a la arquitectura de política: una Ley de Responsabilidad Fiscal, designada para generar superávits fiscales y reducir el stock de deuda pública emitida.

El nuevo régimen de política funcionó sorprendentemente bien, alcanzando sus objetivos en un breve período de tiempo. No se tardó mucho para que la tasa de inflación alcanzara su objetivo. De esta manera, en 1999, a pesar de la magnitud del shock cambiario, la inflación se ubicó sólo un 0,9% por encima de la tasa objetivo del 8%. Además, el tipo de cambio se mantuvo razonablemente estable (en niveles compatibles con la competitividad externa de la economía brasileña) durante dos años, prácticamente sin intervención del Banco Central. Bajo estas condiciones, la tasa de interés se redujo a niveles que fueron considerablemente menores a los del pasado inmediato, aún cuando permaneció en niveles absolutos muy elevados, en especial cuando se toma en cuenta la tasa de interés *real*. Como resultado, los impactos de los cambios sobre la economía “real” fueron relativamente suaves. Mientras que la tasa de crecimiento fue en 1999 apenas del 0,3%, durante el año 2000 la economía creció al 4,3%.

La ocurrencia de nuevos shocks externos durante 2001 generados, en primer lugar, por la ruptura de la burbuja de los “punto com” en los Estados Unidos, en conjunción con los acontecimientos ocurridos en Argentina, y luego en 2002, por la crisis de confianza generadas por las expectativas del triunfo de Lula da Silva en las elecciones presidenciales, reveló que la vulnerabilidad, aunque atenuada, era aún elevada. El fantasma de la crisis cambiaria retornó para obsesionar a la economía brasileña, a pesar de las propiedades estabilizadoras del nuevo régimen. La crisis de balance de pagos tomó la forma de fuertes cambios en el tipo de cambio en lugar de la pérdida de reservas característica del período previo. En ambos casos, los instrumentos que las autoridades utilizaron para contener la crisis fue el mismo, el incremento en la tasa de interés, generando contracciones en el nivel de actividad.

De esta manera, el funcionamiento del nuevo régimen de política económica conllevaba un efecto perverso sobre la economía real. Como resultado, como puede verse en la tabla 1, el período se caracterizó por un bajo crecimiento.

Pero la incapacidad para reestablecer el crecimiento económico no fue el único problema con el nuevo régimen de política. Otras fragilidades fueron también importantes. Una de las deficiencias del régimen sólo se hizo visible con posterioridad: la estabilidad del tipo de cambio a un nivel favorable para las exportaciones fue el resultado de circunstancias especiales, más que un diseño de política. La confianza en que las variaciones en el tipo de cambio permiten siempre alcanzar un equilibrio sostenible del balance de pagos fue el resultado de prejuicios teóricos más que de una realidad empírica. Incluso si así fuera, ignora los potencialmente fuertes efectos negativos de la volatilidad del tipo de cambio sobre la economía real. Estos impactos serán analizados más adelante, en la sección 4.

II.3. Crecimiento virtuoso: Mitos y realidades 2004-2008

La administración Lula da Silva comenzó en enero de 2003. El nuevo gobierno, en un movimiento sorpresivo, mantuvo el mismo régimen de política creado bajo la presidencia de Cardoso. Las innovaciones fueron introducidas en política social y, hasta cierto punto, en la política industrial. Sin embargo, las políticas de manejo macroeconómico permanecieron sin cambios por un largo período.

Durante el primer semestre de 2003 el nuevo gobierno fue de hecho más conservador en sus políticas que la saliente administración de Cardoso. Las tasas de interés se incrementaron del 25% al 26,5% y el superávit fiscal objetivo se incrementó a 4,25% desde 3,75%. El efecto combinado de las turbulencias de 2002 y las políticas contractivas de 2003 condujeron a la economía brasileña a otra recesión en 2003. La situación comenzó a mejorar, sin embargo, ese mismo año. Se inició un nuevo ciclo de crecimiento que fue interrumpido sólo a fines de 2008 con la crisis internacional. Fue de hecho el ciclo de crecimiento más extenso en los últimos 30 años, con una duración de cinco años, alcanzando una tasa de crecimiento promedio del orden del 5%. Las expectativas, tanto domésticas como externas mejoraron lo suficiente como para generar un aumento en la tasa de inversión. En los cuatro trimestres anteriores a la quiebra de Lehman Brothers, la inversión creció a una tasa del 19,8%, mientras que el PBI lo hizo a una tasa del 6,8%.

La opinión entre los analistas brasileños se divide entre aquellos que creen que el crecimiento sostenido resultó de las reformas adoptadas a comienzos de 1999, y aquellos que argumentan que la verdadera causa de la prosperidad experimentada entre 2003 y 2008 fueron las condiciones externas excepcionalmente favorables. Como uno esperaría, ambas visiones son parcialmente correctas y parcialmente incorrectas.

El comportamiento de la economía internacional ciertamente contribuyó significativamente a la prosperidad de la economía brasileña durante el período. Muchas economías emergentes, en efecto, tuvieron una buena performance durante el período. Brasil, en particular, obtuvo importantes beneficios de la exportación de commodities durante los últimos años. Sin embargo, tal como se muestra en la tabla 2, ha habido una auténtica revolución en el balance de pagos de Brasil más allá del aumento del precio de los commodities, que se cree responde a la performance de la economía en el período. Entre 1998 y 2004 hubo un significativo aumento de las exportaciones, medidas en cantidades, más que de los precios, que devinieron en una importante pre-condición para sostener el crecimiento posterior. Fue entre 1998 y 2004 que la cuenta corriente pasó de un déficit equivalente a 4% del PBI a un superávit del 1,8%. Los términos de intercambio se tornaron favorables para Brasil más recientemente, cuando el saldo de cuenta corriente de estaba deteriorando.

La visión que atribuye la reactivación del crecimiento a las reformas de políticas es parcialmente correcta, dado que ignora que las mejoras en el balance de pagos se debieron más a factores circunstanciales, que mantuvieron el tipo de cambio en niveles competitivos. Cuando estos factores desaparecieron, como se muestra en la sección 4, más adelante, el tipo de cambio comenzó a apreciarse y nuevas vulnerabilidades emergieron.

Tabla 2Cambios en la cuenta corriente de Brasil y sus principales factores explicativos
(1998 - 2008)

| Período | Indices | | | | Volumen en % del PIB ¹ | |
|---------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|------------------------------|-----------------------------------|------------------|
| | Volumen de exportaciones | Volumen de importaciones | Términos de intercambio | Tipo de cambio real efectivo | Saldo comercial | Cuenta corriente |
| 1998 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | -0.8 | -4.0 |
| 2004 | 196.0 | 99.0 | 88.0 | 193.0 | 5.1 | 1.8 |
| 2007 | 234.0 | 148.0 | 95.0 | 130.0 | 3.0 | 0.1 |
| 2008 | 228 | 174 | 98 | 126 | 1.6 | -1.8 |
| 2009 | 204.0 | 145.0 | 96.0 | 124.2 | 1.6 | -1.5 |

¹ Las variables medidas en % del PIB están sujetas a la influencia de los cambios en el tipo de cambio sobre el valor del PIB en dólares.

Fuente: Banco Central de Brasil, IBGE, MDIC/SECEX

III. Políticas financieras y regulación

Se dice con frecuencia que el sistema financiero brasileño exhibe algunas características únicas cuando se lo compara con el resto de América Latina. La prolongada exposición a severa inestabilidad macroeconómica y alta inflación no causó la destrucción o desnacionalización de las instituciones financieras domésticas. De una u otra forma, los sólidos bancos domésticos, públicos y privados, sobrevivieron a la alta inflación debido a los efectos secundarios de iniciativas adoptadas por razones que poco tenían que ver con los problemas del sistema financiero. En particular, un paso decisivo para la subsistencia y fortaleza del sistema bancario doméstico fue la adopción de la indexación de los contratos en 1964. La indexación se introdujo para asegurar la existencia de un mercado para los títulos públicos, permitiendo así que los déficits fiscales, que se esperaban persistieran por algunos años, fueran financiados por medios no inflacionarios. Pero un resultado tan o más importante aún, fue que los títulos públicos indexados devinieron en una reserva de valor emitida domésticamente, alternativa al dólar, elección habitual en los países que experimentaron procesos inflacionarios. Dado que el acceso a los títulos públicos indexados se dio a través del sistema bancario, se evitó la dolarización, y los bancos no perdieron su participación en las transacciones financieras, como sucedió en gran parte de la región. Por el contrario, la posibilidad de cubrirse contra la inflación tomando posición en títulos indexados incrementó el mercado de servicios bancarios atrayendo clientes en busca de protección financiera. De hecho, las operaciones con deuda pública indexada devinieron en un elemento central de la rentabilidad de los bancos, tanto por cuenta de los clientes como por operaciones propias.

Una vez alcanzada la estabilidad de precios en 1994, los bancos sufrieron un shock negativo con la pérdida de las ganancias por inflación¹⁴⁰, pero finalmente el sistema se

140. IBGE/Andima (1997) estiman las pérdidas de los bancos a partir de la estabilización de los precios en 4 % del PBI.

mostró lo suficientemente fuerte como para sobrellevar esa pérdida. Inmediatamente después de la creación de la nueva moneda, los bancos, anticipando las pérdidas de los ingresos por inflación, comenzaron a cambiar sus actividades de inversión en pasivos públicos hacia la ampliación del crédito al sector privado. La oferta de crédito se incrementó significativamente durante el segundo semestre de 1994. Sin embargo, hacia fines de aquel año, el shock de la crisis mexicana (que también impactó en la economía argentina) golpeó a la economía de Brasil. A comienzos de 1995, con el objeto de frenar la creciente salida de capitales, el Banco Central aumentó significativamente su tasa de interés de política. Como resultado, los préstamos en mora se incrementaron rápidamente, tornando a algunos bancos insolventes, o casi insolventes.

El shock fue considerado lo suficientemente peligroso para llevar a las autoridades federales a intervenir, a través de un programa conocido como PROER. Básicamente consistió en facilitar, o de hecho alentar activamente la absorción de los bancos problemáticos por instituciones más sólidas (Cf. Carvalho, 1998). Los bancos problemáticos fueron separados en dos partes, una de las cuales debía mantener todos los activos tóxicos. Se ofrecieron beneficios fiscales a los compradores potenciales, con el objeto de promover la fusión con la otra parte, lo más rápidamente posible.

A pesar de las críticas, el PROER fue un programa muy exitoso, inspirado de hecho en el método de resolución de crisis desarrollado en Estados Unidos durante la crisis del Continental Illinois Bank en 1981. Beneficiados por el mismo, tres de los diez bancos privados más importantes del país fueron fusionados con otros bancos, sin causar demasiada conmoción o incertidumbre. Se evitó de esta manera la crisis bancaria de magnitud que se vislumbraba a comienzos de 1995.

Una crisis similar, en el mismo período, involucrando a los bancos públicos, fue también evitada. Los dos bancos públicos más grandes del país, propiedad del estado de San Pablo y Río de Janeiro, fueron intervenidos por el Banco Central hacia fines de 1994. Ambos fueron posteriormente privatizados. La propiedad de los bancos por parte de los estados federales ha sido un gran problema. Los gobiernos estatales utilizaron estos bancos para endeudarse, con el objeto de gastar más allá de los límites establecidos por la recaudación tributaria, forzando al Banco Central a crear fondos suficientes para mantener estos bancos a flote toda vez que los préstamos fueron incumplidos, lo que frecuentemente pasó. A los fines prácticos, las reservas bancarias eran determinadas endógenamente por los bancos públicos. Luego de la intervención de Banespa (el banco estatal de San Pablo) y el Banerj (el banco estatal de Río de Janeiro), un amplio programa de privatización fue llevado a cabo, terminando con este segmento en pocos años. Finalmente, los bancos federales, y particularmente el Banco do Brasil, el mayor banco del país, se encontró también en una situación delicada. En el caso del Banco do Brasil, su frágil posición se explicaba principalmente por la repetida concesión de préstamos a deudores favorecidos políticamente, particularmente en el sector agropecuario. Los deudores, principalmente grandes terratenientes, frecuentemente incumplían sus préstamos, pero se impedía al banco demandar el pago de forma más agresiva, debido al *lobby* que realizaba un grupo de terratenientes en el Congreso. A comienzos de 1995, el Banco do Brasil entró

técnicamente en quiebra. Su supervivencia fue garantizada a través de una inyección de capital de emergencia por parte del Tesoro Nacional, para cubrir su exceso de endeudamiento.

Otra iniciativa del período fue la creación, en agosto de 1995, del Fondo de Garantía de Crédito (Resolución del CMN 2197), para extender el seguro sobre un gran número de activos de las instituciones financieras. El Fondo actualmente garantiza estos activos hasta un valor de R\$ 60,000 por persona (identificado por su número personal de rentas internas). Sus recursos provienen de una contribución hecha por las instituciones financieras por un valor de 0.0125% de los saldos cubiertos por el seguro. Es en cierto grado difícil evaluar la contribución a la estabilidad financiera hecha por el CGF, dado que tiempo antes de la creación del Fondo, el Banco Central ha consistentemente e informalmente operado como un seguro de depósito. En todo caso, ninguna corrida bancaria tuvo lugar en el país, aún en tiempos difíciles como el stress de 1995 o la recesión de 2008, un testimonio de la confianza del público en general sobre la disposición del Banco Central a respaldar el sistema.

En el camino hacia la estabilización de precios hubo una gran preocupación por la capacidad del sistema bancario doméstico para sobrevivir la transición hacia una nueva situación macroeconómica. La regulación bancaria, que había impuesto estrictos límites a la libertad operativa de los bancos en el pasado, se suavizó desde finales de los años 1980s. En particular, la autorización para crear bancos universales en 1988 (bajo la denominación de bancos *múltiples*) marcó el final del modelo organizacional adoptado a mediados de los 1960s, caracterizado por un intento de reproducir el sistema financiero del tipo Glass/Steagel, con especialización funcional de las instituciones financieras. La remoción de este tipo de restricciones no generó un impacto significativo. Los conglomerados financieros ya poblaban el paisaje del sector hacia fines de los años 1980s y la adopción formal del modelo de banca universal en 1988 fue más bien el reconocimiento legal de una situación “de facto” que una iniciativa de reforma significativa. Por otro lado, algunas restricciones, principalmente en la entrada de instituciones bancarias extranjeras al sistema financiero local, se mantuvieron y continuaron vigentes (ver Carvalho, 2000: 149). Además, hacia fines de los 1980s, la dinámica de la economía brasileña fue completamente dominada por los intentos de los agentes privados y del gobierno para lidiar con la alta inflación. Para el sector bancario, la mejor opción para incrementar sus beneficios era incrementar la eficiencia en la operación del sistema de pagos (minimizando el tiempo entre las transacciones) junto con la inversión en títulos públicos. El gobierno federal, que enfrentaba grandes déficits fiscales (explicados principalmente por el denominado efecto Tanzi, consecuencia de tener ingresos erosionados más rápidamente por la inflación que los egresos), debía asegurarse un mercado para sus pasivos. No sólo los retornos se mantuvieron en niveles atractivos, sino que también los riesgos de liquidez y de mercado fueron prácticamente eliminados.

Como resultado, surgió la paradoja que se tornó típica de la operatoria del sistema bancario brasileño ya entrados los años 2000s: las instituciones bancarias fueron fortalecidas por la inflación, y no lo contrario, como sucedió en otros países afectados por la alta inflación; el progreso técnico, particularmente en los servicios de pagos, y no sólo la búsqueda de rentas explica el fortalecimiento de estos bancos; la provisión

de crédito a los consumidores privados y a las firmas, sin embargo, nunca fueron una prioridad, de manera que, desde la perspectiva del mercado de crédito, los bancos brasileños permanecieron profundamente ineficientes a lo largo del período.

El Plan Real trajo consigo la perspectiva de una evolución hacia una economía más “normal”. Se esperaba que la desaparición de la inflación disipara el efecto Tanzi. La reducción de los déficits fiscales, en un contexto de estabilidad de precios, señalaba la necesidad de que los bancos buscaran nuevas posibilidades para prestarles a deudores privados. Si bien la expansión de los préstamos privados era sin duda deseada, este cambio en las prioridades del banco sin duda afectaría a la solidez de las instituciones bancarias, exponiéndolas a riesgos prácticamente desconocidos hasta entonces. La regulación financiera, y particularmente la regulación prudencial, debió asumir una importancia mayor de la que había tenido en el pasado reciente. Los eventos de 1995 y 1996, mencionados anteriormente, sólo confirmaron aquellas expectativas.

La estabilidad financiera pudo ser testada nuevamente durante la crisis de balance de pagos de 1998, 2002 y, con particular fuerza, en 2008, cuando Brasil sufrió el efecto contagio de la crisis internacional acontecida el año anterior en los Estados Unidos. En todos estos episodios, los daños al sistema financiero fueron contenidos antes que se generaran heridas profundas. La crisis de 2008, en particular, tuvo sólo un impacto limitado sobre el sistema bancario doméstico, que no se encontraba expuesto al riesgo de las hipotecas subprime, en contraste con los bancos en Europa y Asia. Los inversores externos en el sistema financiero local, particularmente en el mercado de acciones, estaban sensibilizados por los eventos acontecidos en los Estados Unidos. Estos inversores vendieron sus portafolios para repatriar los capitales, generando una fuerte caída en el precio de los activos y un rápido aumento del tipo de cambio nominal. Además, las grandes firmas que habían realizado operaciones de derivados apostando por la continua apreciación del real experimentaron fuertes pérdidas cuando el tipo de cambio se incrementó. Estos desarrollos, dado el entorno de crisis general, aumentaron el nivel de incertidumbre en la economía brasileña, e intensificó la preferencia por liquidez. El crédito bancario se contrajo y aún los mercados tradicionalmente seguros, como el mercado de reservas interbancarias, disminuyeron su actividad.

La reacción de las autoridades de gobierno fue rápida. Entre septiembre y octubre de 2008 el Banco Central liberó reservas requeridas de los bancos a través de numerosos canales, incluyendo la compra de carteras de préstamos en situación irregular mantenidas en los bancos, para mejorar la calidad de sus activos. Al mismo tiempo, el gobierno federal ordenó a los tres bancos bajo su control, el Banco de Brasil, el Banco Nacional de Ahorros (CEF) y el Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) emprender una activa política de expansión del crédito para contrarrestar la contracción observada en el otorgamiento por parte de los bancos privados y el colapso del mercado local de activos (resultante de la salida de los inversores externos). Estas medidas, junto con otras formas de intervención, devinieron en instrumentos para reactivar la economía en un período relativamente corto de tiempo. Hacia mediados de 2009, los mercados financieros se encontraban trabajando a su ritmo normal.

III.1. Regulación prudencial en el sistema bancario

El 17 de agosto de 1994, los principales reguladores financieros de Brasil y el Consejo Monetario Nacional (CMN) adoptaron la disposición central propuesta en el acuerdo de Basilea de 1988. Se les permitió a los bancos domésticos disponer de cuatro años para adaptarse a las nuevas reglas, que instituían coeficientes de capitales mínimos a calcularse respecto a las ponderaciones por riesgo de sus activos. Tradicionalmente, los reguladores financieros en Brasil han requerido a los bancos mantener niveles mínimos *absolutos* de capital, dependiendo de la naturaleza de la institución, su ubicación geográfica, etc. Lo novedoso del acuerdo de Basilea es hacer variables los coeficientes de capital, de acuerdo con los grados de exposición al riesgo de los activos en cartera de los bancos.

Al igual que en el texto original del acuerdo de 1988, la Resolución 2099 del CMN definió cuatro “tramos” de riesgo, con ponderadores 0%, 20%, 50% y 100%. De esta manera, a los títulos de deuda pública, por ejemplo, se les asignó una ponderación de riesgo cero. Los préstamos a las firmas privadas tenían, por el contrario, una asignación del riesgo del 100%. También definió qué podía considerarse capital en los niveles uno y dos, además obviamente de las acciones. Este conjunto de ítems fue utilizado para establecer el valor del *patrimonio neto de referencia*, que debía ser al menos igual al *patrimonio neto requerido*, calculado utilizando los ponderadores de riesgo.

Tal como fuera propuesto en el texto original del Acuerdo, el coeficiente regulatorio de capital se fijaba en 8%. Algunos años después de la firma del Acuerdo, sin embargo, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria sugirió que los países en desarrollo debían adoptar coeficientes de capitales mínimos más elevados, dado que se asumía un riesgo financiero más elevado en aquellos países. En consecuencia, el Banco Central de Brasil incrementó el coeficiente de capitales mínimos al 11% a fines de 1990s.

Por regla general, los reguladores financieros domésticos, y particularmente el CMN, trató de seguir las propuestas originadas en el Comité de Basilea y en las instituciones similares, tales como, por ejemplo, IOSCO (International Organization of Securities and Exchange Commissions), para el caso de la regulación del mercado de valores. En 1997, el Comité de Basilea emitió los *Principios Fundamentales para una Efectiva Supervisión Bancaria*¹⁴¹, estableciendo algunos criterios generales para orientar la regulación bancaria, que van desde el establecimiento de procedimientos de concesión de licencias y estructura de los bancos hasta el tratamiento de los bancos internacionales. Debe notarse que la adhesión a tales Principios no era una potestad plena de los reguladores nacionales. Las presiones de mercado, para el caso de las economías emergentes, como así también la insistencia por parte de las instituciones multilaterales, tales como el FMI y el Banco Mundial, fueron cruciales para la rápida transformación del Acuerdo de Basilea de 1988 desde un documento de interés restringido a los reguladores del G10 encargados de su diseño, hacia el reglamento incuestionable en el que se convirtió hacia fines de 1990s¹⁴².

141. Conocidos como los Principios Fundamentales de Basilea.

142. El principal instrumento para presionar a los países en desarrollo a aceptar Basilea I fue el programa de Estándares y Códigos (S&C por su acrónimo en inglés) seguido tanto por el FMI

Brasil no fue ciertamente la excepción en la carrera a la adhesión de los Principios de Basilea, aun cuando sus reguladores no tenían voz ni llegada en la formulación de las reglas de 1988¹⁴³. Como era de esperar, las normas se adaptaron en alguna medida a las realidades locales. En particular, debe notarse que al momento de adoptar la Enmienda de 1996 al Acuerdo de 1998 con el objeto de extender el cálculo de los coeficientes de capital incorporando el riesgo de mercado en Brasil, la posibilidad de utilizar modelos domésticos para calcular el Valor a Riesgo (VaR) de una institución, propuesto por el Comité de Basilea, no era aceptada por los reguladores brasileños. Como regla general, los reguladores brasileños parecían dar prioridad a la modernización y formalización de estructuras de la administración de riesgos en las empresas bancarias. Los Principios Fundamentales de Basilea devinieron, en consecuencia, en un documento central para orientar la estrategia regulatoria del Banco Central desde fines de 1990s. Nuevos instrumentos fueron introducidos, tales como la deuda subordinada, para formar parte del segundo tramo del coeficiente de capital. Los descortes de moneda y de tasa de interés en los libros bancarios recibieron especial atención por parte de los supervisores locales, como así también los contratos de swap y otros derivados. Con el objeto de obtener un tratamiento uniforme de los cambios de valuación en los portafolios de activos en poder o en propiedad de los bancos, se emprendieron significativas iniciativas contables. El rol de las auditorías internas fue formalizado, y se establecieron rutinas para la transmisión de información desde los bancos a los supervisores financieros.

Todas estas medidas fueron implementadas sin causar ningún problema visible ni provocando una resistencia significativa por parte de la industria. De hecho, la mayoría de los bancos han mantenido coeficientes de capital efectivos significativamente mayores a los niveles requeridos establecidos por el CMN. Es necesario ser cauteloso, sin embargo, en la interpretación de este hecho. La participación mayoritaria de la deuda pública en los activos de las hojas de balance de los bancos, dado su ponderador de riesgo cero para el cumplimiento de las reglas de Basilea, implicaba que la mayor parte de los activos de los bancos eran ignorados para el cómputo de los requerimientos de capitales mínimos. Se podría argumentar que esto debería de hecho ser así, dado que el riesgo de crédito es de hecho igual a cero en el caso de la deuda pública denominada en moneda local. Al mismo tiempo, las prácticas del Banco Central han implicado tradicionalmente que los riesgos de mercado y liquidez en el caso de la deuda pública son igualmente nulos. Sin embargo, uno no puede olvidarse que, desde el punto de vista de la salud bancaria, esto puede resultar en una posición poco satisfactoria, dado que expone a los bancos a otra categoría de riesgo a la que podemos referirnos genéricamente como de riesgo político. Sin bien expost, no ha sido el caso, uno no puede excluir la posibilidad de cambios en las reglas de juego en el

como por el Banco Mundial. En el programa de S&C, la adhesión a Basilea I fue el principal criterio para establecer la calidad de la regulación financiera nacional. Para información sobre el programa S&C ver <http://www.imf.org/external/standards>.

143. El déficit democrático en la *governance* de las instituciones internacionales y multilaterales que fijan la regulación financiera es el objeto del proyecto llevado adelante por Ibase, bajo el financiamiento de la Fundación Ford. Para más información ver www.democracyandfinance.org.br.

mercado de deuda pública motivados políticamente, como ocurrió, por ejemplo, durante el Plan Collor de estabilización en 1990. En aquella ocasión, las operaciones en este mercado (y de hecho en muchos otros) se vieron fuertemente afectadas durante 18 meses. Aunque se podría señalar que fueron creadas salvaguardas contra una repetición de tales eventos, es imposible excluir a-priori otros intentos de intervención política en el mercado de deuda pública.

Sea como fuere, la adopción de los Principios Fundamentales de Basilea, hasta aquí, no parecen haber afectado adversamente la rentabilidad de los bancos o su estrategia operativa. La situación pudo cambiar con el nuevo intento de expandir el crédito a los deudores privados, tal como sucedió entre 2006 y 2008. En 2009, la expansión del crédito se reanudó, y al momento de escribirse este trabajo (noviembre de 2010), continuaba creciendo.

III.2. De Basilea II en adelante

En junio de 2004, el Comité de Basilea publicó el texto del nuevo Acuerdo, que había estado en negociación por varios años. El Banco Central de Brasil no perdió tiempo en adherir a las nuevas reglas, emitiendo un comunicado (el número 12746 del 9 de diciembre de 2004) estableciendo un cronograma para la ampliación de las regulaciones prudenciales para incorporar al modelo de Basilea II. Desde entonces, el banco central ha estado periódicamente emitiendo instrucciones para orientar la adopción de este modelo y haciendo las modificaciones correspondientes a las condiciones locales. Se anunció, por ejemplo, que el enfoque estandarizado para el cómputo del riesgo de crédito no se basaría, como proponía el comité de Basilea, sobre los ratings establecidos por las agencias especializadas. Dado que la cobertura de los préstamos por las agencias de calificación es muy limitada en el país, el Banco Central decidió emitir él mismo una nueva tabla de ponderadores de riesgo, definidos con más detalle que los cuatro tramos de clasificación de Basilea I.¹⁴⁴ Por otro lado, se le dedicó particular atención al riesgo operativo, generando algunas quejas de los bancos respecto a que las demandas del Banco Central podrían tornarlo muy elevado. Hasta aquí, el Banco Central no parece haberse visto influido por estas quejas. Se espera que el proceso de adopción de Basilea II se complete en 2011. Sin embargo, aproximadamente a mitad de camino de este proceso, la crisis financiera internacional dio lugar a nuevas demandas regulatorias. El Comité de Basilea comenzó en 2009 a trabajar sobre cambios de amplio rango en Basilea II, un proceso básicamente completado en octubre de 2010, cuando los gobernadores del Comité aprobaron un nuevo conjunto de propuestas, conocidas como Basilea III¹⁴⁵.

144. El mismo método parece haber sido aceptado por los reguladores federales en los Estados Unidos, quienes rechazaron el uso de los ratings externos a favor de emitir una nueva tabla de ponderadores. Ver <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20080626b.htm>.

145. Se espera la emisión de un documento final de Basilea III por los líderes del G20 en el encuentro de Seúl de Noviembre de 2010.

No del todo relevante para la regulación financiera de Brasil, pero aun así importantes, son las reformas financieras enviadas al Congreso y firmadas por el Presidente Obama en Julio de 2010, y las iniciativas en debate en la Unión Europea. Aunque carecen del respaldo de una entidad internacional como el Comité de Basilea, estas iniciativas indican cambios que pueden ser exigidos en un futuro, en el caso que Estados Unidos y/o la Unión Europea decidan presionar por la restauración de un “campo de juego nivelado” en la actual globalización de los mercados financieros.

La regulación de Basilea III de alguna manera será implementada en Brasil, a pesar de las protestas por parte del presidente del Banco Central, respecto a que la supervisión financiera en el país ya es lo suficientemente estricta. Su principal argumento es la relativamente suave performance del sistema bancario brasilero durante la crisis, en contraste con lo sucedido en los Estados Unidos y en la Unión Europea. Sin embargo, como uno de los nuevos miembros admitidos en el Comité como resultado de la crisis, los reguladores locales estarán sujetos a intensas presiones para adoptar las nuevas reglas.

Los principales elementos de Basilea III son los siguientes: (i) un incremento general en los coeficientes de capital requeridos, particularmente en relación con la exposición de los activos al riesgo de crédito y al riesgo de mercado, como es el caso de los activos titulizados y re-titulizados; (ii) la creación de un ratio de apalancamiento, buscando limitarlo independientemente del riesgo asociado a tipos particulares de activos; (iii) la creación de requisitos de liquidez, tanto para la liquidez de mercado como de fondeo; (iv) creación de coeficientes de requerimientos de capital adicionales que cumplan el rol de buffers contra variaciones cíclicas e incrementos en el riesgo sistémico; (v) estrechar los ítems a ser considerados como capital con fines regulatorios, enfocando las exigencias regulatorias sobre el capital *core tier 1*, es decir, esencialmente capital y reservas; y (vi) exigir que los derivados sean registrados e intercambiados en cámaras de compensación, reduciendo la opacidad de las operaciones *over-the-counter*¹⁴⁶.

De igual forma que con Basilea I y II, estos nuevos requerimientos deben ser vistos como un *piso*. Los países individualmente son fuertemente estimulados a construir a partir de estas iniciativas para lograr nuevas exigencias que puedan mejorar la estabilidad de los sistemas bancarios domésticos. Estados Unidos también anunció su intención de hacer esto mismo. De hecho, Suiza anunció que sus requisitos de capital van más allá que los sugeridos por el Comité. En efecto, el trabajo del Comité todavía no se ha completado. Desde el comienzo de la crisis, muchos reguladores y otras autoridades han estado insistiendo en definir exigencias más duras sobre las instituciones consideradas *sistémicamente importantes*, esto es, capaces de generar crisis sistémicas. Estas instituciones serán el objeto de exigencias adicionales, inaugurando lo que algunos analistas denominan la regulación *macroprudencial*, en oposición a la tradicional regulación *microprudencial*.¹⁴⁷ Esto último descansa en el principio de que bancos individualmente sanos componen sistemas financieros sanos. La regulación macroprudencial podría considerar las interrelaciones entre instituciones

146. Los documentos que contienen las propuestas son: BCBS (2009a), (2009b), (2009c), (2009d), (2010a), (2010b) y (2010c).

147. Ver, entre otros, Brunnermeier et al. (2009).

y los canales a través de los cuales la crisis de una institución específica o un mercado se expande a través del sistema financiero, llevando al colapso financiero.

El obstáculo más importante para la creación de un cuerpo de regulación macroprudencial ha sido la dificultad de definir el significado de *sistémicamente importante*. Para algunos, es una cuestión de tamaño, de manera que el problema de la crisis sistémica es el mismo que el problema de riesgo moral involucrado en el debate del denominado *too-big-to fail*. Pero muchos otros analistas consideran a este enfoque como muy acotado y simplista. Ciertos bancos como Bear Sterns o Lehman Brothers podrían difícilmente ser juzgados *too-big-to fail*. La importancia sistémica puede estar relacionada con otros factores, tales como, por ejemplo, el grado de interrelaciones con otras instituciones. Alternativamente, se puede argumentar que cualquier institución financiera puede desencadenar una crisis sistémica siempre que su quiebra deteriore de manera significativa la confianza del público. El comité de Basilea ha pospuesto el anuncio de medidas específicas para lidiar con instituciones, mercados o instrumentos sistémicos hasta que se pueda obtener una definición apropiada para ser utilizada.

¿Qué implica Basilea III para el sistema bancario de Brasil? Hasta aquí, el Banco Central de Brasil ha negado que el cumplimiento de Basilea III cause algún problema. Se argumenta que los coeficientes de capital implementados actualmente en el país ya están muy por encima de los que se proponen, de manera que no sería necesario ningún endurecimiento de los requerimientos. Además, algunos de los problemas que el Comité está descubriendo tardíamente ya han sido monitoreados por el Banco Central, como por ejemplo, el riesgo de liquidez. La titulización es todavía incipiente y la re-titulización es aún más limitada, de manera que no será particularmente difícil contener el crecimiento de estas prácticas e imponer medidas de seguridad efectivas.

Un punto interesante que parece haber sido ignorado por el Comité en su trabajo de revisión de reglas fue el supuesto compartido por sus participantes de que los países emergentes y en desarrollo deberían imponer mayores demandas sobre sus sistemas bancarios debido a que fueron asumidos inherentemente más riesgosos que aquellos de los países desarrollados. La crisis financiera ha mostrado la obvia falsedad de aquella suposición, aunque no puede ser tomada como evidencia de lo opuesto, es decir, que los sistemas financieros en las economías en desarrollo son en efecto más seguros que aquellos en de las economías desarrolladas. Lo que la evidencia sugiere es que en la práctica, la regulación puede resultar mucho más laxa que lo que aparece en los papeles, y que la sofisticación en los sistemas financieros puede ser muchas veces un arma de doble filo, particularmente cuando los supervisores financieros son complacientes. Bajo tales circunstancias, no es de esperar (o aceptar, probablemente) que las economías emergentes y en desarrollo debieran automáticamente imponer mayores coeficientes de capital o requerimientos adicionales que las economías avanzadas. En efecto, debido a su importancia sistémica en la economía mundial, son las economías avanzadas las que deberían adoptar estándares más estrictos. Esta es una consecuencia inevitable de la nueva preocupación respecto a los elementos sistémicos de las crisis financieras.

En resumen, no se puede negar el esfuerzo del Banco Central y del CMN para modernizar la regulación prudencial de los bancos, y para mejorar la eficiencia de sus

esfuerzos de supervisión. Es debatible si las reglas de Basilea son realmente la mejor estrategia para promover la estabilidad sistémica, cuando la crisis internacional iniciada en 2007 ha reforzado las críticas hacia Basilea II, que podrían extenderse a Basilea III. En cualquier circunstancia, el Banco Central, como el principal supervisor del sistema bancario, ha estado muy atento en lo que se refiere a la frontera en las tecnologías de supervisión. Por otro lado, no se puede descartar fácilmente la hipótesis de que la solidez demostrada por el sistema bancario doméstico en la reciente crisis tiene mucho que ver con la baja exposición a los deudores privados y no sólo con la eficiencia de las prácticas de manejo de riesgo y precautorias llevadas a cabo por el supervisor. Será necesario esperar hasta que se consolide en el sistema bancario de Brasil un perfil de financiamiento más “normal”, que le de un respaldo más amplio a los deudores privados, antes de realizar un juicio menos preliminar sobre el rol y la eficacia de las regulaciones prudenciales domésticas.

III.3. Regulación en los mercados de valores

En línea con el enfoque general aceptado universalmente al menos hasta el episodio de LTCM de 1998, la regulación del mercado de valores de Brasil no estaba enfocada a contener el riesgo sistémico, sino a proteger la integridad del mercado. Tradicionalmente, no se suponía la presencia de riesgo sistémico en las actividades financieras con excepción del sistema bancario. Por lo tanto, la regulación debía estar dirigida a la preservación y la mejora de los mercados de valores existentes, promoviendo la transparencia, la responsabilidad y el control, y con suerte, eliminando la manipulación del mercado y los conflictos de intereses.

Esta percepción comenzó a cambiar con la crisis de LTCM, pero aún entonces no estaba claro si el riesgo sistémico estaba enraizado en el posible colapso de los mercados de valores alrededor del mundo o en el hecho que los bancos hubieran financiado las operaciones LTCM y pudieran perder mucho dinero si una crisis generalizada no pudiera ser evitada¹⁴⁸. Actualmente, ha surgido una activa línea de investigación que estudia cómo el riesgo sistémico similar a aquel creado por la parálisis del sistema bancario puede generarse como resultado del colapso de los mercados de valores¹⁴⁹.

La regulación y supervisión del mercado de valores en Brasil siguió el modelo tradicional, sin tener en cuenta las preocupaciones sistémicas e invirtiendo en la creación de reglas y procedimientos orientadas a proteger la integridad de los mercados. El principal objetivo de los reguladores en las últimas dos décadas ha sido indudablemente atraer nuevos inversores al mercado de valores local, particularmente al mercado de valores privados. Tan pronto como los riesgos excesivamente altos asociados con la alta inflación, que caracterizó a la economía de Brasil hasta mediados de los 90s se atenuaron significativamente, la preocupación respecto al desarrollo del segmento privado del mercado de valores se tornó fundamental. Un supuesto

148. CGFS (1999) es un debate pionero y muy interesante sobre la posibilidad de generación de crisis sistémicas en los mercados de valores.

149. Ver por ejemplo, Brunnermeiner et al. (2009), Carvalho (2009).

fundamental detrás de las estrategias adoptadas por los reguladores pareció ser que los inversores domésticos tenían que ser atraídos nuevamente a los mercados de valores privados. Habían sido “incinerados” por la burbuja del mercado accionario en 1971, que causó la contracción del mercado por un largo período, y no retornarían voluntariamente. La aceleración de la inflación hacia finales de los 70s y comienzos de los 80s había aumentado la apuesta aún más, tornando al mercado de valores muy poco atractivo para cualquiera que no sea amante del riesgo. Con respecto al mercado de acciones, el desafío de los reguladores fue recuperar la confianza de los inversores¹⁵⁰.

Un atajo hacia la revitalización del mercado de acciones locales fue la apertura de este segmento a los inversores locales. Se esperaba que la mayor liquidez del mercado y el incremento de los precios impulsados por las inversiones externas pudiera aumentar suficientemente la atención de los inversores domésticos para hacerlos retornar. Por otro lado, los inversores extranjeros tendieron a ser mucho más exigentes que los inversores locales. Se debieron adoptar reglas para garantizar el derecho de los inversores minoritarios y para mejorar el gobierno corporativo. Las firmas brasileñas, aun algunas de las más grandes, eran en su mayoría familiares, de manera que sus intereses prioritarios se garantizaban por la exclusiva emisión de acciones preferenciales, que no permitían a los tenedores votar y tener influencia en el manejo de la firma. En consecuencia, se hicieron arreglos para crear el Nuevo Mercado, en el mercado accionario de San Pablo, que es el principal mercado accionario del país, para atender las demandas de los inversores más discriminados.

El proceso de privatizaciones de los 90s le dio un fuerte impulso al alza a las cotizaciones del mercado de valores. Pero las reformas regulatorias fueron también muy importantes. Entre las principales iniciativas se debe mencionar la ley de Derecho Corporativo (Ley 10.303/01). Esta ley salvaguarda los derechos de los accionistas minoritarios garantizando que no sufrirán pérdidas indebidas en caso que la firma sea fusionada o adquirida. La representación de los accionistas minoritarios en los consejos de administración fue también asegurada por esta ley. Particularmente notable fue la reclasificación de lo que antes se definía como delitos menores, tales como la manipulación de mercado y el uso de información privilegiada, como crímenes, con condena a cárcel para los perpetradores.

Más recientemente, los reguladores también pensaron incrementar la seguridad del mercado implementando dispositivos que actúen de interruptores en los mercados de acciones, como así también instruir en la supervisión para prestar atención a señales de exceso de concentración en los mercados de futuros, a la oferta de servicios de custodia y liquidación, y al riesgo en general.

También se concedieron incentivos fiscales, en la forma de excepciones de impuestos indirectos tales como el (ya inexistente) CPMF sobre las transacciones en el mercado

150. Una excelente discusión sobre las medidas tomadas para reactivar el mercado de valores local, incluyendo la creación de una versión local de la SEC (conocida como CVM) se encuentra en Sarno (2006).

de acciones, una excepción que posteriormente se extendió a todas las transacciones financieras en general.

Estas medidas (y muchas otras de menor impacto) fueron muy importantes para sostener la reactivación del mercado de valores. Sin embargo, ciertamente la decisión más fatídica fue tomada hacia fines de la década de 1980. En 1987, el CMN permitió a los inversores extranjeros participar en los mercados financieros domésticos a través de la creación de instituciones con fines específicos. Algunos años más tarde, en 1991, el privilegio fue extendido a inversores extranjeros individuales, sin la necesidad de crear un vehículo con propósitos especiales, como fuera establecido en 1987¹⁵¹. Esto fue válido para los mercados primarios y secundarios, tanto de acciones como de títulos.

Como se verá en la próxima sección, el impacto de estas decisiones fue abrumador, principalmente en la bolsa de valores. A medida que avanzó el tiempo, la dinámica de los mercados de valores de Brasil se vio cada vez más dominada por la magnitud y la dirección de los flujos externos de capitales.

Pasemos ahora a los títulos de deuda. Los mercados de deuda también se beneficiaron de algunos de los cambios regulatorios enumerados anteriormente, pero se podría argumentar que el principal obstáculo para el desarrollo de un mercado de títulos de deuda privados ha sido la consolidación de un mercado de títulos de deuda pública sobredimensionado, el cual, a su vez, se explica no sólo por el valor intrínseco de este último, sino por las ventajas que se les dio, como ya se ha mencionado, a los inversores en estos activos.

Los mercados de deuda privado fueron doblemente comprimidos a partir del período de alta inflación. Primero, la alta inflación mantuvo las tasas de interés demasiado altas como para atraer deudores privados, que tenían una mejor alternativa, en caso de ser lo suficientemente grande, de endeudarse en los mercados internacionales. En caso de no serlo, debían recurrir a fuentes informales, tales como créditos personales para empresarios o directamente a financistas. Generalmente, los empresarios decidían reducir el uso de las fuentes de endeudamiento al mínimo. La única fuente local de financiamiento significativa fue el Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), que, sin embargo, tuvo que racionar sus recursos dado el exceso de demanda de crédito.

Las tasas de interés permanecieron altas aún con posterioridad a que fuera alcanzada la estabilidad de precios. Entre 1995 y 1999 se aplicó en el país una especie de régimen cambiario de crawling peg. Bajo una avanzada liberalización de la cuenta capital, es sabido que tal régimen cambiario establece un piso alto a las tasas de interés domésticas. Dadas las percepciones de riesgo y las expectativas de variación del tipo de cambio, las tasas de interés domésticas deben establecerse en un nivel que dejen indiferentes a los inversores externos entre las colocaciones en el país y en el exterior. Las percepciones de riesgo sobre el futuro inmediato de la economía brasileña

151. Este permiso fue garantizado adicionando un nuevo anexo al documento original de 1987, la resolución 1289 de CMN. La nueva resolución, denominada 1832 incorporaba el anexo IV, listando las categorías permitidas de inversión. En la jerga de los mercados brasileños, esta modificación se conoce como el Anexo IV.

tendieron a ser muy negativas en aquel período, causando que las tasas de interés locales se establecieran a niveles muy altos. Con posterioridad a 1999, esta restricción fue en cierta manera relajada por la adopción de tasas flotantes, pero otros factores contribuyeron a mantener las tasas de interés generalmente altas, tornando a la colocación de títulos de deuda privada en un recurso financiero menos atractivo para las empresas. El cuadro fue cambiando lentamente en la segunda mitad de los años 2000s, pero este también fue interrumpido por la recesión de 2008. Nuevamente, en 2010 la tasa de interés pareció retomar lentamente su sendero pre-crisis, gracias a la cautelosa política monetaria llevada a cabo por el Banco Central.

Sin embargo, tal como se ha mencionado anteriormente, los títulos públicos ofrecían más que altas tasas de interés. También ofrecían cobertura frente a los cambios de tipos de interés, tipos de cambio y, algo que se convirtió en un atractivo menor, la inflación en los precios. Por último, la creencia generalizada de que el Banco Central siempre se movería para evitar la congestión del mercado de deuda pública, por cualquier medio necesario, determinando un muy bajo, prácticamente nulo, riesgo de liquidez.

Las tasas de interés finalmente comenzaron a bajar, aunque muy lentamente, a fines de los 2000s. La caída en las tasas de interés indujo un crecimiento explosivo de los mercados de títulos de deuda, especialmente de los *debentures*. Los *debentures* son un instrumento preferido debido a su flexibilidad, cambiando sus términos casi automáticamente cuando tiene lugar algún evento considerado en el contrato. En una situación en la que los inversores y los deudores parecieran estar inseguros respecto de la solidez de la estabilidad macroeconómica, los *debentures* pueden ser mucho más atractivos que los bonos o las notas.

Como sucedió con el mercado de acciones, los mercados de títulos públicos también fueron sometidos a una mejor regulación en relación con aspectos de la gobernanza y la prevención de la manipulación del mercado, para proteger a los inversores y, por lo tanto, proteger la integridad de estos mercados emergentes.

También muy importante, aunque todavía está en sus primeros pasos, es el impulso a la titulización que se ha dado en la década de 2000. La titulización tuvo sus comienzos en sectores tales como cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, de manera similar a lo ocurrido en otros lugares donde se introdujo esta innovación. Algunas otras actividades en las que los ingresos se pueden predecir con certeza razonable también atrajeron la atención de los participantes en el mercado. En particular, la financiación de vivienda se ha visto impulsada por la titulización, sin someter al sistema financiero a riesgos como los relacionados con la crisis subprime en Estados Unidos. A diferencia de los Estados Unidos, el mercado de hipotecas de alto riesgo en Brasil se encuentra en manos de instituciones públicas, y no depende de la financiación de entidades privadas.

Algunas de las reformas referentes a la titulización que están siendo introducidas, no representan justamente un estímulo para el mercado de títulos. Uno de los instrumentos más importantes creados hasta aquí, el Fondo de Inversión en Derechos de Crédito, es una fuente de financiación para las firmas que pueden anticipar ingresos de ciertas operaciones, pero la participación en este tipo de fondos se obtiene por la

compra de cuotas, no de títulos, y no ha emergido todavía un mercado secundario para este tipo de cuotas. Puede convertirse en el embrión de un futuro mercado de valores negociables basados en activos, pero, por el momento, no lo es.

III.4. El sistema financiero y el financiamiento del gasto privado en Brasil

El sistema financiero de Brasil se encuentra dominado por bancos, no sólo debido a que el crédito bancario es el principal canal de financiamiento en el país, sino también porque los conglomerados dirigidos por instituciones bancarias controlan prácticamente cada segmento del mercado financiero. En junio de 2010, entre los diez mayores grupos bancarios que operan en el país, uno podría encontrar dos instituciones propiedad del Gobierno Federal (que ocupan posiciones 1 y 5), un banco privado con 50 % propiedad del Banco do Brasil (en la posición 7) cuatro bancos privados nacionales (en las posiciones 2, 3, 8 y 10) y tres grupos extranjeros (posiciones 4, 6 y 9). Cada uno de los tres bancos más grandes, el Banco do Brasil, Itaú y Bradesco, es más de diez veces mayor que el décimo banco, Banrisul, medido en función de sus activos totales.¹⁵²

En total, 2.339 instituciones estaban autorizadas a operar en diciembre de 2009, de los cuales 139 eran bancos universales, 16 eran bancos de inversión y 4 los bancos de desarrollo.¹⁵³

Como sucedió en otros países bajo condiciones similares, el largo período de alta inflación experimentado por Brasil distorsionó su desarrollo financiero de múltiples formas. Ya hemos señalado que una característica particular del sistema bancario de Brasil fue que las instituciones financieras no sólo sobrevivieron la alta inflación sino que en efecto, crecieron durante ese período. La indexación sostuvo su viabilidad, mientras que los ingresos por inflación los hizo rentables. Sin embargo, retener recursos financieros también requirió responder adecuadamente a los requerimientos cada vez más urgentes de los clientes en aquel momento: evitar a toda costa las tenencias de saldos monetarios ociosos. En consecuencia, los bancos brasileños invirtieron fuertemente en el desarrollo de sistemas de pagos avanzados, que podían ofrecer a los clientes la agilidad demandada. Además, la creación de instrumentos de transacción que por lo menos pudieran atenuar la corrosión inflacionaria, se convirtió en una herramienta competitiva de gran alcance.

A pesar de su eficiencia en la gestión de pagos, el sistema bancario no fue capaz de mantener una oferta de crédito a los prestatarios privados, que pudieran mínimamente adecuarse a sus necesidades. Las tasas de interés eran demasiado altas, y los vencimientos de los préstamos demasiado cortos. Las grandes empresas pudieron obtener créditos y préstamos bancarios en los mercados externos, particularmente con posterioridad a que la crisis de la deuda de comienzos de los años 80s fuera

152. Los datos sobre los diez principales bancos corresponde a <http://www4.bcb.gov.br/top50/port/ArquivoZip.asp> consultado el 5 de noviembre de 2010. La lista ya no incluye, como en el pasado, al Banco Nacional de Desarrollo (BNDES).

153. http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/r200912/T1ES_Quadro%201%20-%20Quantitativo%20de%20instituições%20autorizadas%20a%20funcionar.pdf

finalmente resuelta a comienzo de los años 90s. Los pequeños y medianos empresarios tuvieron que contentarse con la acumulación de beneficios, la búsqueda de fuentes informales de crédito, tales como los prestamistas, o utilizar descubiertos sobre sus cuentas bancarias personales (a tasas de interés excesivamente elevadas). Un único banco que prestaba a las firmas sobrevivió, el BNDES, pero con recursos insuficientes para atender a toda la demanda. De esta manera, los ratios de crédito al sector privado sobre PIB fueron muy bajos, y aun así, probablemente sobrestimaban el rol que tenía el sistema financiero para sostener la actividad económica. El único deudor relevante con acceso permanente a los recursos financieros fue, en efecto, el gobierno.

Una vez que la alta inflación había terminado, muchos intentos fallidos caracterizaron la evolución subsiguiente del crédito. Los bancos empezaron a otorgar crédito al sector privado de manera creciente justo después de la reforma monetaria de 1994. Por un largo período, la percepción dominante en el sector era que el financiamiento al gobierno pronto devendría en un negocio declinante. En esta situación, muchos bancos sintieron que era necesario asegurarse una posición en el mercado privado para adelantarse a sus competidores. La crisis Mexicana de finales de 1994 interrumpió este primer comienzo. La deuda pública se reafirmó como la inversión más atractiva para los bancos y otras instituciones financieras, dado que el gobierno federal mantuvo elevadas las tasas de interés de los títulos públicos entre 1995 y 1996 para prevenir el vuelo a la calidad.

La adopción de un régimen de tipo de cambio flexible después de la crisis de balance de pagos a comienzos de 1999, le dio cierto margen al Banco Central para bajar las tasas de interés, pero transcurrió un tiempo hasta que la tendencia en la evolución de la economía brasileña se tornara lo suficientemente clara como para permitirles a las instituciones financieras comenzar a cambiar sus estrategias. En 1999, como se muestra en la tabla 3, el crédito al sector privado era todavía sólo del 25% del PBI. En efecto, básicamente se mantuvo en esos niveles hasta 2002, cuando experimentó un deterioro. Los 90s fueron una década caracterizada por una alta volatilidad en la economía internacional. A medida que los sucesivos gobiernos brasileños, desde fines de los 80s en adelante, han progresivamente desarticulado los controles de capitales, la cuenta capital del balance de pagos devino en un importante canal de transmisión de los shocks generados en la economía internacional. En los primeros años de la década siguiente, los factores de crisis tuvieron su origen en la economía doméstica. La primera elección del presidente Lula generó una crisis de confianza y un nuevo episodio de salida de capitales, en 2002. Las políticas adoptadas para controlar esta crisis llevaron a nuevas dificultades macroeconómicas en 2003 y comienzos de 2004. Una tentativa, aunque frágil recuperación comenzó entonces, cobró fuerzas a mitad de la década y se tornó cada vez más vigorosa a medida que transcurrió el tiempo, alimentada por una política económica expansiva más agresiva adoptada por el gobierno federal una vez que se expulsara de su cargo al ministro Pallocci en medio de un escándalo.

Tabla 3

Stock de oferta de crédito (fin de período) en términos del PIB (%)

| Años | Sector | | | | | Sector institucional | | Total |
|------|---------------|--------------|-------------|----------|------------|----------------------|----------------|-------|
| | Manufacturero | Construcción | Agricultura | Comercio | Personales | Sector público | Sector privado | |
| 1999 | 7.9 | 5.0 | 2.4 | 2.7 | 3.9 | 1.6 | 25.4 | 27.0 |
| 2000 | 7.3 | 4.7 | 2.4 | 2.7 | 5.3 | 1.4 | 26.3 | 27.7 |
| 2001 | 7.6 | 1.8 | 2.1 | 2.8 | 6.2 | 0.8 | 25.1 | 25.9 |
| 2002 | 7.8 | 1.7 | 2.3 | 2.7 | 6.0 | 0.9 | 25.1 | 26.0 |
| 2003 | 6.9 | 1.5 | 2.8 | 2.5 | 5.8 | 0.9 | 23.7 | 24.6 |
| 2004 | 6.4 | 1.3 | 3.0 | 2.8 | 7.0 | 1.0 | 24.7 | 25.7 |
| 2005 | 6.5 | 1.4 | 3.1 | 3.0 | 8.8 | 1.0 | 27.3 | 28.3 |
| 2006 | 6.9 | 1.5 | 3.3 | 3.3 | 10.0 | 0.8 | 30.1 | 30.9 |
| 2007 | 8.2 | 1.8 | 3.4 | 3.8 | 12.1 | 0.7 | 35.3 | 36.0 |
| 2008 | 10.3 | 2.2 | 3.7 | 4.3 | 13.5 | 0.9 | 41.5 | 42.4 |
| 2009 | 9.7 | 2.9 | 3.6 | 4.3 | 14.7 | 1.9 | 43.1 | 45.0 |

Fuente: Base de datos del Banco Central de Brasil, series 2046, 2047, 2048, 2049, 2050, 4445, 4446 y 1207. www.bcb.gov.br

Como se muestra en las tablas 3, 4 y 5, la aceleración del crecimiento económico entre 2004 y 2009 fue sostenido por una fuerte expansión de los mercados financieros. El ratio crédito al sector privado/PIB se incrementó rápidamente, del 27% en 2005 al 43% en 2009. El ratio podría haber sido aún mayor si el país no hubiese tenido que sobrellevar el shock causado por la crisis internacional en el último trimestre de 2008. En efecto, si bien los datos del PBI de 2010 no se encuentran aún disponibles, uno puede esperar otro incremento en el ratio de crédito a PBI, dado que la oferta de crédito total se incrementó un 14% entre diciembre de 2009 y septiembre de 2010, última información disponible del Banco Central, mientras que se espera que el PBI crezca aproximadamente 7,5% en 2010.

Lo mismo ocurrió en los mercados de acciones, tal como puede observarse en la tabla 4. La emisión primaria de acciones representó el 18% del valor total de la inversión en 2005, alcanzó el 27% en los dos años siguientes y cayó al 23% en 2008, nuevamente, un número influenciado negativamente por las fuertes pérdidas de fines de 2008. Por último, y tal vez aún más significativo, los mercados de títulos de deuda privada crecieron muy rápidamente hasta 2008, cuando literalmente se detuvieron. No se registraron operaciones a fines de 2008 y comienzos de 2009. Sin embargo, ambos mercados, para nuevas acciones y para nuevos títulos de deuda, parecieron haberse recobrado desde entonces.

Tabla 4

Mercado de acciones: emisiones primarias (en %)

| Años | Como porcentaje de: | |
|------|---------------------|-----|
| | Inversión total | PIB |
| 1998 | 16.6 | 2.8 |
| 1999 | 10.8 | 1.7 |
| 2000 | 9.4 | 1.6 |
| 2001 | 10.4 | 1.8 |
| 2002 | 8.7 | 1.4 |
| 2003 | 3.9 | 0.6 |
| 2004 | 7.8 | 1.3 |
| 2005 | 18.0 | 2.9 |
| 2006 | 27.7 | 4.6 |
| 2007 | 27.3 | 4.8 |
| 2008 | 23.3 | 4.4 |

Fuente: Carvalho et al. (2009).

Tabla 5

Mercado de activos: emisiones primarias de acciones y títulos de deuda (Mill. de US\$)

| Años | Acciones | Debentures | Otras deudas |
|------|----------|------------|--------------|
| 1998 | 3495.0 | 8352.0 | 11806.0 |
| 1999 | 1468.0 | 3598.0 | 4654.0 |
| 2000 | 770.0 | 4752.0 | 4617.0 |
| 2001 | 625.0 | 6584.0 | 2767.0 |
| 2002 | 370.0 | 4697.0 | 1737.0 |
| 2003 | 74.0 | 1756.0 | 1459.0 |
| 2004 | 1570.0 | 3305.0 | 3132.0 |
| 2005 | 1923.0 | 17107.0 | 5749.0 |
| 2006 | 6594.0 | 31879.0 | 8876.0 |
| 2007 | 17285.0 | 25016.0 | 11675.0 |
| 2008 | 19859.0 | 21576.0 | 21060.0 |

Fuente: Carvalho et al. (2009).

Sin embargo, los guarismos de las tablas 3, 4 y 5 deben interpretarse cuidadosamente. La actividad en los mercados de deuda privada creció rápidamente, pero se debe ser cuidadoso para afirmar que el sistema financiero brasileño ha resultado finalmente en un soporte del crecimiento de la economía de Brasil. Una mirada cuidadosa a la tabla 3, revela que el segmento mejor asistido por los oferentes de crédito fueron las familias. Este continuó siendo el caso en 2009, después de la breve recesión de fines de 2008 y principios de 2009.¹⁵⁴ En efecto, los préstamos personales aumentaron rápido en los 2000s, no sólo porque los créditos al consumo poseen las mayores tasas de interés de la industria, sino también porque la modalidad de crédito involucrado fue la de menor riesgo del mercado. Esta modalidad es la de *payroll credit*, en la que el prestamista tiene el derecho a deducir los re-pagos de los préstamos directamente de los cheques de pago del deudor. Una elevada proporción de estos préstamos fue concedida a servidores públicos y jubilados, cuyos ingresos están garantizados por la estabilidad laboral y por la seguridad social. El crédito al sector productivo comenzó a despegar en 2007, pero su sendero de crecimiento se vio también interrumpido en 2008, y reestablecido en 2009. Para todos los restantes segmentos, los incrementos en la oferta de crédito fueron marginales.

Respecto al mercado de acciones, los datos presentados en la tabla 4 son impresionantes. La emisión de acciones ha sido una fuente de financiamiento de la firma de creciente importancia. Sin embargo, deben realizarse algunas observaciones. Primero, es importante tener en mente que esta es una fuente de fondos para un número relativamente pequeño de firmas (generalmente grandes). Colocar acciones en el mercado involucra pesados costos fijos, lo que torna a este canal de financiamiento inaccesible para muchas firmas. Esto, por supuesto, no es una característica particular de la economía brasileña, o de los países en desarrollo en general. Pero es importante resaltar que es una fuente de financiamiento relativamente difícil para muchas firmas.

Segundo, es también importante notar que la compra de acciones es una forma de inversión financiera que es muy sensible al nivel de incertidumbre prevaleciente en la economía y, en particular, a cambios en las expectativas sobre la economía y los acontecimientos políticos. Cuando los inversores extranjeros dominan el mercado, se torna muy sensible a los eventos que tienen lugar fuera de la economía local, y más allá del control de los hacedores de política. A partir de la tabla 4 podemos darnos cuenta de la alta volatilidad que caracteriza a este mercado, aun cuando los datos anuales tienden a suavizar mucho las variaciones de las series.

Finalmente, y obviamente en relación con el último punto, debe resaltarse la dependencia de los inversores externos característica de este mercado, como puede verse en la tabla 6. Nuevamente, la información sobre 2008 se encuentra afectada por los eventos descritos. El mercado de acciones resultó impactado particularmente fuerte. Pero si descartamos el dato de 2008, vemos que entre 2004 y 2007 la participación extranjera nunca fue inferior al 50% del stock total operado. Los fondos de inversión se encuentran en un distante segundo lugar, seguidos por los individuos.

154. Desde diciembre de 2009 a septiembre de 2010, los préstamos al sector manufacturero aumentaron levemente más rápido que los préstamos a las familias (13,8% a 12,1%).

Como fuera mencionado, los inversores externos se encuentran usualmente influenciados por los eventos de sus propios países de origen en lugar de las perspectivas locales, tornando a los mercados de acciones en una fuente de financiamiento poco confiable para las firmas con planes de inversión que necesitan un respaldo consistente y permanente.

Tabla 6

Mercado de acciones: operaciones primarias y secundarias por tipo de inversor (en %)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Individuos | 10.6 | 7.4 | 5.5 | 7.2 | 5.8 |
| Fondos de inversión | 28.4 | 17.5 | 16.5 | 15.9 | 15.7 |
| Fondos de pensión | 3.7 | 2.2 | 1.1 | 1.1 | 1.9 |
| Inversores extranjeros | 48.6 | 57.7 | 62.3 | 71.2 | 28.2 |
| Instituciones financieras | 2.5 | 2.8 | 3.3 | 4.9 | 1.3 |
| Otros | 6.2 | 13.8 | 13.7 | 3.5 | 47.5 |
| Recompras por la firma emisora | 0.0 | -1.3 | -2.4 | -3.8 | -0.4 |
| Total | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

Fuente: CMV, elaborado por Carvalho et al. (2009).

Finalmente, si regresamos a los títulos de deuda representados en la tabla 5, algunos de los problemas que afectan el mercado de acciones se encuentran también presentes. El acceso a los fondos canalizados a través de estos mercados se encuentra también restringido a firmas de cierto tamaño. También ha sido ampliamente dependiente de la inversión extranjera, usualmente atraída por las tasas de interés, que son mayores que las que se pueden obtener en otros destinos (y, recientemente, la expectativa de apreciación de la moneda local). El mercado puede verse favorecido por la reciente atribución de grado de inversión a la deuda brasileña por las principales agencias de rating, para atraer inversiones de largo plazo, aunque la expansión del mercado ha estado sostenida por inversores especulativos (y volátiles).

Es posible argumentar también que muchos de estos problemas eran esperables, dado que sólo recientemente la economía de Brasil ha alcanzado un sendero de crecimiento que parece lo suficientemente alto y sostenible para inducir a las instituciones financieras a desarrollar nuevas prácticas e instrumentos que pudieran permitirles ampliar la oferta de financiamiento al sector privado. La evolución gradual era de esperarse, particularmente si se tienen en cuenta el número de inicios fallidos que ha caracterizado la performance de la economía de Brasil durante los últimos treinta años. Ahora, establecida la visión de que la recesión iniciada a finales de 2008 se ha terminado, se espera que los mercados bancarios y de activos resurjan y sostengan sus niveles de actividad, promoviendo los cambios necesarios para atenuar o eliminar las observaciones expresadas anteriormente. Un factor positivo en este proceso ha sido la creciente presión competitiva aplicada por los bancos públicos, tales como el Banco de Brasil, el BNDES y el CEF, que pueden amenazar las participaciones de mercado que mantuvo el sector financiero privado hasta la crisis. Como las instituciones oficiales

crecieron durante la crisis, la recuperación está tomando lugar en un cuadro en donde las instituciones privadas han perdido parte del mercado y probablemente se esfuercen por recuperarla. Algunos grandes bancos privados han anunciado planes para expandir rápidamente actividades para recuperar el terreno perdido. Sin embargo, nuevamente, uno debe tomar con cuidado los anuncios de los ejecutivos privados sobre su deseo de sostener la inversión productiva de largo plazo. En muchos casos, estas afirmaciones están acompañadas por una súplica para compartir el acceso del BNDES a los fondos públicos, sin la claridad suficiente de cómo podrían estos conglomerados trabajar para satisfacer las necesidades de financiamiento de inversión por parte de la economía.

III.5. Sistema de seguridad: desarrollos actuales

Tal como ha sido mencionado, el sistema bancario de Brasil ha sido razonablemente seguro, de acuerdo con los indicadores usuales. En efecto, la tabla 7 muestra que los bancos brasileños han mantenido coeficientes de capital bien por encima del mínimo requerido por la regulación prudencial local, que es del 11% de los activos ponderados por riesgo. La comparación con otros países, en particular con otras economías emergentes de América Latina, sugiere que los bancos brasileños podrían estar mejor protegidos contra quiebras que los sistemas bancarios del resto de la región.

Tabla 7

Coeficientes de capital de Basilea (en %)

| País | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|---------------------|
| Argentina | 14.5 | 14.0 | 15.3 | 16.8 | 16.8 | 16.8 | 17.6 ⁽¹⁾ |
| Australia | 10.0 | 10.4 | 10.4 | 10.4 | 10.2 | 10.5 | 11.4 ⁽²⁾ |
| Brasil | 19.0 | 18.5 | 17.4 | 17.8 | 17.3 | 17.5 | 18.4 ⁽³⁾ |
| Chile | 14.1 | 13.6 | 13.0 | 12.5 | 12.2 | 12.4 | 13.6 ⁽⁴⁾ |
| México | 14.4 | 14.1 | 14.5 | 16.3 | 16.0 | 16.0 | 15.2 ⁽³⁾ |
| España | 12.6 | 11.0 | 11.0 | 11.2 | 10.6 | 11.3 | n.a. |
| Canadá | 13.4 | 13.3 | 12.9 | 12.5 | 12.1 | 12.3 | 10.3 ⁽²⁾ |
| Sudáfrica | 12.4 | 14.0 | 12.7 | 12.3 | 12.8 | n.a. | 13.5 ⁽⁴⁾ |

¹ Mayo. ² Marzo. ³ Junio. ⁴ Abril.

Fuente: BCB, Informe de estabilidad financiera. Mayo de 2009, p. 61, y octubre de 2009, p. 65.

Como es también el caso, uno debe ser cuidadoso al interpretar la información.¹⁵⁵ También se ha argumentado que la otra cara de la moneda de la seguridad respecto al riesgo de default es el riesgo político representado por la alta concentración de los activos bancarios en títulos públicos. Los bancos de Brasil podrían ser altamente vulnerables a cambios en la política de manejo de la deuda pública inducidos

155. En efecto, uno debe ser particularmente cuidadoso con los resultados del sistema financiero brasileño en 2009 debido al cambio en el concepto de capital adoptado como paso hacia las reglas de Basilea II. El número de 2009 no es estrictamente comparable a las series anteriores, debido a la inclusión de algunos ítems nuevos en la medición del capital regulatorio. Sin embargo, el cambio fue cuantitativamente marginal. Ver Banco Central de Brasil (2009).

políticamente. Admitiendo, sin embargo, que la probabilidad de que tales cambios ocurran es actualmente muy baja, hay razones para preocuparse respecto a los cambios que el futuro pueda traer. Si, tal como se argumentara en la sección anterior, efectivamente cambiaran sus tenencias de títulos públicos hacia préstamos al sector privado, Los índices de Basilea inevitablemente caerían. No es claro cuan profunda pueda ser esa caída, ni que medidas puedan y sean tomadas para manejar estos incrementos en el riesgo, dado que uno podría decir que no existe precedentes en la historia reciente de Brasil para que suceda tal cambio esperado (y deseado). Los supervisores financieros enfrentarán un dilema: por un lado, se está tranquilo con la solidez evidenciada por los bancos domésticos frente a una importante crisis mundial, y sería bueno que esto siguiera siendo así; sin embargo, el precio de esta fortaleza ha sido, hasta cierto punto, la elevada disfuncionalidad del sector financiero en sostener la inversión y la acumulación de capital del sector privado. Cuán hábiles sean los bancos en manejar los crecientes riesgos de default y cuán apta sea la supervisión prudencial del sistema financiero para contener el riesgo excesivo, es todavía una incógnita.

La tabla 8 brinda una visión mucho más detallada de la exposición de los bancos al riesgo de default, de acuerdo con la clasificación de riesgos definida por el Banco Central (de AA, el menor riesgo, a H, el más alto). La proporción de préstamos mantenida por los bancos en los tres tramos de menor riesgo ha estado consistentemente por encima del 80% en el período cubierto por los datos, que debe recordarse, es un período de expansión del crédito bancario, tal como muestra la tabla 3. Teniendo en cuenta el grado en el que el crédito ha estado reprimido en la economía brasileña, debe haber cierto espacio para la expansión de la oferta de crédito sin exponer a los bancos a categorías más riesgosas a las que actualmente están expuestos. Por supuesto, el riesgo en *la hoja de balance* podría crecer como resultado del cambio desde los pasivos públicos al crédito al sector privado. En otras palabras, los bancos podrían incrementar su exposición al riesgo debido a que sustituirían activos públicos por privados, pero *dentro* del grupo de los activos privados, los perfiles de riesgo podrían permanecer inalterados por algún tiempo, a medida que los actualmente seguros, aunque racionados, deudores sean abastecidos.

Tabla 8
Préstamos por tipo de riesgo (fin de período)

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------|------|------|------|
| AA | 25.1 | 25.1 | 24.0 |
| AA | 39.3 | 40.7 | 39.9 |
| B | 17.2 | 17.6 | 19.2 |
| Canadá | 9.1 | 8.7 | 9.0 |
| D | 2.8 | 2.4 | 2.6 |
| E | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| F | 0.9 | 0.7 | 0.8 |
| G | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| H | 3.4 | 2.9 | 3.0 |

Fuente: BCB, Informe de estabilidad financiera. Mayo de 2008 y de 2009.

Sin embargo, la tabla 9 muestra que la proporción de préstamos morosos en el sistema bancario de Brasil ha sido consistentemente mayor que el promedio del resto de los países emergentes de América Latina, con la excepción de Argentina, que experimentó una severa crisis bancaria al comienzo de la década. Este indicador podría sugerir una fragilidad de los bancos brasileños comparativamente más alta, pero esta impresión se ve de alguna manera modificada cuando uno toma en consideración que las provisiones por morosidad son también más altas en Brasil, tal como muestra la tabla 10. En efecto, los cuatro sistemas bancarios de América Latina reportados en la tabla 10 parecen mantener un colchón de seguridad más delgado contra pérdidas por incobrabilidad.

Tabla 9

Créditos incobrables como proporción de la cartera total (en %)

| País | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|--------------------|
| Argentina | 17.7 | 10.7 | 5.2 | 3.4 | 2.9 | 2.7 | 3.4 ⁽¹⁾ |
| Australia | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 1.0 ⁽²⁾ |
| Brasil | 3.9 | 3.0 | 3.5 | 3.7 | 3.2 | 3.9 | 5.0 ⁽³⁾ |
| Chile | 1.6 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 ⁽¹⁾ |
| México | 2.8 | 2.2 | 1.8 | 2.1 | 2.5 | 3.2 | 3.8 ⁽³⁾ |
| España | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 3.4 | 4.6 ⁽³⁾ |
| Canadá | 1.2 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 1.1 | 0.9 ⁽²⁾ |
| Sudáfrica | 2.4 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 1.2 | 3.9 | 5.1 ⁽⁴⁾ |

¹ Mayo. ² Marzo. ³ Junio. ⁴ Abril.

Fuente: BCB, Informe de estabilidad financiera. Mayo y octubre de 2009.

Tabla 10

Provisiones por incobrabilidad (en %)

| País | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|
| Argentina | 79.2 | 102.9 | 124.5 | 129.9 | 129.6 | 131.4 | 115.3 ⁽¹⁾ |
| Australia | 131.8 | 182.9 | 203.0 | 202.5 | 183.7 | 75.8 | 72.3 ⁽²⁾ |
| Brasil | 179.3 | 201.6 | 176.6 | 171.4 | 175.3 | 168.9 | 151.0 ⁽³⁾ |
| Chile | 130.9 | 165.5 | 177.6 | 198.5 | 210.4 | 179.9 | 178.0 ⁽¹⁾ |
| México | 167.1 | 201.8 | 232.1 | 207.4 | 169.2 | 161.2 | 143.7 ⁽³⁾ |
| España | 231.5 | 289.0 | 235.7 | 255.1 | 204.8 | 70.8 | 59.5 ⁽³⁾ |
| Canadá | 43.5 | 47.7 | 49.3 | 55.3 | 42.1 | 34.7 | 29.8 ⁽²⁾ |
| Sudáfrica | 54.2 | 61.3 | 64.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

¹ Mayo. ² Marzo. ³ Junio. ⁴ Abril.

BCB, Informe de estabilidad financiera. Mayo y octubre de 2009.

Finalmente, nuevamente con excepción de la Argentina, donde la crisis bancaria y de balance de pagos de comienzos de los 2000s contaminó los datos, el negocio bancario

parece haber sido tan rentable en Brasil como en el resto de las economías emergentes de la región, tal como señala la tabla 11. Los bancos brasileños y mexicanos parecen disfrutar de las mayores tasas de retorno sobre el capital (a pesar que en México el comportamiento del ROE ha sido un poco más volátil que en Brasil). En Argentina, los datos sobre rentabilidad reflejan las turbulencias de los años recientes. Chile muestra tasas de retorno sobre el capital y sobre los activos estables, aunque más bajas que en Brasil y México. La actual crisis internacional no parece haber amenazado el retorno de los bancos en ninguno de estos países, aun cuando en tres de ellos sean menores en 2008 que en años anteriores.

Tabla 11

Retornos sobre activos (ROA) y sobre el capital (ROE), (en %)

| Año | Argentina | | Brasil | | Chile | | Mexico | |
|------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| | ROA | ROE | ROA | ROE | ROA | ROE | ROA | ROE |
| 2003 | -3.0 | -22.7 | 1.6 | 15.8 | 1.3 | 16.7 | 3.0 | n.a. |
| 2004 | -0.5 | -4.2 | 1.9 | 17.6 | 1.2 | 16.7 | 2.1 | 19.0 |
| 2005 | 0.9 | 7.0 | 2.2 | 21.2 | 1.2 | 17.9 | 3.2 | 25.4 |
| 2006 | 1.9 | 14.3 | 2.1 | 20.6 | 1.2 | 18.6 | 3.5 | 25.9 |
| 2007 | 1.5 | 11.0 | 2.4 | 22.5 | 1.1 | 16.2 | 2.7 | 19.9 |
| 2008 | 1.6 | 13.4 | 1.8 | 17.9 | 1.2 | 15.2 | 1.2 | 12.5 |
| 2009 | 1.9 ⁽¹⁾ | 15.6 ⁽¹⁾ | 1.6 ⁽²⁾ | 14.8 ⁽²⁾ | 1.1 ⁽¹⁾ | 14.7 ⁽¹⁾ | 1.2 ⁽²⁾ | 12.7 ⁽²⁾ |

¹ Mayo. ² Junio.

Fuente: BCB, Informe de estabilidad financiera. Mayo y octubre de 2009.

En resumen, individualmente o en comparación con otros países, el sector bancario de Brasil parecería estar en una posición razonablemente segura, mostrando sólidos indicadores prudenciales. Sin embargo, en el futuro se verá cuan tranquilizadores resulten realmente estos índices, en la medida en que se consolide la recuperación de la recesión de 2008 y el sistema financiero local sustituya endeudamiento público por privado y expanda sus actividades.

III.6. Perspectivas para la regulación financiera

Los reguladores financieros de Brasil actualmente enfrentan dos desafíos: (i) cómo asegurar que el sistema financiero resulte finalmente funcional para sostener el desarrollo económico, lo que significa no sólo financiar la inversión privada y el consumo, sino que sea también un respaldo para las demandas sociales de distribución del ingreso y de la riqueza; y (ii) Cómo asegurarse que esto se haga preservando la estabilidad del sistema que ha sido, hasta aquí, una importante característica de los mercados financieros del país.

III.6.1. Financiamiento del desarrollo

El Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) ha sido por décadas prácticamente la única fuente de fondeo de largo plazo a las inversiones del sector privado (y también del

sector público) en Brasil. Después de un período en los años 1990s en el que el Banco fue orientado a actuar más como un banco de inversión, particularmente en la promoción de operaciones financieras como respaldo de las privatizaciones de las empresas públicas, recuperó su función original a comienzos de los 2000s. Existe un consenso general, aunque no unánime, de que la institución ha operado con un grado excepcional de consistencia y eficiencia. Sin embargo, aún una institución eficiente como el BNDES no es suficiente para sostener la inversión en países relativamente avanzados de ingresos medios como Brasil. Mientras que el Banco tiende a enfocarse principalmente en grandes proyectos con fuertes externalidades positivas, existen muchos otros segmentos de la economía que podrían necesitar un tipo diferente de respaldo financiero. No sólo las firmas pequeñas y medianas, que existen en un gran número, sino particularmente las emergentes pequeñas empresas, capaces de desarrollar métodos innovadores de producción o nuevos productos, probablemente se beneficiarían de la existencia de fuentes más flexibles de financiamiento de largo plazo.

Existen fundamentalmente dos modelos a seguir para crear las condiciones para que las instituciones financieras privadas jueguen un rol en el financiamiento de la inversión. El primero es el camino seguido por países como Alemania o Francia, donde los bancos universales emitieron pasivos de largo plazo para fondear demandas de crédito de igual plazo para el financiamiento de la inversión de las firmas. Por supuesto, no se supone que los bancos ofrezcan financiamiento de largo plazo descansando sobre sus depósitos (aún los depósitos a plazo) del público. El descalce de plazos en tal caso podría comprometer seriamente la salud y la seguridad del sector bancario. La banca universal debe idear otros instrumentos para captar ahorros, particularmente la emisión de títulos de largo plazo. Los reguladores brasileños se han movido en efecto en esta dirección, permitiendo a los bancos emitir Letras Financieras con un plazo mínimo de dos años, y un monto mínimo de R\$ 300.000,00.¹⁵⁶

El sendero alternativo consiste en impulsar un desarrollo más vigoroso de los mercados de activos, dando incentivos a los inversores para demandar instrumentos de largo plazo. Algunas prácticas se han realizado en el país en esta dirección en relación con la demanda de instrumentos de fondos de inversión. Cuanto más larga la madurez del fondo, menores los impuestos tributados sobre sus retornos. A medida que lentamente la alta inflación va pasando a ser parte de la historia, los inversores privados están comenzando a aceptar instrumentos de largo plazo, particularmente, como es de esperar, deuda pública. Por supuesto, dados los traumas generados por la crisis financiera internacional, el desarrollo de nuevas fuentes de financiamiento a través de la expansión y diferenciación del mercado de capitales tiene que realizarse junto con la creación de reglas adecuadas no sólo para proteger la integridad del mercado sino también para asegurar que no se esté generando riesgo sistémico. En particular, los procesos de titulización, todavía incipientes, podrían y deberían ser

156. Resolución 3836 del 25 de febrero de 2010. El texto de la resolución puede ser consultado en

http://www.febraban.org.br/p5a_52gt34++5cv8_4466+ff145afbb52ffrtg33fe36455li5411pp+e/CN/F/HOME/Resolu%E7%E3o%203.836-10.pdf

estimulados siempre dentro de limitaciones sobre las iniciativas innovadoras de las instituciones financieras. No debe ser permitida la re-titulización, dado que la crisis ha mostrado que sirve principalmente para oscurecer los elementos que subyacen a una transacción financiera, en lugar de incrementar la eficiencia de los mercados.

Nada impide que ambos senderos sean explorados. En efecto, ambos dependen del surgimiento y rápido crecimiento de esquemas de inversores institucionales, tales como fondos de pensión y fondos de inversión. Los inversores institucionales podrían tornarse en las principales vías a través de las cuales canalizar el ahorro local hacia la inversión. El rol del gobierno en este proceso, como mínimo, debe ser garantizar que el mercado opere transparentemente, de manera que crezca la confianza y se favorezca el crecimiento de las operaciones. Como ha quedado en claro en la reciente crisis en los EEUU, son de primordial importancia las reglas para mitigar el conflicto de intereses, especialmente en Brasil en donde prevalecen los conglomerados financieros.

Un segundo rol para el gobierno puede ser la oferta de algunas formas de seguro para las operaciones que sean consideradas más importantes para el desarrollo de la economía. Asegurarse contra el riesgo de crédito puede ser una forma eficiente de estimular el crecimiento de los mercados de activos de largo plazo, aprovechando los recursos públicos, como sucedió en los Estados Unidos con las instituciones patrocinadas por el gobierno, tales como el FNMA.¹⁵⁷

En cuanto a la regulación prudencial, el CMN y el Banco Central se encuentran todavía analizando la implementación local de Basilea III. Como un miembro recientemente admitido del comité de Basilea, los reguladores de Brasil se encuentran moralmente obligados a seguir sus recomendaciones. Sin embargo, el presidente del Banco Central ha hecha pública su visión acerca de que muy poco de Basilea III podría ser efectivamente nuevo para el país. Los coeficientes de capital ya se encuentran bastante por encima de los niveles mínimos, y podrían llegar a ser mayores que los recomendados por Basilea III. La liquidez ha sido una preocupación para los supervisores, tanto la liquidez de mercado como de fondeo, aun cuando en otros países la atención pareció estar siempre enfocada sobre la solvencia y el capital. Los controles sobre los *trading books* de los bancos han sido, de acuerdo con el Presidente del Banco Central, fortalecidos debido a la elevada volatilidad de la tasa de interés y del tipo de cambio.

A pesar de la sorprendente visión relativamente optimista del Banco Central de Brasil, existen temas que dan lugar a ciertas preocupaciones. Primero, como fuera mencionado ya muchas veces, todavía está por verse cómo será el desempeño del sector bancario a medida que cambie su foco de financiamiento desde la inversión en títulos públicos a la oferta de crédito al sector privado. El Banco Central deberá

157. Uno no debería juzgar la experiencia de Fannie Mae y Freddy Mac por su performance en los años que precedieron inmediatamente la crisis, cuando sus métodos operacionales fueron cambiados por presión del gobierno. Aquellas instituciones, especialmente Fannie Mae, creada durante la administración de Roosevelt en los 1930s, fue importante en el desarrollo de un vigoroso y amplio mercadote hipotecas que respaldó por décadas la compra de inmuebles en los Estados Unidos. Un servicio esencial ofrecido por las instituciones patrocinadas por el gobierno fue precisamente asegurar las hipotecas para permitir el surgimiento de líneas de financiamiento de largo plazo con objetivos residenciales y comerciales.

monitorear cuidadosamente este proceso para asegurarse que el sector satisfaga las demandas del sector privado, sin comprometer su seguridad. Pero es necesario definir nuevas reglas que permitan un control más estrecho de aquellos elementos intra-institución que puedan reducir la eficiencia de la supervisión. Un ejemplo importante está dado por las operaciones de los fondos comunes de inversión, muchos de los cuales están en efecto organizados y manejados por los conglomerados bancarios. Estimular a los clientes para trasladar sus depósitos hacia los fondos podría permitir a los bancos superar sus limitaciones prudenciales, por poco más que renombrando sus depósitos por adquisiciones de cuotas partes de fondos, y utilizando los fondos comunes de inversión para realizar la misma inversión que el banco podría hacer sin la necesidad de constituir el mismo capital regulatorio. La existencia de conglomerados puede tal vez estar justificada en relación a los objetivos y las economías de escala, a pesar de que su existencia actual es un punto discutido en la literatura sobre banca. Pero no pueden servir para eludir la regulación, y los reguladores relevantes deberían hacer su mayor esfuerzo para prevenir que eso suceda.

Esto nos lleva a un punto relacionado, muy importante. Basilea II fue muy demandante en términos de calidad de los supervisores y Basilea III ciertamente intensificará esas demandas. Las autoridades de Brasil deben todavía explicar cómo esperan que los supervisores cumplan todos los roles que se les asigna, especialmente en el Pilar 2. El problema ciertamente no será diferente en otros países emergentes. Un paso que podría tomarse para sortear estas dificultades podría ser una iniciativa conjunta, por ejemplo en el contexto del Mercosur, donde los reguladores y supervisores pudieran entrenarse en métodos avanzados de supervisión, intercambiando sus experiencias y contribuyendo a crear una doctrina común de supervisión financiera, limitando así la posibilidad del arbitraje regulatorio en la región.

Existen muchos problemas, prácticos y conceptuales, con la estrategia de Basilea. Aún bajo condiciones ideales, existen fuertes razones para esperar que no será capaz de prevenir crisis financieras. La crítica a la estrategia, sin embargo, tiene que realizarse también en otros países. Aceptando, en un futuro previsible, de que se incorporará Basilea, no parecería requerir mayores cambios en el aparato regulatorio brasileño. Ajustes relativamente menores, aunque esenciales, podrían ser necesarios para lidiar con los conglomerados y la capacitación y entrenamiento del personal. Es en la conformación de un mercado de fondos de largo plazo en donde los cambios deberían ser urgentes.

IV. Regulación cambiaria y estabilidad macroeconómica

A lo largo de los últimos veinte años, todas las administraciones federales persiguieron, a pesar de sus diferencias políticas e ideológicas, un proceso continuo de liberalización de la cuenta capital. Representó un quiebre con la tradición de controlar los flujos financieros externos, que tenía sus raíces en los 1930s, como respuesta a la Gran Depresión. Como frecuentemente sucede con los cambios trascendentales de política en Brasil, ha sido un proceso lento y gradual, donde las principales decisiones fueron tomadas de manera confusa, y no siempre respetando los canales legales apropiados (Franco y Pinho Neto, 2004).

A mitad de camino de este proceso de liberalización, tuvo lugar otro importante cambio institucional –en este caso repentino, inducido por una crisis de balance de pagos: la sustitución de un régimen de tipo de cambio flotante por el primer régimen de *crawling peg*¹⁵⁸, en enero de 1999.

Por lo tanto, en la primera década del siglo XXI Brasil tenía un marco institucional completamente nuevo para la determinación de la demanda y oferta de divisas y de la tasa de cambio. Al permitir las transacciones de compra y venta en el mercado de cambios de prácticamente cualquier activo financiero o real, la liberalización de la cuenta capital hizo que el tipo de cambio se comportara de manera cada vez más parecida al precio de un activo. Mientras tanto, el régimen de tipo de cambio flotante dejó en manos del mercado –un mercado mucho más amplio que en el pasado–, la determinación del precio de este activo, que incidentalmente es uno de los precio más importantes de la economía.

Pero evaluar cuán bien le ha ido a este nuevo arreglo institucional no es tarea fácil. En primer lugar, porque han tenido lugar muchos cambios en la política económica y en las instituciones que tornan difícil desentrañar o controlar los efectos de tan diversos determinantes. En segundo lugar, porque la economía internacional ha cambiado mucho a lo largo del período, oscilando entre momentos de alta volatilidad en los flujos financieros y en la performance económica –como durante la crisis de Asia– y períodos de mucha prosperidad y estabilidad –como en el período 2003-2007¹⁵⁹. En consecuencia, hubo tanto períodos de alta como de baja volatilidad, como así también fases de un tipo de cambio depreciado y competitivo, y prolongadas fases de apreciación y baja competitividad. Por lo tanto, lo que pareció un régimen capaz de garantizar un tipo de cambio competitivo y un balance de pagos sólido en la primera mitad de los 2000s, no mostró aquellas supuestas propiedades durante la segunda mitad de aquella década.

No es nuestro objetivo testear aquí econométricamente la performance de este régimen cambiario. En su lugar, intentaremos realizar una apreciación más amplia sobre la base de la performance macroeconómica global y algunos elementos estructurales que podrían estar asociados con el régimen cambiario caracterizado anteriormente, y plantear preguntas respecto a la adecuación de este régimen. En lo que sigue, comenzaremos haciendo un balance del proceso de apertura de la cuenta capital con el objeto de tener una imagen cualitativa más amplia del grado de integración financiera en la economía mundial y sus consecuencias sobre el mercado de cambios. Después de eso, Discutiremos algunos desarrollos fundamentales macroeconómicos y estructurales relacionados con el régimen cambiario en dos fases

158. Si bien algunas veces se hace referencia a un sistema de bandas, el régimen cambiario implementado en julio de 1994 y reformado en Abril de 1995, fue en efecto un *crawling peg* activo, tal como lo define Corden (2002, ch. 5). La banda más amplia dentro de cuyos límites se supone que flota el tipo de cambio (si existiera un régimen de bandas genuino) era ficticio, dado que el Banco Central de hecho determinó un sendero muy estable –virtualmente sin flotación– para el precio de la moneda.

159. La segunda dificultad es más fácil de tratar en un estudio de panel con muchos países y diferentes regímenes cambiarios, en tanto que todas las economías se enfrentan a condicionantes externos similares. Lo mismo no puede decirse de la primera.

diferentes: la primera, desde 1997 a 2003 caracterizada por una elevada volatilidad y (desde la adopción del régimen de flotación en enero de 1999) un tipo de cambio depreciado; la segunda, desde 2004 en adelante, caracterizada por un prolongado proceso de apreciación, con incipientes, aunque importantes, consecuencias para la estructura económica, especialmente la estructura de exportaciones.

IV.1. Convertibilidad de la cuenta capital: principales pasos

Los tempranos intentos para liberalizar la cuenta de capital, después de la crisis de 1930s, se remontan a 1962 con la ley 4131, que garantizó el “derecho al retorno” y las remesas de utilidades a la inversión extranjera directa, los préstamos y otras formas de financiamiento. Fue bajo aquellas reglas legales que Brasil se unió a las economías emergentes por los Eurodólares en los 1960s y 1970s. La crisis de la deuda de comienzos de los años 1980s, sin embargo, interrumpió la tendencia a la liberalización. Los controles de capital se endurecieron a la vez que el país fue excluido del sistema financiero internacional por al menos una década.

Sin embargo, hacia fines de aquella década y comienzos de 1990s, los controles de capitales fueron eliminados en las economías avanzadas y las economías en desarrollo comenzaron a moverse en aquella dirección. Fue en este contexto que las autoridades de Brasil decidieron reanudar el proceso de liberalización.

El primer gran paso hacia la convertibilidad de la cuenta capital fue tomado entre 1988 y 1992 a través de tres iniciativas fundamentales de alto impacto¹⁶⁰: la creación de un segmento de mercado cambiario donde se permitiera a las tasas de cambio flotar libremente; la apertura de los mercados domésticos de deuda a los inversores extranjeros; y la autorización para transferir recursos financieros al exterior sin prueba previa de permanencia a través de lo que entonces se denominó cuentas CC5. Una vez que se implementaron estos cambios bastante radicales, la liberalización de la cuenta de capital fue impulsada a través de iniciativas menos trascendentales.

El mercado de tipo de cambio flotante fue creado en 1988 mientras que el mercado de cambios global todavía estaba regido por un régimen de *crawling peg*. El nuevo régimen se aplicó únicamente a las operaciones que solían estar prohibidas o estrictamente controladas. Un resultado importante de esta medida fue la virtual desaparición del mercado negro del tipo de cambio, a medida que más y más transacciones fueron permitidas bajo las nuevas reglas.

La iniciativa más importante con respecto a la cuenta capital fue, seguramente, el levantamiento de las restricciones a la inversión extranjera en los mercados locales de deuda. Una vez que el denominado mecanismo “Anexo IV” fuera establecido, los inversores extranjeros respondieron rápidamente a las nuevas oportunidades y

160. Para detalles de las iniciativas de política referidas, no sólo relacionadas con la cuenta capital sino también con las transacciones corrientes desde 1988, ver Souza (1993), Carvalho, Hoff and Souza (2008), Franco and Pinho Neto (2004) y Contra y Patres (2005).

aumentaron decididamente su presencia en estos mercados, tal como fuera mencionad anteriormente (sección 3).

También se facilitó la salida de capitales por parte de los residentes. Los cambios introducidos en las cuentas CC5 permitieron a las instituciones financieras que operaban en el mercado doméstico transferir al exterior no sólo sus propios recursos sino también todo depósito realizado por ellas con el mismo propósito, sin ninguna necesidad de probar que tales recursos hayan sido traídos previamente a la economía. Fue un movimiento solapado para permitir a los residentes comprar activos en el exterior, eludiendo los principios subyacentes Ley 4131¹⁶¹.

Dentro de este marco regulatorio, la economía brasileña retornó al sistema financiero internacional aún antes de que se resolviera la crisis de la deuda, con una exitosa renegociación de deuda bajo el Plan Brady, en 1994. La fuerte recuperación de los ingresos de capitales entre 1992 y 1994, incluyendo las recientemente permitidas inversiones en el mercado local de acciones, convalidó las expectativas de las autoridades, tal como se muestra en la tabla 12.

Tabla 12

Principales flujos de capitales netos a Brasil (MM de US\$)

| Flujos | 1982-1991 | 1992-1994 | 1995-1998 |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Inversión extranjera directa ¹ | 0.6 | 1.2 | 13.8 |
| Flujos netos de cartera | 0.0 | 4.9 | 4.1 |
| Flujos netos de deuda ² | -0.8 | 9.9 | 10.7 |

1 Excl. Conversión de deuda en IED.

2 Excl. Flujos de la autoridad monetaria.

Fuente: Preparado por el autor en base a datos del banco central.

La luna de miel con el sistema financiero internacional se vio abruptamente interrumpida, durante un período breve, por el *efecto Tequila*, el contagio de la crisis Mexicana de 1995 a la economía de Brasil. La crisis que se desencadenó a fines de 1994 y comienzos de 1995 tuvo un serio impacto sobre el sector bancario local (ver Carvalho y Souza, 2009, sección 3). Sin embargo, en términos del balance de pagos del país, fue la crisis asiática la que marcó realmente un momento crítico. La fuerte inestabilidad de los flujos internacionales de capitales a las economías en desarrollo que se inició con aquel episodio finalmente condujo a la crisis de balance de pagos de 1999 y el abandono del régimen cambiario adoptado en 1994.

161. Las dudas sobre si los cambios eran legales o no llevó al Banco Central a emitir un manual (Banco Central, 1993), donde se dijo que no había nada malo en que un ciudadano brasileño dispusiera de sus ahorros en la forma deseada, incluyendo su envío al extranjero, siempre que se hayan pagado los impuestos correspondientes.

La crisis de 1999 representó una encrucijada para la estrategia seguida por aquel entonces. Como fuera reportado por el entonces presidente del Banco Central de Brasil, Francisco Lopes (2003), en aquel momento las autoridades se encontraron frente a dos alternativas: reestablecer los controles de capital y declarar una moratoria para tratar de rescatar al régimen cambiario o moverse hacia un régimen de tipo de cambio flotante. La decisión fue tomada por el presidente Cardoso, a favor de la segunda alternativa.

Los ajustes en el balance de pagos no fueron suaves en el primer año después de la adopción de las tasas flotantes. Sin embargo, aun cuando un “humor de crisis” prevaleció por aquel momento, y tuvieron lugar al menos dos episodios de reversión de los flujos de capital –en 2001 y en 2002–, la estrategia liberalizadora de la cuenta de capital no fue abandonada.¹⁶²

El período posterior a 2002 fue, en contraste con el inmediatamente anterior, caracterizado por flujos de capital estables. La crisis argentina de 2001/2002 y la primera elección del Presidente Lula da Silva en 2002 representó la última prueba para la nueva arquitectura doméstica monetaria y cambiaria. Desde aquel momento en adelante, los crecientes ingresos de capitales parecieron haber alentado a la administración Lula para continuar con la liberalización de la cuenta capital. En la nueva fase, se adoptaron medidas adicionales, entre las cuales las más importantes fueron: i. La unificación del mercado cambiario; ii. La eliminación de los límites a las posiciones en dólares de los bancos; iii. La eliminación del requerimiento de que los exportadores internalizar sus ingresos en dólares (*cobertura cambiaria*).

La unificación del mercado cambiario¹⁶³ en marzo de 2005, fue simultáneo con el permiso para los residentes de transferir libremente recursos financieros al exterior, revocando de ese modo las reglas vinculadas a la cuenta CC5, que quedaron extintas. Por lo tanto, sólo permanecieron vigentes algunas pocas restricciones marginales respecto a las colocaciones en el extranjero, principalmente relacionadas con las posiciones de los inversores institucionales. Estas instituciones se encuentran reguladas por disposiciones específicas, que también fueron flexibilizados con posterioridad.

La segunda media fue, en algún sentido, una consecuencia de la primera. Bajo tasas flotantes, excepto que realmente se deje flotar libremente el tipo de cambio, sólo con intervenciones ocasionales del Banco Central¹⁶⁴, el rol de *hacedor de mercado* pasa de la autoridad monetaria a los bancos. Con el fin de cumplir con este rol, los bancos necesitaron mantener un mayor stock de moneda extranjera que antes. Por esta razón, en enero de 2006 el banco central decidió eliminar los techos (bajos) que supo imponer a los bancos sobre las reservas en moneda extranjera. Por lo tanto, una de las

162. Por el contrario, algunas decisiones adicionales fueron tomadas en el mismo sentido, tales como aceptar la convertibilidad de la cuenta corriente, como establece el artículo VIII de los Artículos de Acuerdo del FMI de Noviembre de 1999. (Franco y Pinho Neto, 2004, pg. 22).

163. En realidad, ambos eran mercados con tasa flotante. Sin embargo, el acceso estaba segmentado de acuerdo al tipo de pago, además de algunas diferencias normativas aplicadas en cada mercado.

164. Un análisis detallado de estas intervenciones se encuentra en Souza (2005).

últimas reminiscencias del monopolio del Banco Central sobre el mercado de cambios fue eliminada y la decisión de mantener o no moneda extranjera en sus portafolios devino en uno de los principales elementos de las estrategias financieras de los bancos, introduciendo un nuevo elemento en el conjunto de determinantes del tipo de cambio.

Finalmente, en agosto de 2006, se inició un proceso que condujo en última instancia a la eliminación del último pilar del régimen de control sobre el tipo de cambio creado en los 1930s: la liquidación obligatoria de los ingresos por exportación.¹⁶⁵ El CMN primero redujo el requerimiento al 70% y continuó reduciéndolo hasta que alcanzó 0% en marzo de 2008, de manera que los exportadores ahora tienen la alternativa de liquidar o no los ingresos en moneda extranjera, aumentando aún más el poder de “mercado” en la determinación del tipo de cambio.

En resumen, durante el primer año del nuevo milenio, la estructura de control de cambios creada como secuela de la Gran Depresión fue desmantelada ladrillo por ladrillo. Las consideraciones de mercado tendieron crecientemente a prevalecer en el diseño de políticas de manera que el tipo de cambio se fue tornando cada vez más en un precio determinado por el mercado. Este cambio fue fortalecido por el desarrollo de contratos de derivados y por la emisión de títulos de deuda pública indexada al tipo de cambio en momentos de fragilidad del balance de pagos, que abrió un campo de posibilidades para las operaciones de arbitraje. La ampliación del mercado de cambios, a su vez, cambió la forma en la que el régimen de tipo de cambio operaba, tema al que retornaremos más adelante.

Para evaluar la performance del presente régimen cambiario en Brasil, en un entorno de apertura de la cuenta capital, es importante tener en mente que si la convertibilidad de la cuenta capital tomó un largo tiempo en completarse, los cambios decisivos tuvieron lugar a comienzos de los 1990s. Existe suficiente experiencia en procesos de liberalización del mercado de cambios que al menos permiten plantear algunas hipótesis respecto a la eficiencia de estos arreglos. Para realizar esta evaluación, es conveniente dividir el período en dos subperíodos. El primero se extiende desde la crisis asiática hasta el 2002, y se caracteriza por una combinación de fragilidades domésticas y un turbulento entorno internacional. El segundo período cubre los años post-2003, cuando tanto el cuadro doméstico como el internacional fueron mucho más favorables.

IV.2. Integración financiera y volatilidad: 1997-2003

Como se muestra en la tabla 12, los ingresos de capitales se incrementaron como consecuencia de los permisos concedidos a los inversores extranjeros por participar en los mercados de deuda domésticos. Estos ingresos de capitales fueron una importante

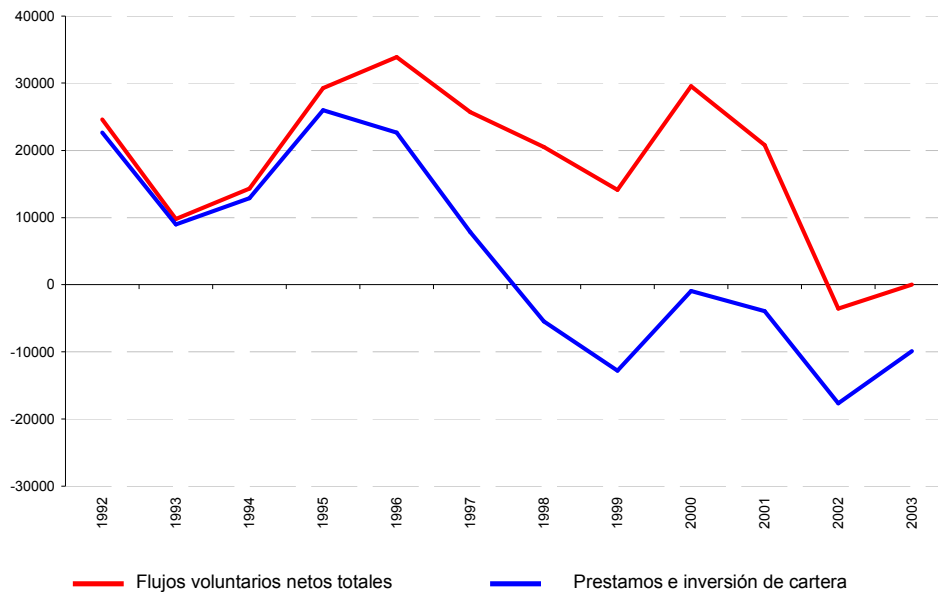
165. Antes de estos cambios, el exportador debía liquidar ingresos antes de poder destinar el dinero a otros destinos. El proceso, por supuesto, era mucho más costoso, involucrando el pago de impuestos, honorarios, etc., que la alternativa de simplemente depositar los ingresos en una institución financiera extranjera.

contribución para el éxito del Plan Real, permitiendo al gobierno establecer un acuerdo creíble para el mantenimiento de un ancla cambiaria. Otros posibles beneficios, tanto como la absorción de ahorro externo o el impulso a la productividad doméstica, son más controversiales. La apreciación de la moneda local inducida por la entrada de capitales pareció sustituir los ahorros externos por los domésticos, en lugar de incrementar la disponibilidad de ahorro total (Bresser Pereira y Nakano, 2002). Por otro lado, si un tipo de cambio apreciado ayudó a incrementar la productividad mediante el abaratamiento de las importaciones de los bienes de capital, también causó una severa pérdida de competitividad en el sector manufacturero.¹⁶⁶

Pero los impactos del régimen del tipo de cambio sobre la economía brasileña no se agotaron con la apreciación de la moneda local. Es importante considerar también en este período los impactos de la creciente volatilidad del tipo de cambio y los flujos de capitales. Luego de un período inicial en que los beneficios del creciente acceso a los flujos de capitales parecieron pesar más que sus costos, comenzó una nueva etapa signada por una marcada escasez de capital y flujos volátiles, incluyendo algunos *sudden stops* y episodios francos de fuga de capitales. El gráfico 1 muestra que en las secuelas de la crisis asiática los ingresos voluntarios netos de capital¹⁶⁷ decayeron y se tornaron negativos en pocos años. Los préstamos y las inversiones de cartera se vieron particularmente impactados, en contraste con la inversión directa, donde el impulso se mantuvo por la continuidad del proceso de privatizaciones de los 1990s.

Gráfico 1

Flujos netos de capital a Brazil (en MM de us\$)



166. Recientemente, ha emergido un debate entre aquellos que defienden la visión de que la apreciación cambiaria ayudó a incrementar la productividad y aquellos que señalan el resultado opuesto. Ver Pastore (2008) y Gala (2009).

167. Los flujos de capital voluntarios se obtienen sustrayendo de los flujos totales aquellos préstamos compensatorios hechos por la autoridad monetaria.

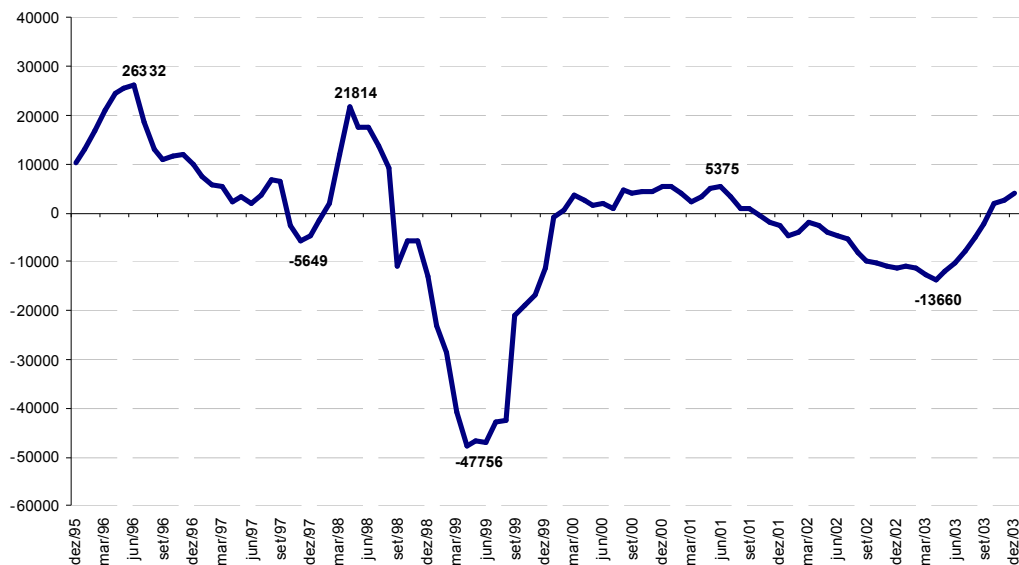
Para evaluar la magnitud de los impactos macroeconómicos de los *sudden stops* y de las salidas de capitales, comenzando con la crisis asiática, uno necesita considerar también lo que sucedió con la cuenta corriente. Mientras que los flujos de capital se expandían (con anterioridad a la crisis asiática), la apreciación del real generó un incremento en el déficit de cuenta corriente, cuyo pico fue alcanzado precisamente cuando se secaron los flujos de capitales. Como resultado, emergió una brecha de financiamiento para la que no hubo acreedores dispuestos a financiar en el sistema financiero internacional.

El gráfico 2 muestra los datos de las brechas de financiamiento acumuladas doce meses (medidas como la diferencia entre el flujo voluntario de capital neto y el déficit de cuenta corriente) entre 1995 y 2003. Uno puede observar que la brecha de financiamiento ha permanecido muy alta por un largo período de tiempo. El momento más crítico, indudablemente, fue cerca de la crisis cambiaria (doce meses anteriores a abril de 1999), cuando la brecha acumulada alcanzó los US\$ 48 mil millones.

Las grandes fluctuaciones en el financiamiento externo se transmitieron a las variables macroeconómicas domésticas a través de un mecanismo que puede ser descrito de la siguiente manera: la contracción o punto muerto de los ingresos de capitales generó una escasez de dólares americanos, forzando una pérdida de reservas y/o una fuerte devaluación del real. El Banco Central decidió entonces incrementar fuertemente las tasas de interés domésticas y detener la pérdida de reservas o contener las consecuencias inflacionarias de la devaluación de la moneda. El incremento en las tasas de interés causó una recesión. Dado que estos shocks fueron frecuentes, la economía en su conjunto se tornó volátil, acortando la duración de los ciclos económicos.

Gráfico 2

Brecha de financiamiento externo
(12 meses a la fecha, Millones de US\$)



(1) Flujos de capitales voluntarios netos menos déficit de cuenta corriente.

Fuente: Preparado por los autores, en base a los datos del banco central.

Tanto las empresas financieras como las no financieras tuvieron que luchar para sobrevivir en este clima hostil. Como resultado, prosperaron los mercados de derivados y otros instrumentos de cobertura. Sin embargo, la volatilidad excesiva a fines de 1990s finalmente distorsionó las operaciones de estos mercados forzando al gobierno a actuar intensamente para contener los movimientos en el tipo de cambio en el mercado de futuros, tomando posiciones pasivas en moneda extranjera. De esta manera, los agentes privados pudieron encontrar protección contra los movimientos violentos en el tipo de cambio causados por la contracción en los ingresos de capital en los títulos atados al dólar, emitidos por el gobierno, quien asumió el riesgo cambiario. El gobierno se expuso así mismo al riesgo cambiario ofreciendo a los inversores privados un seguro ilimitado contra los shocks de balance de pagos. El precio de este acuerdo fue un fuerte deterioro de la posición fiscal en tiempos de crisis (CF. Carvalho, Silveira e Souza, 2008).

La peculiar asignación de los riesgos cambiarios entre el sector público y el privado permitió a la economía navegar los momentos de dificultades de balance de pagos sin mayores daños, dado que la hoja de balance de los agentes privados fue preservada. Sin embargo, el deterioro de la posición fiscal del gobierno federal empeoró la evaluación de las perspectivas de la economía brasileña para los inversores externos, aumentando la prima de riesgo y reduciendo el crédito al país, profundizando los problemas de balance de pagos. Para mejorar estas perspectivas, el gobierno federal recortó los gastos e incrementó los impuestos, causando una contracción económica.

La volatilidad de la economía brasilera se vio entonces amplificada por una política fiscal pro-cíclica.

IV.3. Integración financiera, apreciación cambiaria y pérdida de densidad industrial: 2004 hasta?

A medida que pasaron los años 2000, algunos importantes cambios institucionales, como otras mejoras generales de la economía, hicieron posible superar o atenuar el grado de inestabilidad característico de los recientes patrones de crecimiento en Brasil, descritos previamente. Un elemento central del nuevo cuadro de situación fue la contracción de la deuda externa de Brasil, que fue posible por la acumulación de superávits de cuenta corriente con posterioridad a la crisis de balance de pagos de 1999. El cociente entre la deuda externa neta y las exportaciones totales cayó de 3,6 en 1999 –ubicando al país en la categoría de “severamente endeudado” en la clasificación del Banco Mundial– a una posición neta acreedora en 2007, como puede verse en la tabla 13. El período también se caracterizó por una mejora paralela en la solvencia fiscal.

Tabla 13

Reservas, Deuda externa neta y cuenta corriente

| Años | Reservas internacionales (Miles de Millones de us\$) | Deuda externa neta / exportaciones de bienes | Saldo de cuenta corriente / PBI (%) |
|---------------------|--|--|-------------------------------------|
| 1999 | 36.3 | 3.6 | -4.3 |
| 2000 | 33.0 | 3.1 | -3.8 |
| 2001 | 35.9 | 2.8 | -4.2 |
| 2002 | 37.8 | 2.7 | -1.5 |
| 2003 | 49.3 | 2.1 | 0.8 |
| 2004 | 52.9 | 1.4 | 1.8 |
| 2005 | 53.8 | 0.9 | 1.6 |
| 2006 | 85.8 | 0.5 | 1.3 |
| 2007 | 180.3 | -0.1 | 0.1 |
| 2008 | 206.8 | -0.1 | -1.8 |
| 2009 | 239.1 | -0.4 | -1.5 |
| 2010 ⁽¹⁾ | 275.2 | -0.3 | -2.4 |

(1) enero-sept. Para CC/PBI, y septiembre para reservas y deuda ext./exp.

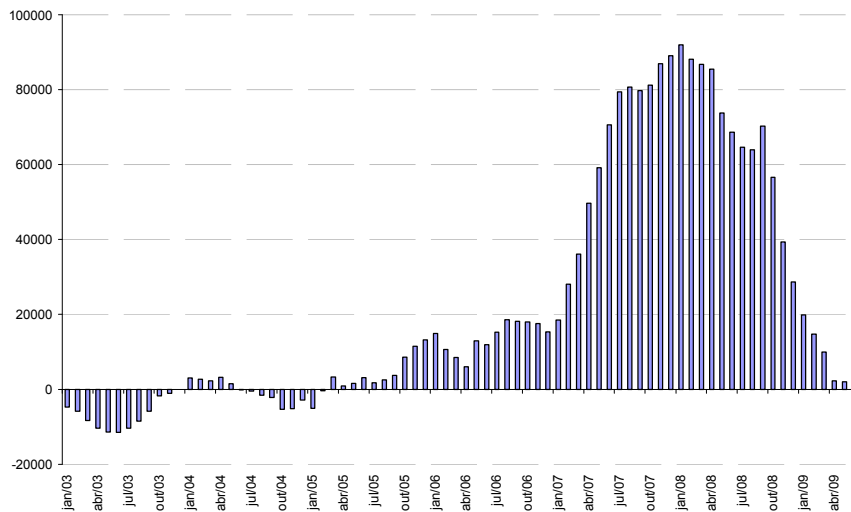
Fuente: Banco central de Brasil.

Al ser removidos los factores de fragilidad, la volatilidad macroeconómica cayó sustancialmente. Las tasas de interés, por ejemplo, cayeron a niveles inauditos en los últimos quince años, aun cuando se mantienen bien por encima de los estándares internacionales. Bajo las nuevas circunstancias, la economía de Brasil comenzó a crecer de una manera aparentemente sostenible en más de dos décadas.

No debería sorprender que los inversores extranjeros se entusiasmaran respecto a las perspectivas de la economía. Alcanzar el grado de inversión en 2008 fue al mismo tiempo una señal y un factor de fortalecimiento de estas tendencias. De esta manera, los ingresos de capitales crecieron en magnitud y devinieron más estables, como se ve en el gráfico 3. Este cuadro duró hasta el último trimestre de 2008, cuando las ondas de impacto generadas por la quiebra de Lemman Brothers finalmente trajo la crisis internacional a Brasil. Sin embargo, un subproducto de los buenos tiempos recientemente alcanzados, fue la sostenida apreciación del real¹⁶⁸, nuevamente, no sólo con respecto al dólar norteamericano, sino con relación a una variada canasta de monedas, como puede verse en el gráfico 4. Por septiembre de 2008, el tipo de cambio efectivo se apreció un 42% desde su nivel en el primer semestre de 2004¹⁶⁹.

Gráfico 3

Ingresos netos de capitales (excl. Autoridades Monetarias) en millones de US\$

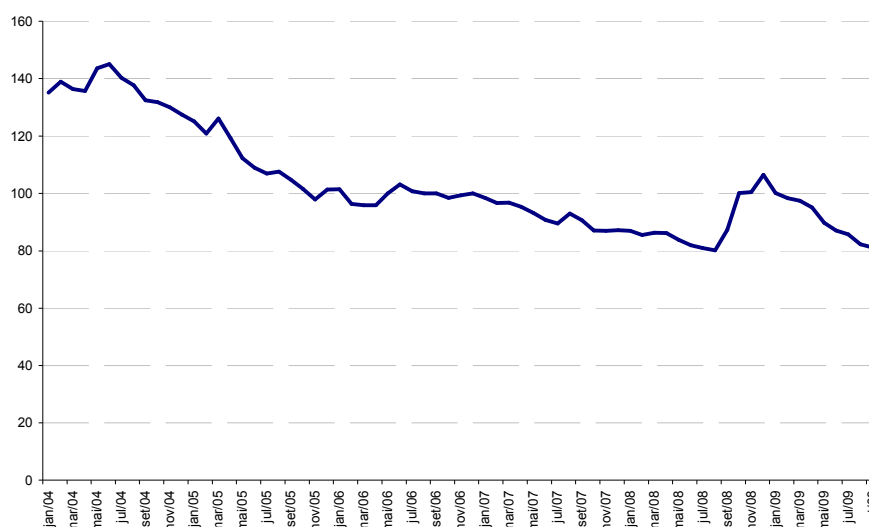


Fuente: Banco central de Brasil.

168. Muchos analistas confieren un rol decisivo a elementos de la cuenta corriente en la explicación del comportamiento del tipo de cambio. Aun cuando estos factores se hayan comportado de la manera asumida por estos analistas, es importante señalar que aun cuando el saldo de cuenta corriente se redujo en 2007 y 2008, la apreciación del real no se detuvo ni se revirtió. En efecto, devino más fuerte, sugiriendo una influencia decisiva de la cuenta capital.
 169. Si medimos la apreciación por medio de la caída en el valor de una canasta de monedas respecto al real. Si la medimos como el incremento en el valor del real con respecto a la canasta de monedas, la apreciación es del 71%.

Gráfico 4

Tipo de cambio real efectivo (Junio de 1994=100)



Fuente: Banco central de Brasil

Considerando todos estos elementos, uno no puede evitar calificar el aparente círculo virtuoso que se generó en la economía en los últimos años. Lo que parece un continuo proceso de expansión económica iniciado en el segundo semestre de 2003, es también un proceso en el cual está ocurriendo un cambio fundamental tanto en los patrones de crecimiento como en el modo en el que la economía de Brasil se integra en la economía mundial. La apreciación del real ha hecho que las exportaciones, y especialmente las exportaciones de productos manufacturados, pierdan impulso. El sector manufacturero también perdió competitividad en el mercado local, con los bienes importados. La aparentemente paradójica coexistencia entre crecimiento y pérdida de competitividad fue de hecho posible por la vigorosa expansión de la demanda doméstica, sostenida por el fuerte crecimiento de la oferta de crédito descrita en la sección 3.

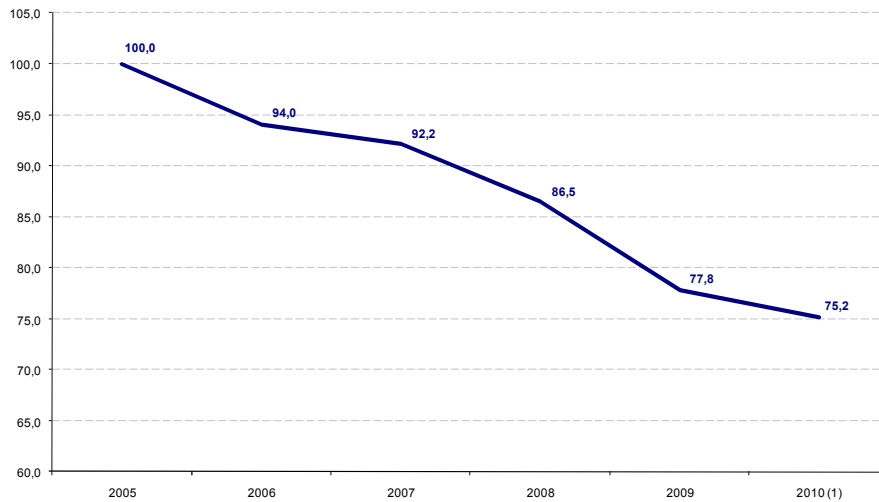
Para ponerlo en términos más concretos, si la contribución de los exportadores netos al crecimiento económico es negativa, sólo una fuerte expansión de la demanda doméstica puede sostener el crecimiento. La fuerte expansión de la demanda doméstica es en sí misma, por supuesto, deseable, pero si su tasa de crecimiento es mayor que la del PIB año tras año, el resultado es un ratio creciente en el déficit de cuenta corriente a PIB. El primer indicio de que esto está actualmente ocurriendo puede verse en la tabla 13, arriba.

Los patrones de crecimiento están también cambiando cuando se analizan desde el punto de vista de la oferta. La estructura de producción, y especialmente las exportaciones, están siendo transformadas, a medida que la producción de manufacturas y las exportaciones pierden importancia en comparación con los competidores externos, debido a la apreciación del tipo de cambio. Desde 2005 las exportaciones de bienes manufacturados de Brasil se han estancado, cuando se las mide en volumen, a pesar del hecho de que el comercio internacional de esta clase de

bienes se ha expandido continuamente hasta su colapso en el último trimestre de 2008, bajo el peso de la recesión mundial. La consecuencia más evidente de estos desarrollos es la pérdida de participación en el mercado mundial, como muestra la figura 5.

Figura 5

Exportaciones de Brasil de productos manufactureros en volumen / exportación mundial de manufacturas en volumen (índice, 2005=100)



Fuente: Funcex y UN.

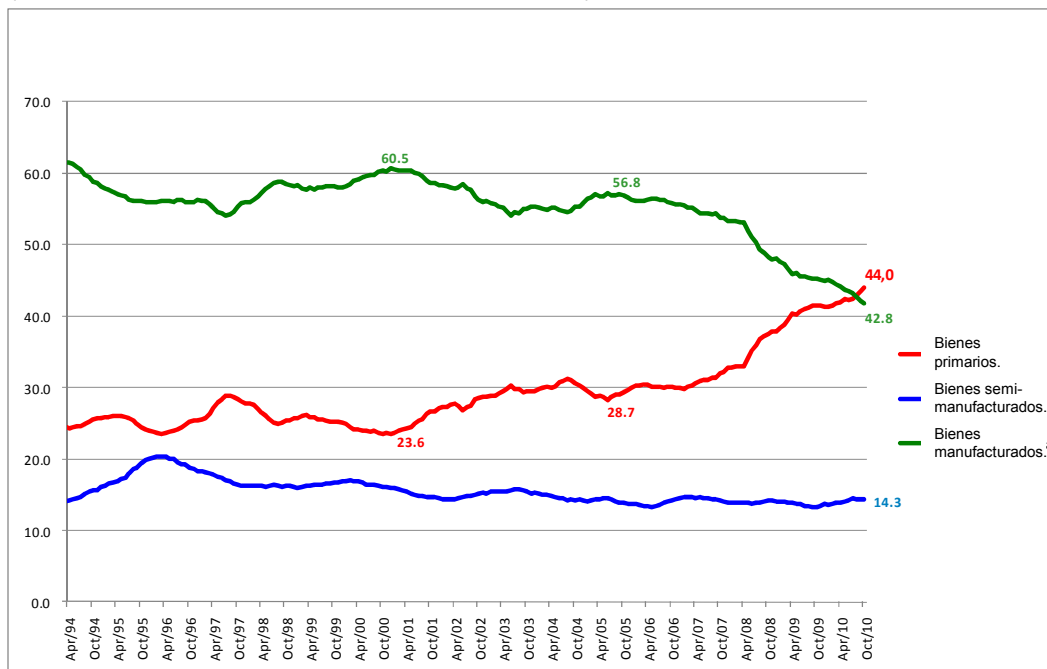
(1) 2010 = acumulado 12 meses a junio.

No sólo Brasil ha estado perdiendo espacio en los mercados internacionales de manufacturas, sino que esta clase de productos ha perdido espacio en las exportaciones totales del país, como puede verse en la figura 6. Además, el grado de diversificación de las exportaciones está también decreciendo¹⁷⁰, tornando al país potencialmente más vulnerable a cambios en los patrones mundiales de demanda. Todas juntas, estas tendencias implican una reducción de la participación del sector manufacturero en el PIB de Brasil, mientras que la exploración mineral y sus exportaciones se expandieron.

170. Para un análisis detallado de este tema, ver Souza (2009).

Figura 6

Exportaciones de Brasil por tipo de producto
(% basado en los valores acumulados 12 meses)



Los cambios descritos se encuentran en su fase inicial. Sin embargo, se están fortaleciendo por los desarrollos ocurridos fuera de las fronteras de Brasil. El factor más importante, por supuesto, es el aumento de China en el producto y el comercio mundial. China es un gran exportador de manufacturas (empujando a la baja sus precios) y un gran importador de commodities (empujando sus precios al alza). El rol de China no es nuevo, pero sí lo es la amplitud de su impacto.

Todos los elementos tratados en esta sección se unen para dibujar un cuadro preocupante para el futuro desarrollo de la economía brasileña, siempre que las tendencias recientes en relación con la competitividad industrial y la balanza de pagos no se modifiquen. En los próximos años, probablemente retornen las vulnerabilidades externas asociadas a los crecientes déficits en la cuenta corriente. En una visión más de largo plazo, la eventualidad de un excesivo grado de especialización en exportación de commodities puede tornar volátil el balance de pagos, dependiente de los cambios en los términos de intercambio¹⁷¹. Finalmente, un excesivo grado de especialización en la

171. Carvalho, Silveira y Souza (2008) muestran cómo este proceso de diversificación de las exportaciones de Brasil, que tuvo lugar entre mediados de los años 1960s y 1980s ha tornado desde entonces al balance de pagos como así también al crecimiento de la economía mucho menos sensibles a cambios en los precios de los commodities internacionales.

producción de algunos pocos bienes puede afectar negativamente el dinamismo de una gran economía como la brasileña.

En otras palabras, resulta riesgoso dejar a la competitividad de la economía, de cara a los competidores externos, a determinarse por los caprichos de los inversores financieros internacionales.¹⁷² Que su influencia sea tan importante como actualmente es da testimonio de que hay algo mal con el régimen de política económica, y en particular, con el régimen cambiario.

En efecto, cuando el régimen de tipo de cambio flotante fue introducido en 1999, se supuso que ajustaría el balance de pagos, liberando otras políticas macroeconómicas para perseguir objetivos domésticos. En retrospectiva, dos promesas esperadas no fueron garantizadas. Primero, muchos economistas esperaban que, libres de la necesidad de atraer capital extranjero para satisfacer los déficits en cuenta corriente durante las turbulencias financieras internacionales frecuentes, las tasas de interés pronto alcanzarían niveles "normales" (para cualquier norma internacional), así como menor volatilidad que en el pasado. Además de eso, a los comienzos de los 2000s hubo una creencia general de que el régimen de flotación, en contraste con el régimen de ancla cambiaria, aseguraba que el valor de la moneda sería consistente con la preservación de la competitividad de la industria doméstica.

Sin embargo, como fuera discutido previamente, la volatilidad permaneció muy alta durante el primer año del nuevo régimen cambiario, a pesar de ser menor que en el pasado, cuando se mantuvo en niveles anormalmente elevados en comparación con los estándares internacionales, rompiendo la primera promesa. Después de 2003, sin embargo, la volatilidad macroeconómica y financiera se redujo, pero el crecimiento subsiguiente de la demanda de activos brasileños provocó un continuo proceso de apreciación cambiaria, que eventualmente condujo a una mala performance de las exportaciones de manufacturas y a un proceso de deterioro de la cuenta corriente, rompiendo el segundo compromiso.

Sin embargo, el hecho que bajo este régimen de política el país ha sido capaz de mantener bajas tasas de inflación y una performance productiva que se encuentra lejos del brillo de la de los países asiáticos pero que ya no es de estancamiento como sucedió en los últimos veinte y pico de años ha impedido, hasta hace poco, la consideración seria de alternativas. Un cierto grado de desencanto con los experimentos de política "heterodoxos" del pasado ponderó en la misma dirección.

Desarrollos recientes en política económica: ¿Reformando el régimen cambiario?

Alrededor del último trimestre de 2008, la crisis internacional iniciada en los Estados Unidos el año anterior, finalmente golpeó a Brasil. Entre sus principales

172. Entre mayo y agosto de 2009, en medio de una creciente euforia respecto a la finalización de la crisis –y, en particular, un renovado optimismo internacional con respecto a la economía de Brasil–, ha habido un ingreso neto de capitales extranjeros por US\$ 12,4 billones al mercado de capitales de San Pablo. Este fue por lejos el mayor componente de entrada de capitales del período, y coincidió con una apreciación del 15% del real.

manifestaciones, tuvo lugar una reversión de los flujos de capitales, devaluando el real. Por otra parte, la devaluación del real en sí misma, tomó por sorpresa a muchos inversores, principalmente grandes firmas no-financieras, que habían apostado, mediante derivados, a que la apreciación de la moneda brasileña continuara. Las grandes pérdidas sufridas por estos inversores dieron lugar a una amplificación de la sensación de incertidumbre, y amplificó el impacto doméstico del contagio de la crisis internacional.

La devaluación del real, sin embargo, fue breve. Ya en 2009, aunque el impacto contractivo de la crisis llevaba algunos trimestres, los ingresos de capital se reanudaron y la moneda nacional comenzó a apreciarse nuevamente. Tratando de desacelerar esta tendencia, el Ministerio de Finanzas dio un paso hacia atrás en el proceso de liberalización de la cuenta capital, imponiendo en octubre de 2009 un impuesto del 2% a la entrada de capitales. Los círculos liberales y los agentes del sistema financiero condenaron en voz alta la iniciativa, aunque una tasa tan baja, se esperaba que fuera poco más que simbólica. En efecto, la imposición de esta forma leve de control de capitales en Brasil fue seguida de iniciativas similares en otros países, comenzando por Taiwán, y dio una señal de cambio en la creencia establecida sobre la eficiencia de los controles de capitales. Tal vez lo más sorprendente, el movimiento terminó recibiendo cierto apoyo de una fuente más inesperada, el FMI. En una nota del Staff ampliamente discutida, los miembros concedieron que bajo ciertas condiciones “los controles de capitales constituyen una porción legítima del arsenal de manejo de los flujos de capital” (Ostry et al., 2010). La calificación bastante obvia de que los controles puedan ser eficaces “bajo ciertas condiciones”, lo que es en efecto una cláusula válida con respecto a los “instrumentos” de política, no oculta el lavado de cara del Fondo, luego de al menos veinte años de una activa prédica por la liberalización.

Cuando en Octubre de 2010 el impuesto a los flujos de capitales se incrementó a un 4%, y nuevamente unas pocas semanas después al 6%, la reacción de los representantes del mercado no fue tan fuerte. Internacionalmente, la idea de que estaba en proceso algún tipo de “guerra de moneda”, motivada por las políticas monetarias y cambiarias en Estados Unidos y en China respectivamente, estableció el escenario para una amplia aceptación de este tipo de intervención en los flujos de capitales. Pareció razonable que, a menos que se pusiera en práctica algún tipo de fuerte política de cooperación internacional, las iniciativas nacionales para proteger el tipo de cambio real y, por lo tanto, la competitividad de la economía eran válidos instrumentos de política.

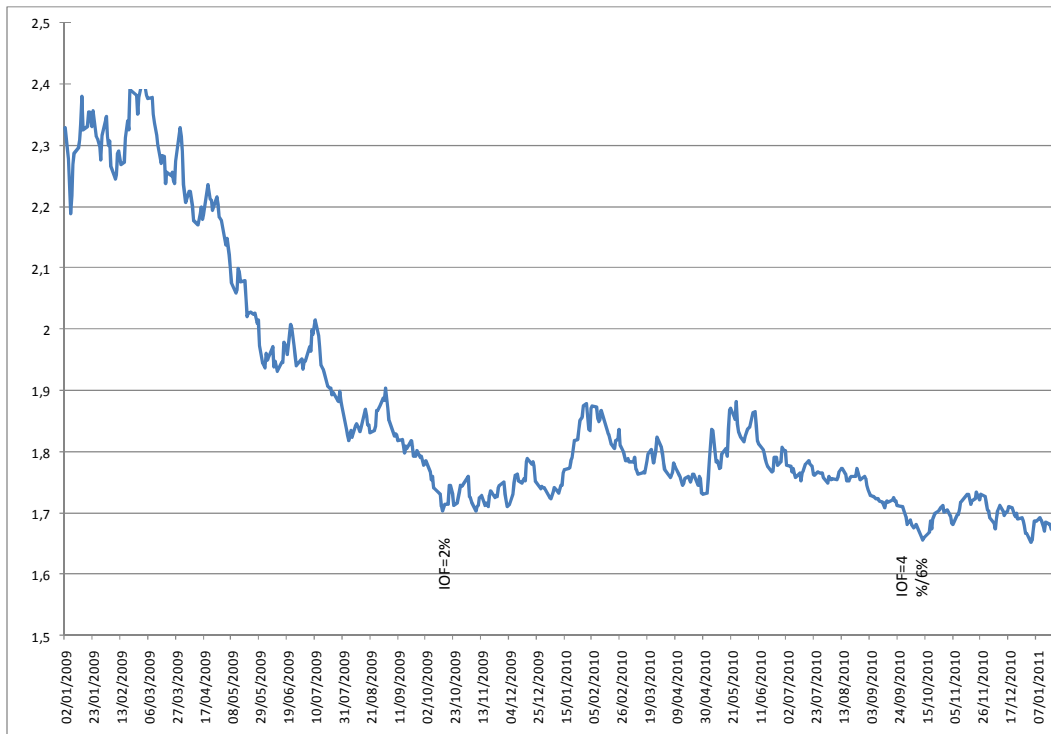
Por supuesto, perdura algún tipo de escepticismo sobre el efecto de mediano plazo de estas políticas, dado que no existen dudas respecto de la creatividad del mercado para encontrar maneras de eludir este tipo de restricciones. Por otro lado, no existe tampoco ninguna duda de que han cambiado las reglas de juego. No existen más apuestas seguras.

Cualquier ejercicio contra fáctico para evaluar el grado de efectividad del establecimiento de impuestos a los ingresos de capitales podría estar sujeto a discusión. Sin embargo, la evolución de las tasas de mercado desde la vigencia del

nuevo impuesto es compatible con la idea de que el gobierno ha al menos sido capaz de establecer un piso a los movimientos del tipo de cambio (Figura 7).

Figura 7

Evolución del tipo de cambio (R/US\$) y establecimiento de impuestos a los flujos de capitales (IFC)



Con el objeto de preservar o mejorar su poder de influencia, y por lo tanto proteger al tipo de cambio en el mediano y largo plazo, el gobierno deberá cumplir al menos con dos condiciones: a) deberá fijar el mix de políticas macroeconómicas de acuerdo con el nivel deseado (intervalo) del tipo de cambio, lo que requiere bajar el nivel de la tasa de interés; b) debe ser capaz de emplear una variedad de instrumentos de política eficientes para intervenir en el mercado de cambios y aplicar controles de capitales siempre que sea necesario.

Mientras que el gobierno de Brasil ha dado pistas de que puede cumplir la primera condición en el futuro, ha endurecido los instrumentos de intervención estableciendo límites a las posiciones vendidas en moneda extranjera por parte de los bancos domésticos, y vendiendo dólares en el mercado de futuros. Estos podrían ser los primeros pasos hacia el diseño de un nuevo régimen cambiario, cuyos contornos no están todavía del todo claros, pero que debería ser capaz de garantizar un tipo de cambio más competitivo y más estable.

V. Conclusiones

La performance de la economía brasileña desde la crisis asiática puede resumirse como una versión de la economía *Ricitos de Oro*: ni muy caliente, ni muy frío. Desafortunadamente, sin embargo, sería un exceso de optimismo agregar que fue “sólo suerte”. Hasta hace muy poco, la economía de Brasil ha sido incapaz de alcanzar y sostener tasas de crecimiento comparables con las de otras economías emergentes líderes (y, de hecho, a lo que el propio Brasil ha logrado desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta finales de 1970). Por otro lado, ha mostrado una gran flexibilidad de cara a la profunda crisis internacional. Finalmente, una plaga importante, la alta inflación, fue eliminada por el éxito del Plan Real de 1994, aunque el fin de la inflación no logró una recuperación automática del crecimiento económico ni del desarrollo.

Parafraseando a Keynes, las implicancias del análisis propuesto en este trabajo son parcialmente optimistas y parcialmente poco optimistas (por no decir pesimistas). La economía parece haber encontrado un nuevo sendero de crecimiento, a menores niveles que en el pasado o en comparación con otras economías emergentes. Además, es importante agregar aunque no sea el objetivo de este trabajo, que la recuperación del crecimiento fue alcanzada en paralelo con un esfuerzo por resolver grandes y profundamente enraizados problemas de la sociedad brasileña, como la pobreza extrema a gran escala, y la elevada concentración del ingreso. En efecto, muchos analistas atribuyen a programas tales como el programa Bolsa de Familia, la extensión de los beneficios de la seguridad social a las áreas rurales y a la política de aumento de los salarios mínimos, un prominente rol en mantener la demanda doméstica alta, mientras que el país absorbía las ondas expansivas provenientes de la crisis internacional.

Pero, particularmente en el frente institucional doméstico, existen todavía muchas razones de preocupación.

El principal riesgo que la economía del país enfrenta reside en su incapacidad para contrarrestar los efectos perversos del nuevo régimen cambiario adoptado en 1999. Es ampliamente aceptado que las economías en desarrollo pueden difícilmente soportar tipos de cambio fijos y aún los regímenes de crawling peg pueden generar muchas dificultades. Por otro lado, los regímenes de flotación cambiaria, en particular en combinación con elevadas tasas de interés domésticas, pueden resultar una combinación mortal. En el caso de Brasil, tratamos de mostrar que esta no es una advertencia genérica, sino que ya está causando tendencias perversas en la estructura de producción y exportaciones, que pueden terminar costando muy caro a la sociedad brasileña.

Un tema secundario ha sido que la fortaleza casi única del sistema financiero de Brasil entre las economías emergentes, particularmente de América Latina, bien puede ser puesta a prueba en un futuro cercano, a medida que su dependencia en la inversión de títulos públicos sea gradualmente reemplazada por la expansión del crédito al sector privado. Será ciertamente una prueba tanto para los bancos como para los supervisores, que se encuentran también poco familiarizados con esta eventual configuración del mercado.

A fin de cuentas, en este punto, puede prevalecer un moderado optimismo. El tipo de cambio puede ser influido por políticas virtuosas, por ejemplo puede crearse o reflatarse algún instrumento con el fin de incrementar la influencia de las autoridades en este mercado. Por otro lado, los bancos que operan en Brasil han mostrado en el pasado mucha habilidad para innovar y adaptarse a nuevas oportunidades. El país se encuentra todavía en un proceso de aprendizaje de largo plazo de vivir sin alta inflación, pero hasta ahora los resultados, si bien no han sido brillantes, tampoco han sido desastrosos.

Capítulo VII

Shock externo y respuesta de política macroeconómica en Colombia

Eduardo Ariel Corso

I. Introducción

A lo largo de las últimas dos décadas, las políticas macroeconómicas de las economías latinoamericanas han sido característicamente pro-cíclicas, favoreciendo el crecimiento económico durante los períodos de auge externo, y acumulando vulnerabilidades que se ponen de manifiesto ante condiciones externas menos favorables (Ocampo, 2007).

Al igual que en otros países de América Latina, a comienzos de los años noventa las autoridades colombianas emprendieron una serie de reformas que afectaron el comportamiento cíclico de la economía. El conjunto de medidas incluyó un proceso de apertura y liberalización financiera y una reforma constitucional con profundos efectos fiscales. Como resultado, la economía experimentó una fase de exuberancia de los ingresos de capitales, dando origen a un ciclo de expansión del crédito y de mayor fragilidad financiera, principalmente en el segmento hipotecario.

Los episodios de crisis financiera acontecidos en el sudeste asiático en primer lugar, y el posterior efecto contagio que siguió a la crisis rusa, repercutieron en el acceso al financiamiento externo de las economías emergentes, encontrando a la economía colombiana con un sistema financiero frágil, altos niveles de endeudamiento externo, un profundo déficit de cuenta corriente financiado principalmente con pasivos de corto plazo y una baja flexibilidad cambiaria. Los acuciantes resultados negativos en el frente fiscal promovidos por la reforma de la constitución, imposibilitaron la realización de una respuesta de política contracíclica. La capacidad de las autoridades de realizar políticas monetarias contracíclicas también se encontró limitada, y de hecho actuaron de manera procíclica, a través del incremento en las tasas de interés con el objeto de contrarrestar la salida de capitales. La imposibilidad de defender el régimen cambiario llevó al abandono del *crawling peg* vigente en 1999, y la posterior adopción de un régimen de flotación administrada.

Tras el desencadenamiento de la crisis, el gobierno colombiano emprendió una serie de medidas en el plano fiscal, monetario y financiero que, junto con al auge en el precio de los commodities que caracterizó el período 2004-2008, redujeron significativamente las vulnerabilidades de la economía a lo largo de los últimos años, lo que se tradujo en un aumento en la capacidad de respuesta de política económica ante eventos externos críticos, como se haría manifiesto durante el episodio global de 2007-2008.

Si bien es innegable el rol que factores exógenos tales como el incremento en los términos de intercambio observados en el período 2004-2008, han tenido para explicar las mayores fortalezas de la economía, no es menos importante el efecto del conjunto de medidas de política emprendidas en diversas áreas, como las mejoras recaudatorias observadas durante ambas administraciones Uribe, la desarticulación de los mecanismos indexatorios luego de la crisis de 1999, la adopción de una política de metas de inflación, la política de intervención cambiaria activa implementada para lidiar con la presión a la apreciación real y la volatilidad nominal, la reestructuración del sistema financiero, el sesgo de los flujos de capitales hacia inversión extranjera

directa en petróleo y minería, y por última la capitalización de Ecopetrol que genera buenas perspectivas en términos de exportación de combustibles.

Como resultado de la interacción de estos factores, frente al reciente episodio de crisis financiera global, tanto la política monetaria como la fiscal evidenciaron una respuesta contra-cíclica. En el caso de la política monetaria, el comportamiento contra-cíclico también se observó durante el auge previo (2004-2008). Sin embargo, la capacidad de respuesta de la política fiscal continúa siendo limitada, condicionada por un déficit fiscal de carácter estructural. Esta característica de las cuentas públicas colombianas es una pesada herencia de la reforma constitucional llevada a cabo a comienzos de la década del noventa, y su corrección constituye la principal deuda pendiente en materia económica.

El objetivo de este trabajo es analizar los factores que explican la mayor capacidad de respuesta de política de los hacedores de política frente a la reciente crisis global, en comparación con el episodio de 1999. Paralelamente, se buscará identificar cuáles son los principales condicionantes de la economía que se encuentran aún operativos. Con este fin, el resto del trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección II se describe el ciclo de auge y reversión de los flujos de capitales que finalizó en la crisis de 1999 y el conjunto de medidas emprendidas posteriormente con el objeto de regularizar el comportamiento del sistema financiero. En la sección III se analiza la evolución del régimen monetario-cambiario colombiano desde comienzos de los noventa hasta la actualidad. En la sección IV se presenta un análisis de la evolución de las cuentas públicas colombianas desde la reforma de la constitución de 1991 mientras que en la sección V se describe la evolución de las cuentas externas. Sobre la base de las secciones II, III y IV, en la sección V se analiza la respuesta de política monetaria y fiscal frente a la experiencia de la crisis subprime. Por último en la sección IV se presentan las conclusiones.

II. Flujos de capitales, fragilidad financiera y crisis

II.1 La apertura y liberalización financiera de comienzos de los noventa

Al igual que en otras economías de la región, hacia comienzos de los años noventa Colombia se embarcó en un proceso de apertura y liberalización enraizado en los lineamientos del denominado Consenso de Washington¹⁷³. La liberalización de la inversión extranjera directa (IED) había comenzado anteriormente, hacia fines de la década del ochenta, con la decisión 220 de 1987 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, que suprimió la lista de prohibiciones a la IED y aumentó el derecho de giro de utilidades. Posteriormente, la ley 9 de 1991 derogó el control de cambios.

Desde el comienzo del proceso de apertura y liberalización financiera hasta la actualidad, Colombia experimentó dos grandes fases de ingresos de capitales. La

173. Los cambios en la estructura institucional colombiana durante la primera mitad de los noventa fueron profundos, y su alcance fue mucho más allá que la apertura y liberalización financiera. El proceso incluyó una reforma constitucional en 1991, cuyos efectos sobre las cuentas públicas del país serán analizados en la sección IV.

primera, se extiende desde comienzos de los años noventa hasta 1998, mientras que la segunda tiene su inicio en 2004 y finaliza con el estallido de la crisis sub-prime. Específicamente, consideraremos la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 como el final de esta etapa. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido tras la finalización de la primera fase, las condiciones de accesibilidad al financiamiento externo de los agentes colombianos se ha recuperado con rapidez una vez disipados los efectos impacto de la reciente crisis global. Adicionalmente, las bajas tasas de interés en las economías centrales resultantes de políticas monetarias con sesgo expansivo, promovieron los flujos de capitales hacia las economías emergentes. De esta manera, podemos considerar que el país se encuentra actualmente transitando por una tercera fase en términos de ingresos de capitales que puede muy bien ser considerada la continuación de la segunda.

Durante el período en que se extendió la primera fase, el sistema financiero colombiano experimentó un típico ciclo de aumento del crédito acompañado con un incremento en la fragilidad financiera, dada la mayor disposición de los intermediarios a tomar riesgo con el sector privado. Como será analizado más adelante en este trabajo, el boom de crédito se concentró en el mercado hipotecario, en el cual las vulnerabilidades se harían particularmente manifiestas.

La primera fase de ingresos de capitales culminaría con una reversión súbita en 1998, desencadenada por el efecto contagio frente a la mayor incertidumbre generada por los episodios de Brasil y Rusia. La presión sobre el mercado de cambios y sobre las tasas de interés locales actuaría como un catalizador de la crisis financiera y cambiaría que golpeó duramente a la economía durante 1999. Los cambios en la estructura del sistema financiero acontecidos durante la primera mitad de los noventa implicarían que la crisis no se circunscribiría al mercado hipotecario, sino que repercutiría en el resto del sistema financiero. De esta manera, comprender los elementos que subyacen tras aquel episodio implica necesariamente tener en cuenta los cambios en la estructura del sistema.

Características generales del sistema financiero

El desarrollo del sistema financiero colombiano con anterioridad a la década del noventa se ha enmarcado en un modelo de especialización (ver De la Cruz y Stephanu, 2006 y Clavijo, 2000), caracterizado por tres elementos. En primer lugar, el desarrollo de instituciones financieras especializadas, con objetivos diferenciados y actividades específicas. En segundo lugar, el aislamiento en términos de propiedad de estas instituciones, mediante restricciones a la propiedad cruzada. Por último, el establecimiento de restricciones a la inversión por parte de las entidades de depósitos, como por ejemplo las prohibiciones a realizar inversiones accionarias en el sector real.

Junto con la liberalización de los flujos de capitales, el sistema financiero colombiano fue objeto de una profunda reforma a través de la ley 45 de 1990, que implicaría el abandono del esquema histórico previamente mencionado. Específicamente, la norma autorizó las participaciones accionarias cruzadas entre algunos grupos de entidades financieras, estableciendo un sistema de *multibanca*, y promoviendo el desarrollo de

conglomerados financieros. La ley estableció la libertad de entrada y salida de los mercados, redefinió la estructura del sector financiero y de sus servicios, y reguló los flujos de información. Posteriormente, la ley 35 de 1993 aprobó la ampliación de las operaciones que podían realizar los diversos intermediarios, autorizó la creación de entidades especializadas en leasing, facilitó la liberación de plazos y tasas de interés, permitió a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) a captar fondos en pesos y amplió sus operaciones, como así también las de las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) y de las Corporaciones Financieras (CF). En particular, eliminó el monopolio de las CAV como entidades de ahorro, beneficio del que disponían desde 1972. En este nuevo esquema de multibanca, las principales entidades que pasaron a conformar el sistema financiero colombiano son las siguientes:

- 1) Establecimientos bancarios: Entidades que ofrecen servicios tanto a escala minorista (incluyendo financiamiento hipotecario) como así también servicios bancarios corporativos con excepción de banca de inversión y leasing.
- 2) Corporaciones financieras (CFs): Oferentes de servicios de banca de inversión y corporativa, pero imposibilitadas de fondearse a través de depósitos.
- 3) Compañías de Financiamiento Comercial (CFCs): Se trata de entidades financieras oferentes de crédito y servicios de leasing, pero que no pueden fondearse con depósitos.
- 4) Compañías Fiduciarias: Especializadas en actividades de manejo de activos y actividades de trust/fiduciarias.
- 5) Comisionistas de bolsa: brokers y brokers-dealers que ofrecen servicios de banca de inversión y administración de fondos.
- 6) Compañías de seguros (de vida y otros).
- 7) Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías.

De la liberalización de la cuenta de capitales a la crisis de 1999

El pasaje desde una banca especializada a una multibanca implicó un cambio en la estructura de riesgo del sistema financiero. Específicamente, a diferencia de un sistema de banca especializada en el que los riesgos asociados con las diversas actividades se encuentran circunscriptos a mercados específicos, en una estructura de multibanca la delimitación de los riesgos asociados con la intermediación financiera es más difusa. Si bien esta es una característica relevante del nuevo sistema, los factores que dieron origen a la crisis de 1999 deben buscarse principalmente en las características específicas del segmento hipotecario, factores que serán analizados a continuación.

Hacia fines de los años ochenta el sistema bancario concentraba la mayor proporción de sus créditos a plazos menores o iguales a un año, mientras que los créditos a mayor plazo se encontraban limitados a las CAV. Previo a la reforma del sistema financiero, estas entidades eran los únicos intermediarios autorizados a ofrecer depósitos de

ahorro a tasas de interés reales no-negativas. Adicionalmente, disponían de un acceso irrestricto tanto en términos de monto como de plazos a las facilidades automáticas del banco central¹⁷⁴ frente a caídas inesperadas de los depósitos, a la vez que sus requerimientos de capital eran inferiores a los de otros intermediarios. La reforma financiera de comienzos de los noventa rompió con el cuasi-monopolio en el mercado de depósitos a plazo de las CAV, autorizándose a otros intermediarios a captar depósitos a tasas de interés competitivas. Por otro lado, se igualaron las condiciones de acceso de todos los intermediarios a los préstamos de última instancia de la autoridad monetaria. De esta manera, la regulación permitió que las entidades fueran más homogéneas y competitivas, y estimuló la generación de economías de escala que permitirían la ampliación de la oferta de instrumentos financieros. Como resultado, el financiamiento hipotecario experimentó un auge sin precedentes a partir de 1993.

Una característica específica del segmento hipotecario que tuvo un rol relevante en la gestación de la crisis, fue la presencia de un mecanismo indexatorio, a través de la aplicación de la denominada unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), utilizada para actualizar el valor de las deudas hipotecarias. Desde su creación en septiembre de 1972 hasta su desaparición en diciembre de 1999, la UPAC fue ajustada diariamente por medio de la denominada “corrección monetaria”. Hasta septiembre de 1994, la Junta Directiva del Banco de la República llevó a cabo esta corrección monetaria en base a la inflación pasada. A partir de entonces el cálculo estuvo basado en un porcentaje fijo (74%) del promedio móvil de la tasa de interés de captación de Depósitos a Término Fijo (DTF) de corto plazo¹⁷⁵. La medida buscaba que las CAV pudieran captar depósitos en UPAC a tasas competitivas respecto a los restantes instrumentos de ahorro (Cárdenas y Badel, 2003). Este sistema se mantuvo hasta mayo de 1999. La nueva fórmula, al atar la corrección monetaria a la tasa de interés, atenuó el riesgo de descalce para las CAV, pero transfirió una mayor riesgo a los deudores hipotecarios. Muchos deudores comenzaron a enfrentar un descalce entre sus ingresos –que crecían de acuerdo con el salario mínimo y la inflación-, y el crecimiento de las cuotas de los créditos.

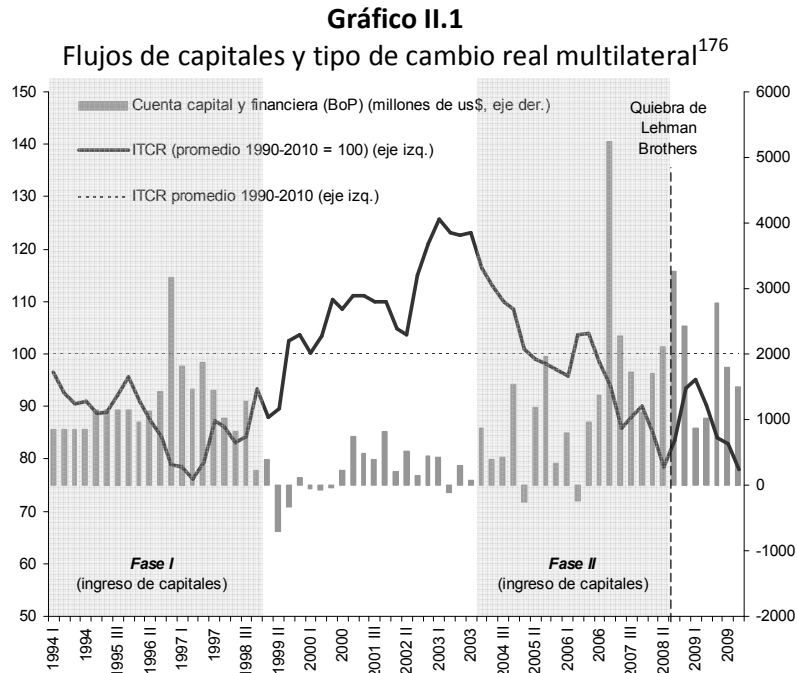
La reversión de los flujos de capitales, acontecida a partir de 1998 y la consecuente presión sobre la banda cambiaria, elevó las tasas de interés de captación (DTF) y con ellas el costo del crédito (medido como el crecimiento real de la UPAC) tornando al sistema insostenible. La calidad de cartera de las entidades se deterioró de forma acelerada, y en noviembre de 1998 se declaró la emergencia económica.

174. Banco de la República de Colombia.

175. La ponderación del promedio móvil fue cambiando entre septiembre de 1994 hasta 1999. La Resolución Externa N° 26 de la Junta Directiva del Banco de la República con fecha 9 de Septiembre de 1994, estableció que el valor de la UPAC equivaldría al 74% del promedio móvil de la tasa DTF de las 12 semanas previas a la fecha de cálculo. Posteriormente, la Resolución Externa N° 18 del 30 de junio de 1995 estableció el valor de la UPAC como el 74% del promedio móvil de la tasa DTF de las cuatro semanas previas. Por último, la Resolución Externa N° 6 del 5 de marzo de 1999 continuó utilizando para la definición de la UPAC el 74%, pero esta vez del promedio ponderado de la DTF efectiva de las cuatro semanas del mes anterior a aquel cuyo valor se calculaba. La tasa DTF de las semanas de cálculo tenían la siguiente ponderación: a) La DTF de la última semana del mes anterior al que se calculaba, ponderaba un 40%. b) La DTF de las tres semanas anteriores a ésta, ponderaban un 30%, 20% y 10%, respectivamente.

Simultáneamente con los factores regulatorios, y los mecanismos indexatorios, operaron los elementos típicos del ciclo de auge y fragilidad financiera que acompañan las fases de ingresos de capitales, seguidos de una reversión y crisis financiera. Del lado de la oferta de crédito, durante la fase expansiva del ciclo se relajaron las condiciones de acceso al financiamiento hipotecario. Del lado de la demanda, la apreciación del tipo de cambio real coadyuvó para que el sector privado sobreestimara el valor real de su ingreso permanente, incentivándolo a tomar posiciones de sobre-endeudamiento con el sistema financiero.

En el gráfico II.1 se observa que en Colombia, los períodos de auge en los ingresos de capitales se asocian con etapas de apreciación real, como se desprende de la evolución de las series en los subperíodos 1994-1998 y con posterioridad a 2003, hasta la actualidad. Adicionalmente, en el gráfico II.2 se observa que los flujos de capitales siguen un comportamiento procíclico, al igual que el crédito doméstico al sector privado.

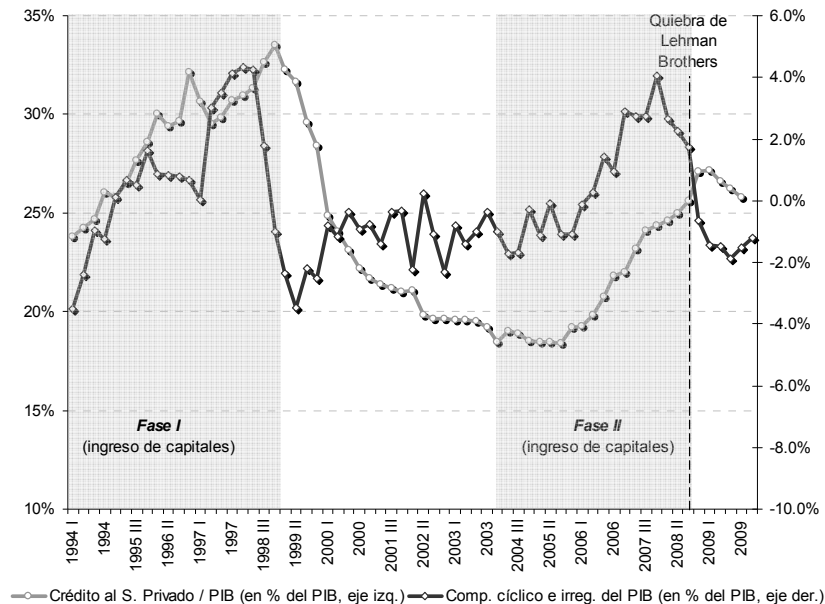


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República y CEPAL.

176. Las ponderaciones totales corresponden a la participación móvil de orden 12 de cada país en el comercio exterior colombiano (importaciones y exportaciones) con los 20 principales socios.

Gráfico II.2

Componente cíclico e irregular del PIB y ratio crédito al S. Privado / PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

II.2 Las respuestas frente a la crisis de 1999 y la evolución del sistema financiero

El gobierno declaró la emergencia económica en noviembre de 1998, y emprendió una serie de medidas con el objeto de mitigar los efectos de la crisis sobre las hojas de balance del sector financiero y del sector privado no financiero. Estas medidas pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Capitalización de las pérdidas de la banca pública.
- Nacionalización y reestructuración de entidades.
- Provisión de recursos y capitalización de la banca privada.
- Alivio de deudores hipotecarios.
- Liquidación de entidades¹⁷⁷.
- Reestructuración de la banca hipotecaria¹⁷⁸.

El costo fiscal de las medidas tendientes a mitigar el impacto de la crisis se concentró en los primeros tres puntos. El efecto de la capitalización de la banca pública¹⁷⁹ en términos de incremento de deuda se estimó en 3,9% del PIB. Con respecto a la capitalización de la banca privada, la Resoluciones 06 de 1999 y 06 de 2001 de

177. La Superintendencia Bancaria intervino 10 entidades para su liquidación.

178. De acuerdo con la ley 510/1999, todas las CAV (Cooperativas de Ahorro para la Vivienda) debían reconvertirse en bancos antes de 2002.

179. Incluyendo la liquidación de la Caja Agraria.

FOGAFIN¹⁸⁰, establecieron líneas de crédito con el objeto de fortalecer a las entidades por un monto estimado de 0,7% del PIB. Por último, el incremento en los pasivos públicos asociados con las compensaciones a los deudores hipotecarios ascendió a 1,6% del PIB. Estas compensaciones fueron asumidas directamente por el gobierno mediante la emisión de bonos de deuda pública entregados a las entidades hipotecarias encargadas de la reliquidación de préstamos. En resumen, el costo fiscal de la crisis se estima en 6,2% del PIB¹⁸¹ (Arango, 2006).

Con respecto a la reestructuración de la banca hipotecaria, la ley 546 de 1999 estableció la conversión de las CAV en bancos comerciales (denominados Bancos Especializados en Crédito Hipotecario (BECH)) durante los tres años siguientes, reduciéndose el número de entidades.

Mas allá de los efectos de estabilización a nivel de las hojas de balance de deudores y acreedores, un efecto colateral de las medidas fue el de generar un cambio en la estructura de riesgo del sistema financiero, reduciendo la exposición al riesgo de contraparte con el sector privado e incrementando la exposición al riesgo de mercado, como resultado de la sustitución en las hojas activas de las entidades de créditos al sector privado por títulos públicos. Estas tenencias pasaron de representar alrededor de un 12% de los activos en 1997 (Vargas, 2006) a más del 30% en 2005 (ver tabla II.1).

Tabla II.1
Exposición de los establecimientos de crédito a sus principales deudores
(% de la cartera total)

| | Dic-04 | Dic-05 | Dic-06 | Dic-07 | Dic-08 | Jun-09 | Dic-09 | Jun-10 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sector público | 33.4% | 33.9% | 24.3% | 19.0% | 18.1% | 21.6% | 23.7% | 24.1% |
| Sector corporativo privado | 40.2% | 39.4% | 44.3% | 46.3% | 48.9% | 47.2% | 44.3% | 44.0% |
| Sector hogares | 26.4% | 26.8% | 31.4% | 34.7% | 33.1% | 31.3% | 31.9% | 31.9% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

Como resultado de la implementación de las medidas tendientes a compensar el efecto de la crisis, los indicadores de calidad de cartera, mora, cubrimiento, rentabilidad y solvencia del sector comenzaron a evidenciar una tenencia a la recuperación durante los años subsiguientes.

180. Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

181. De acuerdo con las estimaciones oficiales, en términos del PIB de 2002, el costo bruto asciende a 7,1% del PIB. Sin embargo, las recuperaciones de activos por parte del sector público totalizaría 3,1% del PIB, de manera que el costo fiscal neto se encontraría en torno del 4,0% del PIB.

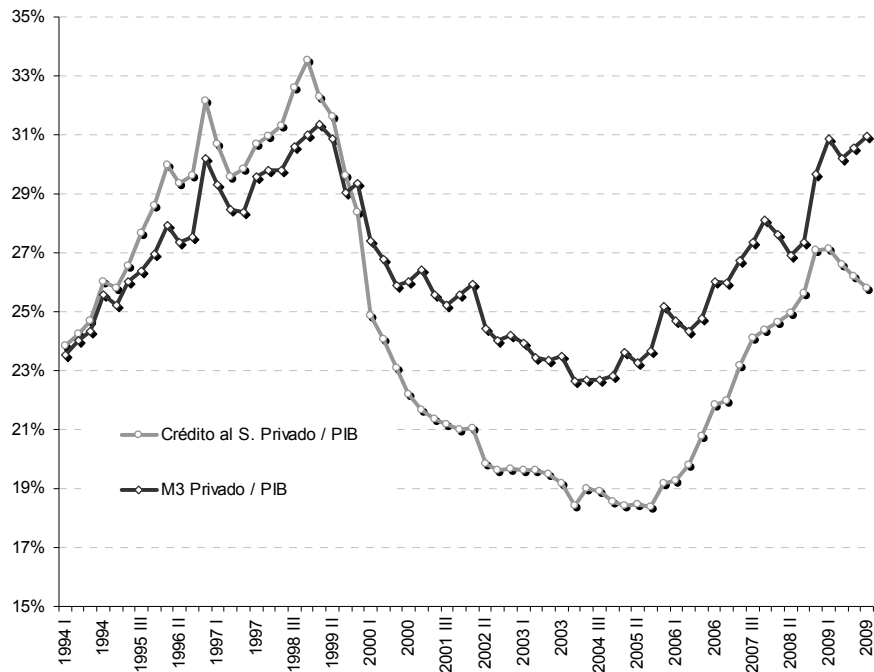
Tabla II.2
Indicadores del sistema bancario

| Indicadores del sistema bancario | Dic-02 | Dic-07 | Dic-09 |
|---|--------|--------|--------|
| Calidad de cartera (cartera riesgosa / cartera bruta) | | | |
| Cartera hipotecaria | 32.0% | 8.5% | 8.3% |
| Cartera comercial | 21.0% | 5.6% | 9.5% |
| Cartera de consumo | 8.0% | 8.6% | 10.6% |
| Cartera total | 20.8% | 6.5% | 9.7% |
| Mora (cartera vencida / cartera bruta) | | | |
| Cartera hipotecaria | 35.0% | 10.7% | 9.9% |
| Cartera comercial | 5.0% | 1.8% | 2.9% |
| Cartera de consumo | 7.0% | 5.6% | 6.5% |
| Cartera total | 9.0% | 3.3% | 4.6% |
| Cubrimiento (provisiones / cartera riesgosa) | | | |
| Cartera hipotecaria | 31.0% | 36.8% | 36.6% |
| Cartera comercial | 27.5% | 66.3% | 51.1% |
| Cartera de consumo | 40.8% | 52.3% | 71.1% |
| Cartera total | 29.5% | 58.0% | 55.7% |
| Rentabilidad del activo (total del sistema) (ROA) | 1.7% | 2.0% | 2.4% |
| Indicador de solvencia (patrimonio técnico / activos p.p. riesgo) | 12.8% | 13.4% | 14.9% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

Una vez disipada la incertidumbre a nivel de las hojas de balance de deudores y acreedores, la recuperación de la actividad económica comenzó a acelerarse a partir de 2003. En ese contexto, la intermediación financiera colombiana comenzó a evidenciar síntomas de recuperación. El proceso de remonetización se inició tímidamente en 2004 y se consolidó en los años subsiguientes. Entre el IV trimestre de 2004 y el IV de 2007, el ratio M3 privado/PIB se incrementó 5,3 puntos del producto, acumulando un incremento de 8,1 puntos al IV trimestre de 2009. La caída del crédito al sector privado fue más prolongada que el proceso de desmonetización tras la crisis de 1999, extendiéndose hasta el tercer trimestre de 2005. A partir de ese momento, el crédito se recuperaría en términos del producto unos 8,7 puntos hasta el primer trimestre de 2009, período en que se comenzaría a manifestar el impacto de la crisis financiera global (Ver gráficos II.3)

Gráfico II.3
Indicadores de intermediación financiera

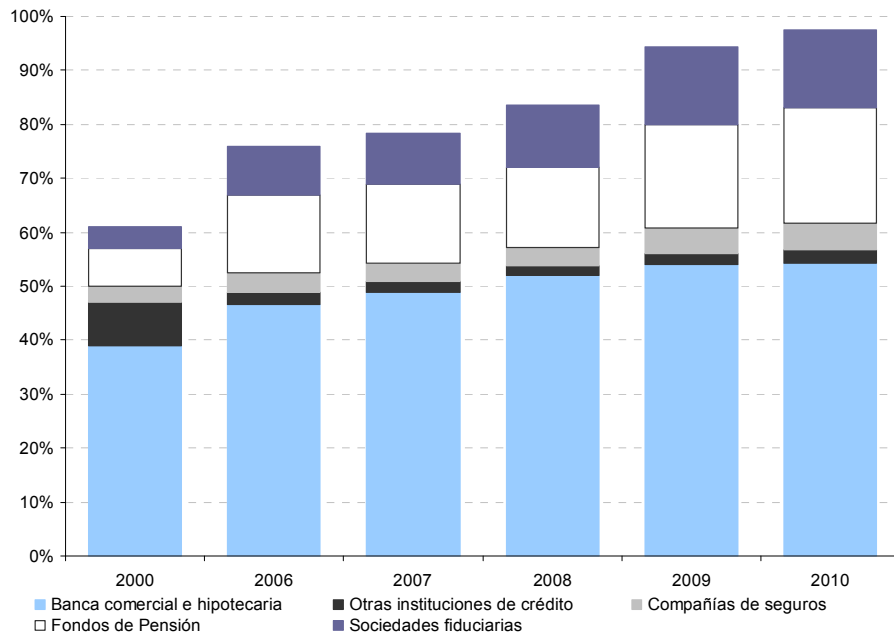


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

En términos más generales, desde el año 2000 los activos totales de los principales intermediarios que componen el sistema financiero colombiano se incrementaron en casi 37% del PIB, alcanzando en 2010 un stock cercano al 98% del producto (ver gráfico II.4). Un elemento que ha caracterizado el incremento en la intermediación financiera del país con posterioridad a la crisis de 1999 ha sido la disminución en la participación (en términos de los activos totales) de las entidades bancarias, pasando del 64% del total de activos en el año 2000 al 55% en el 2010. Por su parte, se observa un marcado incremento en la participación de los fondos de pensión y las sociedades fiduciarias, que en conjunto representaban un 11% de los activos totales en el año 2000, alcanzando el 36% en el 2010.

Gráfico II.4

Composición de los activos totales del sistema financiero por tipo de intermediario
(% de los activos totales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia Financiera de Colombia.

A pesar del cambio en las participaciones relativas, las entidades bancarias continúan siendo los principales vehículos financieros para el sector privado.

A partir del significativo incremento de la participación de los fondos de pensión en la intermediación financiera colombiana, a través de la ley 1328 de 2009 se determinó la creación de un sistema de *multifondos*, que consiste en establecer para los fondos de pensión esquemas de ahorro administrado de acuerdo con la edad de los aportantes. De esta manera, los ahorristas jóvenes podrían destinar una mayor proporción de sus fondos hacia activos de mayor rentabilidad. Por su parte, los aportantes de edad media (entre 40 y 45 años) equilibrarían la distribución de sus activos, con la posibilidad de asignar hasta un 60% de su portafolio en títulos de renta variable. Finalmente, aquellos aportantes cercanos a la edad de pensión asignarían la mayor parte de sus recursos en activos de bajo riesgo. De esta manera, además de resultar una medida que promueve el desarrollo de los mercados financieros del país, el establecimiento de un esquema de *multifondos* podría convertirse en una fuente de financiamiento para la inversión en infraestructura, al canalizar el ahorro de aportantes jóvenes y de edad media hacia estas actividades, cuya madurez calza adecuadamente con las necesidades de los fondos de pensión.

III. La evolución del régimen monetario-cambiario en Colombia

Tras la liberalización de los flujos de capitales a comienzos de los años noventa, las autoridades colombianas emprendieron un conjunto de medidas buscando, por un lado, desarrollar herramientas para lidiar con las mayores presiones sobre el mercado

de cambios, y por el otro, disponer de un mayor número de instrumentos de política monetaria.

En el frente cambiario, durante los primeros años de la década se abandonó gradualmente el régimen de *crawling peg* para adoptar un régimen de bandas cambiarias deslizantes, que eran fijadas periódicamente teniendo en cuenta la inflación doméstica y externa, con el objeto de evitar la revaluación real del peso. Se intentaba que el tipo de cambio nominal oscilara en niveles que evitaran una inflación excesiva (en el caso del límite superior de la banda) o que pusiera en riesgo la sostenibilidad del balance de pagos (límite inferior).

Con respecto al desarrollo de instrumentos de política monetaria, a partir de 1995 se adoptaron medidas tendientes a reducir la variabilidad de las tasas de interés mediante la puesta en marcha de ventanillas lombardas (*standing facilities* que no se fijan en función de las necesidades de liquidez de cada día) de acceso ilimitado y a tasas fijas. En noviembre de 1996 la Junta Directiva del Banco de la República optó por un esquema de meta intermedia de base monetaria y en mayo de 1998 se construyó un corredor de tasas “centrales” con repos de expansión y contracción. Se trata de subastas de cupos prefijados de acuerdo a la situación de liquidez. El impacto de estas tasas centrales viene dado por la posición neta que adopte el banco central.

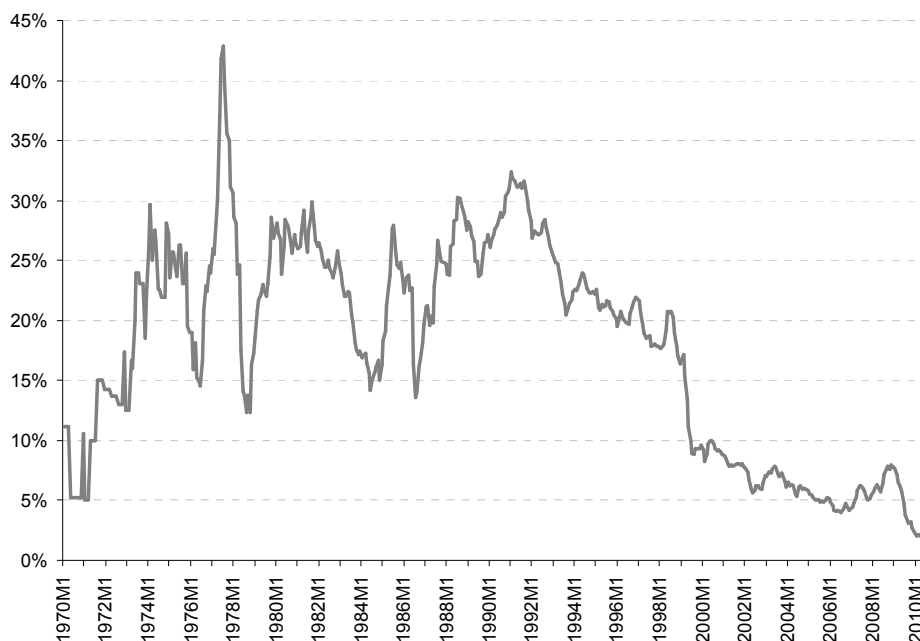
La reversión súbita de los flujos de capitales que tuvo lugar en 1998 impactó severamente sobre el mercado de cambios. A partir de abril de 1999, se observaron fuertes presiones sobre el peso, y hacia el 26 de junio se había alcanzado nuevamente el techo de la banda cambiaria. En un nuevo esfuerzo por estabilizar el mercado cambiario, el 27 de junio se anunció el nuevo programa monetario 1999-2000, el cual contemplaba una mayor flexibilidad de la tasa nominal, ensanchando la banda cambiaria. Finalmente, el 25 de septiembre la Junta Directiva del Banco de la República, luego de haber logrado un principio de acuerdo con el FMI, abandonó la defensa de la banda cambiaria dejando flotar al peso.

El abandono del régimen de bandas cambiarias implicó la desarticulación de los mecanismos indexatorios que la economía había desarrollado a lo largo de las últimas tres décadas previas a la crisis de 1999, caracterizadas por una inflación relativamente¹⁸² alta, pero estable. Como puede observarse en el gráfico III.1, tras evidenciar durante los años noventa una inflación promedio anual del 17%, entre 2000 y 2009 este valor fue en promedio del 3,1%.

182. Entre los años 1973-1998 la inflación promedio anual fue del 23,3 %.

Gráfico III.1

Evolución de la inflación minorista (Var. %. Acumulada 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

Tras el abandono del régimen de bandas cambiarias deslizantes, en octubre de 2000 se adoptó un régimen de metas de inflación, bajo el cual se anuncian metas plurianuales, con un objetivo de inflación de largo plazo. Bajo el nuevo régimen se comenzó a utilizar el mecanismo de señales sobre la postura de la política monetaria a través del nivel y la estructura de las tasas de interés de referencia. El banco central utiliza como su principal instrumento las tasas de repos de expansión (contracción)¹⁸³ a través de las cuales suministra (contrae) liquidez al mercado a partir de la compra (venta) de títulos de deuda del Gobierno. Complementando las tasas de repos, la autoridad monetaria utiliza las tasas lombardas¹⁸⁴ para suministrar (recibir) los faltantes (excesos) de liquidez de las entidades financieras después de las subastas (ver Huertas et al., 2005).

Una característica relevante del manejo monetario en Colombia, es que el banco central no fija una tasa de referencia, sino un rango de tasas. Por lo tanto, hay dos tasas centrales (de repos expansivos y contractivos) y las dos tasas lombardas (en el límite exterior). El sistema funciona del siguiente modo: Si el cupo subastado mediante operaciones de mercado abierto (OMAs) es suficiente para atender el exceso de demanda por recursos existentes en el mercado interbancario, la tasa mínima de subasta de expansión pone un techo a la tasa interbancaria. Si no es suficiente, la tasa

183. Son tasas determinadas por el banco central a través de las cuales aumenta (o contrae) liquidez del mercado mediante subastas en las que se ha fijado previamente el monto.

184. Tasa lombardas de expansión (contracción): Es la máxima (mínima) tasa a la cual el banco central expande (contrae) la liquidez del sistema financiero a través de ventanillas en las que se retiran (depositan) montos ilimitados.

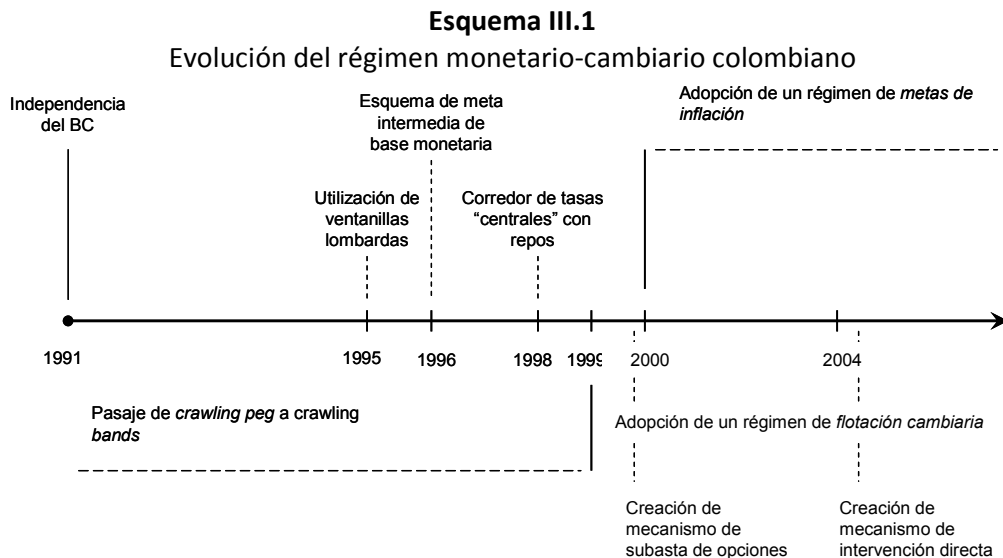
de corte de la subasta será superior a la tasa mínima de expansión, pero todavía inferior a la lombarda de expansión.

La adopción de un régimen de flotación en el marco de un régimen de inflation targeting demandó la creación de nuevos instrumentos de intervención en el mercado de cambios con el objeto de hacer consistente la evolución del peso con los objetivos de política monetaria. En noviembre de 1999, el banco de la república estableció un régimen de subastas de opciones mediante el cual puede intervenir a través de subastas de opciones americanas *put*¹⁸⁵ y *call*¹⁸⁶. El objetivo del sistema de subastas es acumular o desacumular (ocasionalmente) reservas internacionales y controlar la volatilidad del tipo de cambio nominal.

Con el objeto de acumular o desacumular reservas internacionales, el banco puede realizar mensualmente subastas de opciones *put/call*. La condición de ejercicio de estas opciones se habilita cuando la tasa de cambio representativa de mercado (TRM) es inferior/superior al promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

Respecto al control de la volatilidad de la tasa de cambio, la convocatoria a las subastas requiere que la TRM se encuentre 5% o más por debajo (venta de opciones *put*) o por encima (venta de opciones *call*) de su promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

Posteriormente, en septiembre de 2004, durante una nueva fase de ingresos de capitales, fue aprobado un mecanismo de intervención directa a través del cual la entidad podría intervenir en el mercado de cambios a discreción de la Junta Directiva. La intervención directa ha sido el mecanismo más utilizado desde 2004 en adelante.



Fuente: Elaboración propia.

185. Confieren al tenedor el derecho de vender dólares al Banco de la República.
186. Confieren al Banco de la República el derecho a comprar dólares.

IV. Evolución de las cuentas públicas colombianas. Un condicionante estructural

A partir de la reforma constitucional de 1991, comenzó en Colombia un proceso de transformación del sector público caracterizado por su descentralización y la expansión de las transferencias de recursos para salud y educación desde el gobierno nacional hacia las entidades territoriales. Paralelamente, se buscó reducir la participación de los tributos que gravaban el comercio exterior, e incrementar la participación del IVA, en consistencia con un programa de desarrollo económico orientado a la apertura económica. La ley de reforma tributaria (ley 49 de 1990) redujo los impuestos al comercio exterior y elevó la alícuota del IVA en dos puntos (del 10% al 12%), además de eliminar exenciones y ampliar la base imponible. Por otra parte, la ley de endeudamiento (Ley 51 de 1990) amplió los cupos de endeudamiento interno y creó los Títulos de Tesorería (TES).

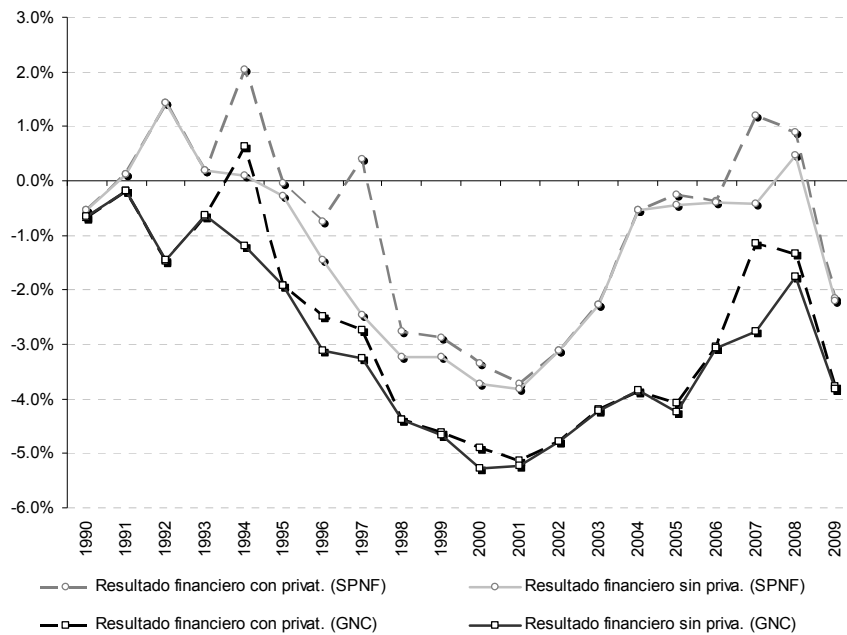
En línea con este proceso de descentralización, el gasto público consolidado se incrementó de 20,6% del producto en 1990 a 23,6% en 1993, mientras que el gasto del gobierno nacional central pasó de representar un 9,4% del PIB en 1990 a un 12% en 1993. A medida que fue creciendo el gasto, y que la recaudación por comercio exterior disminuía, el gobierno se vio obligado a solicitar al congreso nuevos incrementos en el IVA, cuya alícuota se elevó desde el 12% dispuesto por la Ley 49 de 1990 al 14% en 1992, a la vez que continuó expandiéndose su base imponible.

En el año 1993 se llevaron a cabo dos medidas que resultaron fuertes condicionantes para la evolución de las cuentas públicas. La ley 60 de 1993 reglamentó el incremento en las transferencias para salud y educación previsto en la constitución de 1991. Mediante esta ley se fijaron montos crecientes de transferencias de ingresos corrientes desde el gobierno nacional hacia los gobiernos regionales para financiar estas erogaciones. Por otra parte, con respecto al régimen de pensiones, la ley 100 de 1993 permitió a los trabajadores escoger entre dos sistemas alternativos de retiro, el de seguro social manejado por el estado y el de capitalización ofrecido por los nuevos fondos privados. La ley previó también un aumento significativo en las contribuciones que pasaron del 8% al 13,5% de los salarios. La reforma muy pronto puso en evidencia el hueco fiscal de la seguridad social, ya que los aportes al sistema oficial dejaron de ser suficientes para atender los pagos de jubilaciones en un sistema con bajas reservas.

A pesar que entre los años 1990 y 1992 las autoridades se propusieron generar recursos adicionales para compensar por un lado la caída de la recaudación aduanera resultante de la baja de aranceles, y por el otro el incremento en los gastos corrientes, estos esfuerzos no fueron suficientes, y durante el año 1994 el sector público nacional evidenció un resultado superavitario sólo como resultado de los ingresos extraordinarios recibidos en concepto de privatizaciones. Como puede observarse en el gráfico IV.1, durante aquel año el resultado del gobierno nacional central sin contabilizar los ingresos por privatizaciones fue deficitario en 1,19% del PIB, mientras que al contabilizar los ingresos en tales conceptos el superávit alcanzó el 0,63% del producto. A lo largo de la segunda mitad de la década del noventa la situación de las finanzas públicas colombianas continuó experimentando un deterioro sostenido, que llevaría a las autoridades a presentar un proyecto de reforma tributaria dirigido a racionalizar el sistema tributario y a conseguir recursos adicionales. La ley de racionamiento tributario (ley 223 de 1995), entre otras medidas, estableció una

presunción mínima a la renta con base en el patrimonio y reformó los tributos a los combustibles, estableciendo un gravamen único en sustitución de los cuatro vigentes. La ley tuvo un efecto positivo sobre la recaudación. Sin embargo, a pesar de la reforma de 1995, durante 1996 el déficit del sector público continuó profundizándose. Hacia 1997, con la economía creciendo a una tasa anual del 3,4%, el país acumulaba crecientes vulnerabilidades. Al déficit del sector público nacional del 3,3% del PIB, se sumaba la fragilidad del sistema financiero (tal como fuera analizado en las secciones II y III), y una sostenida apreciación real que entre diciembre de 1990 y junio de 1997 acumuló un 40%. Como consecuencia del exceso de gasto, la economía colombiana finalizó ese mismo año con un déficit de cuenta corriente de 4,8% del PIB.

Gráfico IV.1
Evolución de las cuentas públicas colombianas
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco de la República y CEPAL.

Luego de un fallido intento por declarar la emergencia económica¹⁸⁷, a mediados de 1997 se aprobó una nueva reforma tributaria cuya principal medida fue incrementar los ingresos por timbres. Sin embargo, la evolución de las cuentas públicas continuó empeorando. Finalmente, a medida que las vulnerabilidades del sistema financiero comenzaron a manifestarse, en 1998 se declaró la emergencia económica, bajo la imperiosa necesidad de detener el deterioro de las hojas de balance de las entidades financieras y de evitar un daño mayor en los patrimonios financieros de los agentes privados, en especial de los deudores hipotecarios. Bajo este contexto, se proveyó al Fondo de Garantías de las Instituciones Financieras (FOGAFIN) de recursos para la capitalización de los bancos en situación problemática. Para contrarrestar la caída en

187. Fue rechazada por la Corte Suprema bajo el argumento que el déficit fiscal colombiano era estructural, y no podía ser tomado como un argumento para su declaración.

los recursos fiscales resultante de la crisis, se estableció un impuesto de carácter transitorio a las transacciones financieras. Sin embargo, las finanzas públicas acusaron el impacto de la crisis financiera de 1999. Hacia el año 2000, el déficit del gobierno nacional central había alcanzado los cinco puntos del producto (ver gráfico IV.1).

Durante los años 2000 y 2001, las autoridades llevaron a cabo un conjunto de medidas que mejoraría parcialmente la evolución de las cuentas públicas, hecho que comenzó a manifestarse hacia el año 2002. En primer lugar, la ley 617 de 2000 estableció una mayor disciplina en el gasto de los gobiernos territoriales. Por otra parte, la ley 715 de 2001 y el acto legislativo 01 de 2001¹⁸⁸ modificaron el régimen de transferencias territoriales. Además de reunirlos en un solo concepto denominado Sistema Nacional de Participaciones, se establecía que durante los años comprendidos entre 2002 y 2008, el monto de las transferencias crecería en un porcentaje igual a la inflación, más el siguiente esquema escalonado: 2,0% para el período 2002-2005 y 2,5% para el período 2006-2008. A partir del año 2009, las transferencias territoriales volvieron a ser, como mínimo, el porcentaje que constitucionalmente se transfirió en el año 2001, es decir, 43,5% del ingreso corriente de la Nación (ICN), y se incrementarían anualmente en un porcentaje equivalente al promedio de la tasa de crecimiento de los ICN observado durante los cuatro años inmediatamente anteriores. Esta medida implicó un alivio temporal de las transferencias hasta el año 2009.

Hacia finales de la administración Pastrana (1998-2002), el déficit del gobierno nacional central totalizó 4,8% del PIB¹⁸⁹. A pesar de las sucesivas reformas tributarias de carácter parcial, el déficit del sector público se profundizó sostenidamente durante la década, lo que derivó en un significativo aumento del stock de su deuda, que pasó de un nivel equivalente al 13% del PIB en 1990 al 44% en 2002.

Durante la primera administración Uribe (2002-2006), se llevaron a cabo medidas fiscales adicionales –ninguna de carácter estructural- que, (junto a los efectos de una evolución macroeconómica más favorable) mejorarían significativamente el desempeño de las cuentas públicas. Por medio de la ley 788 de 2002 se amplió la base del IVA y se redujeron las exenciones a la renta de las sociedades. Adicionalmente, se aprobó la ley de reforma pensional (ley 797 de 2002) y la ley de responsabilidad fiscal (ley 819 de 2003). En diciembre de 2003 el poder legislativo aprobó medidas tendientes a incrementar la recaudación (ley 863 de 2003) mediante impuestos sub-óptimos y distorsivos, tales como la elevación del impuesto a las transacciones financieras.

Como resultado de los esfuerzos fiscales realizados durante el primer quinquenio de la última década, el resultado financiero del sector público consolidado se redujo en más de tres puntos del producto, totalizando 0.54% del PIB en 2004.

Si bien la situación de las cuentas públicas mejoró durante su primera administración, al momento de la reelección del presidente Uribe en mayo de 2006 existían cuatro

188. Al derogar la ley 60 de 1993.

189. En el caso del sector público consolidado fue del 3,12%.

reformas institucionales pendientes, relevantes desde una perspectiva macroeconómica¹⁹⁰:

- *Estructura del sistema tributario*: Las recurrentes reformas tributarias en Colombia (en su mayoría, de carácter *ad hoc*) resultaron en una estructura tributaria compleja, de bases tributarias reducidas, tarifas excesivamente altas para los estándares internacionales y múltiples exenciones y beneficios.
- *Inflexibilidad del gasto público presupuestado*: Más del 94% del gasto presupuestado es inflexible. Los únicos rubros en los que existe algún grado de flexibilidad es inversión (excluyendo la inversión social) y los gastos generales. Muchos factores que subyacen tras estas inflexibilidades se remontan a disposiciones contenidas en la Constitución de 1991, como por ejemplo la amplitud y laxitud de la noción de gasto público social¹⁹¹ y el uso de *vigencias futuras*, que consisten en mecanismos para comprometer gastos futuros con el objeto de desarrollar proyectos de inversión con un horizonte mayor a un año. El otorgamiento de estas vigencias le corresponde al poder ejecutivo, específicamente al Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).
- *Régimen de transferencias territoriales*: Como ha sido mencionado previamente, la constitución de 1991 reglamentó un importante aumento en las transferencias (artículos 356 y 357), atándolas a los ingresos corrientes de la Nación. La reglamentación precisa de las competencias, junto con el nivel específico de los recursos transferidos, se establecieron dos años más tarde con la ley 60 de 1993. Este régimen fue el principal factor tras el continuo deterioro de las cuentas públicas observado durante la década.
- *Bajo nivel de inversión pública*: La inversión pública en infraestructura disminuyó sostenidamente entre 1997 y 2004. Las razones tras la caída observada durante aquel período fueron básicamente dos. En primer lugar, la Constitución de 1991 le dio prioridad al gasto social por sobre cualquier otro tipo de gasto (artículo 350), lo que ha llevado a un desplazamiento del gasto en infraestructura en el total presupuestado. Adicionalmente, mientras que el gasto social se encuentra protegido por disposiciones legales, los recursos de infraestructura de transporte son flexibles y están sujetos al ciclo económico y a los debates presupuestales. Por otra parte, los conflictos armados también han repercutido negativamente en la evolución de la inversión pública.

Las medidas fiscales llevadas a cabo durante la segunda administración del presidente Uribe, se centraron principalmente sobre el primer y el cuarto punto anteriormente mencionados. Con respecto al sistema tributario, el carácter de las medidas emprendidas fue similar al de las observadas durante los años que siguieron a la reforma constitucional de 1991. Es decir, reformas tributarias marginales, que tenían como objetivo sostener los recursos tributarios para compensar una estructura de gastos marcadamente inelástica. En esta línea, y a modo de ejemplo, durante el año

190. Para una descripción detallada de las mismas ver Fedesarrollo (2006a).

191. Consignada en el Estatuto Orgánico de Presupuesto (Decreto 11 de 1996).

2006 (Ley 1111 de 2006) el gobierno estableció un impuesto temporal al patrimonio con una alícuota de 1,2%, que estaría en vigencia hasta el año 2011. Posteriormente, en 2009, extendió la vigencia del impuesto hasta el 2014, aunque reduciendo la tarifa al 0,6%.

Con respecto al bajo nivel de inversión pública, la solución parcial que adoptó el gobierno fue la creación de fondos especiales conformados por rentas de destino específico¹⁹². Adicionalmente, en el año 2006 el gobierno colombiano llevó a cabo una decisión estratégica que, además de implicar resultados auspiciosos futuros para el comercio exterior, también conlleva (como veremos más adelante) importantes beneficios potenciales desde una perspectiva fiscal. Esta decisión fue la capitalización del 20% de ECOPETROL¹⁹³, dejando en manos del Estado una participación mayoritaria del 80%. Dada la incapacidad del sector público colombiano de generar los recursos corrientes necesarios, la capitalización le permitirá a la empresa emprender un ambicioso programa de inversiones, que entre otros beneficios aumenta la probabilidad de que el país pueda autoabastecer su consumo de petróleo a futuro.

Entre los años 2004 y 2008, los términos de intercambio de Colombia experimentaron en promedio un incremento del 24,4%. Sin embargo, el resultado financiero del sector público no financiero del país mejoró sólo un 1,0% del PIB, pasando de un déficit de 0.54% a un superávit de 0.46% en 2008 (ver gráfico IV.1). Esta evidencia sugiere que Colombia no ha logrado realizar un uso eficiente del favorable contexto de los precios internacionales de sus principales productos de exportación, como sí lo ha hecho por ejemplo Chile, mediante la implementación de un fondo anticiclo. Teniendo en cuenta estos antecedentes, y con vistas en los potenciales incrementos en los recursos fiscales que resulten de una realización favorable de las inversiones emprendidas tras la capitalización de ECOPETROL, la administración Santos ha decidido avanzar en la implementación de una regla de resultado fiscal estructural¹⁹⁴ que se sumará a las reglas fiscales ya existentes. En la siguiente sección se analizarán las principales características del proyecto presentado al congreso por el Ministerio de Hacienda y se revisarán las reglas fiscales operativas en Colombia.

Las reglas fiscales en Colombia

A lo largo de los últimos años, las autoridades colombianas han desarrollado pautas de manejo fiscal y reglas cuantitativas y cualitativas que atañen tanto al gobierno nacional central (GNC) como a las entidades territoriales (ET). Algunas de estas pautas fueron establecidas directamente en la constitución de 1991, mientras que otras se incorporaron posteriormente mediante la aprobación de leyes y decretos específicos.

Las reglas fiscales establecidas en el marco de la constitución hacen referencia al Presupuesto General de la Nación (PGN), el Sistema General de Participaciones (SGP) y

192. Como por ejemplo el Fondo Nacional de Regalías.

193. Sociedad pública por acciones, vinculada al Ministerio de Minas y Energía y regida por sus estatutos protocolizados en la Escritura Pública N° 4832 del 31 de octubre de 2005.

194. La propuesta de una regla fiscal sobre el resultado estructural del sector público había sido motorizado anteriormente durante el gobierno de Uribe.

a la relación entre el poder ejecutivo y el banco central, a través de la prohibición sobre este último a otorgar financiamiento al sector público a través de señoreaje, con la excepción que se logre un acuerdo unánime por parte de la junta directiva del Banco de la República.

Las normas referentes al presupuesto constituyen principios generales establecidos en el Estatuto Orgánico del Presupuesto, mientras que las referentes al SGP se han venido ajustando a lo largo de los últimos años, en un intento por alcanzar la sostenibilidad de las prestaciones de salud, educación y saneamiento a nivel regional.

Por otro lado, dentro del conjunto de reglas fiscales incorporadas en los últimos quince años se destacan las leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y 819 de 2003¹⁹⁵.

En el caso de la ley 358 de 1997¹⁹⁶ se buscó establecer límites cuantitativos al endeudamiento de las entidades territoriales mediante la utilización de indicadores de liquidez y de solvencia. Con respecto a la liquidez de las ET, se estableció que el cociente entre el pago de intereses y el ahorro operacional no podría exceder el 40%. En términos de solvencia, la restricción establecida fue que el cociente entre el stock de deuda y los ingresos corrientes debía ser inferior al 80%. Bajo estas condiciones, las entidades territoriales vieron restringido su acceso al financiamiento en tanto no cumplieran con los valores establecidos sobre estos indicadores, quedando la contratación de nuevos créditos sujeta a la autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por su parte, la ley 617 de 2000¹⁹⁷ impuso límites al crecimiento del gasto corriente de las entidades territoriales, tomando como referencia la meta de inflación anual establecida por el banco de la república. Específicamente, esta regla indicaba que, durante el período 2000-2005, el incremento en los gastos generales entre un año y el siguiente debía ser inferior al 50% de la meta de inflación y los gastos de personal al 90%. A partir de 2006 estos gastos no podrían crecer en términos reales. Adicionalmente, la ley estableció límites cuantitativos al gasto corriente de las entidades territoriales, de acuerdo con la evolución de sus ingresos. Con el fin de evitar un ajuste traumático en el corto plazo, la ley concedió a las entidades territoriales una transición de cuatro años, durante la cual deberían alcanzar las proporciones exigidas entre ingresos y gastos. El objetivo general de la ley era sanear los fiscos territoriales, que habían evidenciado un sustancial deterioro como consecuencia del incremento en el gasto, hacia fines de la década del noventa.

Por último, la ley 819 de 2003¹⁹⁸ buscó desarrollar prácticas de transparencia y responsabilidad fiscal, forzando al gobierno a presentar todos los años frente al congreso el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). Entre los elementos básicos que debe contener se encuentra un plan financiero, el programa macroeconómico plurianual, la meta de superávit primario para el SPNF, un análisis de las principales

195. En el trabajo Una Regla Fiscal para Colombia (Comité Técnico Interinstitucional (2007)) se presenta un análisis detallado de cada una de estas normas.

196. Denominada ley de semáforos.

197. Ley de responsabilidad fiscal territorial

198. Ley de responsabilidad fiscal.

actividades cuasifiscales, un cálculo del costo fiscal de las exenciones tributarias, como así también de la evolución de los pasivos contingentes que pudieran afectar la situación financiera de la Nación. En términos generales, la norma buscó dotar al gobierno nacional y a las entidades territoriales de una visión de mediano plazo sobre el manejo fiscal.

La ley de responsabilidad fiscal y sus normas reglamentarias constituyeron un avance importante para la gestión de las finanzas públicas consolidadas. Actualmente, el MFMP es el principal marco en el que la política fiscal es llevada a cabo.

Sin embargo, además de los condicionantes estructurales de las cuentas públicas colombianas descritos en la sección anterior, el marco institucional presenta características que también actúan como limitantes en el desempeño fiscal. Por un lado, de acuerdo con su diseño, las autoridades disponen de plena discrecionalidad para establecer año tras año la meta para el resultado primario del sector público no financiero, cuyo incumplimiento no acarrea ningún tipo de corrección hacia futuro. De hecho, las metas se ajustan recurrentemente, inclusive dentro de un mismo año fiscal.

Por otro lado, si bien el MFMP establece un sendero indicativo para el resultado del sector público consolidado, no lo hace para el gobierno nacional central, en donde se registra el mayor desequilibrio de las finanzas públicas (ver gráfico IV.1). Adicionalmente, la ley de responsabilidad fiscal tampoco incluye aspectos relacionados con la rendición de cuentas para los casos de incumplimiento de las metas, y en consecuencia, no especifica cláusulas de escape para situaciones excepcionales.

En resumen, si bien durante la última década Colombia ha logrado mejoras sustanciales en la evolución de sus cuentas públicas consolidadas, el resultado del gobierno nacional central presenta condicionantes estructurales no resueltos. La laxitud de las instituciones relevantes para el manejo fiscal coadyuva en el mismo sentido. De esta manera, si bien la capacidad de respuesta de la política fiscal se ha visto incrementada durante los últimos años, continúa siendo limitada. Como será analizado en la sección VI, la crisis subprime fue una clara evidencia al respecto.

Con vistas en estos condicionantes, y continuando la propuesta desarrollado durante la administración Uribe, recientemente el Ministerio de Hacienda presentó al Congreso un proyecto de ley para el establecimiento de una regla fiscal. De acuerdo con la propuesta, el *resultado financiero estructural* (resultado financiero ajustado por el ciclo económico y el ciclo minero-energético) del Gobierno Nacional Central no podrá alcanzar un resultado deficitario mayor a 1,5% del PIB. Por su parte, el gasto contracíclico discrecional se activará sólo en el caso en que en un determinado año la brecha del producto sea negativa en por lo menos dos puntos del producto. Este gasto discrecional no podrá superar el 25% de la brecha estimada, y deberá desaparecer dentro de los dos primeros años. En caso de ser aprobada, comenzará a operar de forma gradual a partir de 2012, hasta alcanzar la meta cuantitativa a partir de 2014.

V. Evolución de las cuentas externas

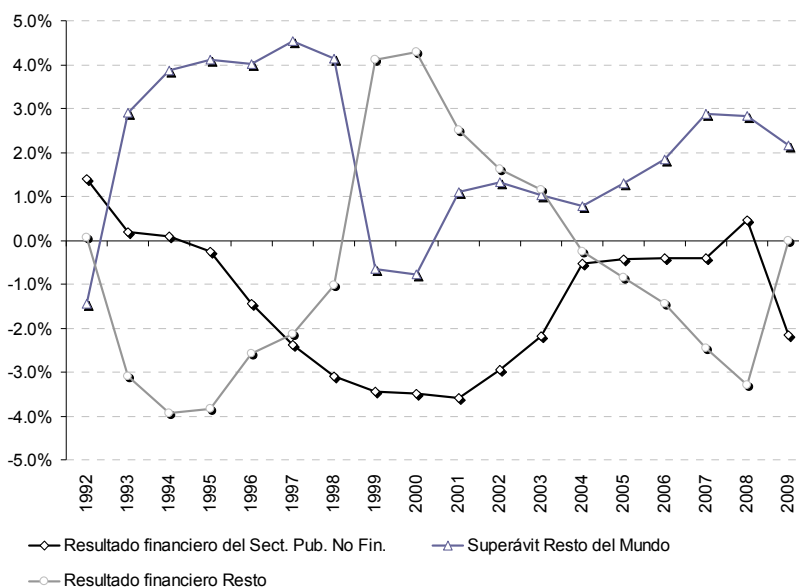
Un resultado interesante del comportamiento cíclico de las economías sujetas a entradas pro-cíclicas de financiamiento externo es que el “déficit gemelo” de las variaciones en la cuenta corriente es el balance del sector privado, no el del sector público (Ocampo, 2007). En el caso de Colombia, la crisis de 1999 significó un ajuste en el resultado financiero del sector privado¹⁹⁹ de cinco puntos del PIB. En consecuencia, el saldo de cuenta corriente del país evolucionó desde un déficit del 4% en 1998 a un superávit cercano a 1% del PIB en 1999, mientras que el déficit del sector público se mantuvo prácticamente inalterado, en torno del 3,5% del producto (ver gráfico V.1).

Tras una caída en el nivel de actividad de más de cuatro puntos porcentuales (ver gráfico V.2), la economía comenzó a recuperarse lentamente, con un crecimiento promedio del orden del 2% entre los años 2000 y 2002. El ritmo de expansión se aceleró a partir de 2003, alcanzando el 7,5% en 2007. A lo largo de toda esta etapa de mayor crecimiento, el resultado financiero del sector privado se deterioró a un ritmo sostenido, junto con el saldo de cuenta corriente, replicando el patrón de “déficits gemelos” mencionados anteriormente.

Sin embargo, a diferencia de la fase de ingresos de capitales previa a la crisis de 1999, durante el período 2000-2008 el sostenido deterioro en el resultado financiero del sector privado fue acompañado de una continua mejora en el resultado del sector público, tal como fuera mencionado en la sección previa, amortiguando en consecuencia el impacto del mayor gasto privado sobre el déficit de cuenta corriente.

Gráfico V.1

Evolución de los superávits sectoriales (% del PIB a precios corrientes)

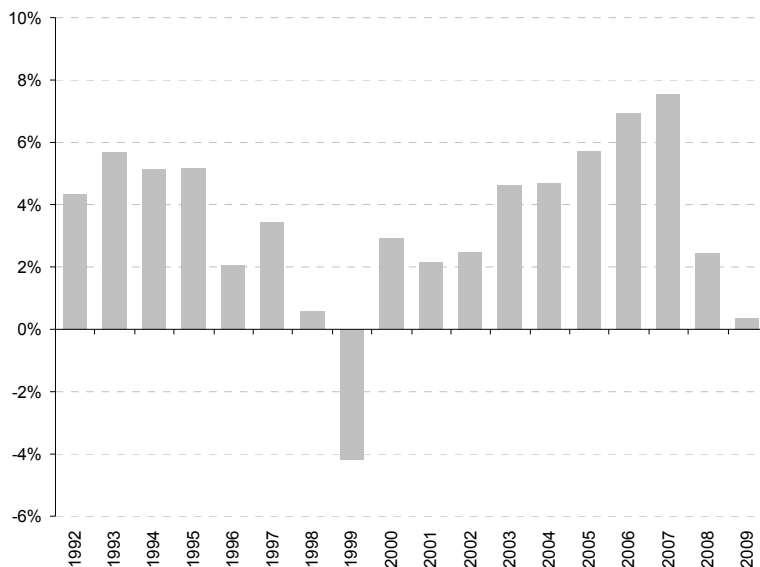


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

199. El resultado financiero del sector privado (representado como “resto” en el gráfico V.1 fue estimado como la diferencia entre el resultado de cuenta corriente del balance de pagos y el resultado financiero del sector público consolidado (gobierno nacional + entidades territoriales).

Gráfico V.2

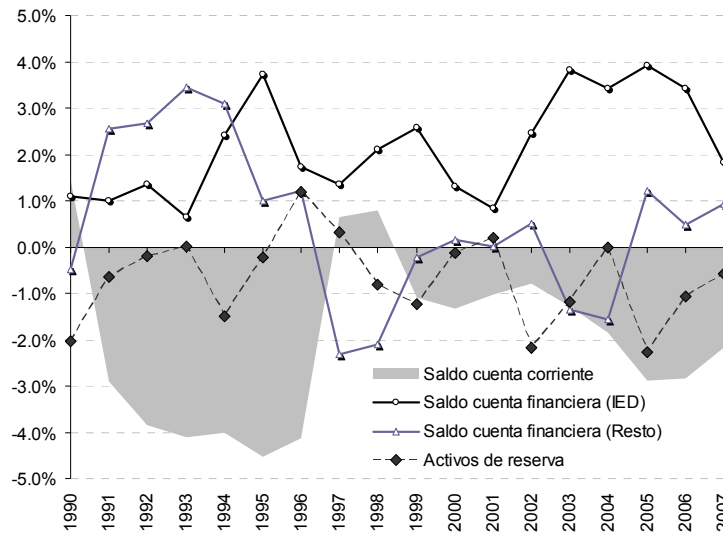
Tasa de crecimiento del PIB (var. % anual, a precios constantes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República.

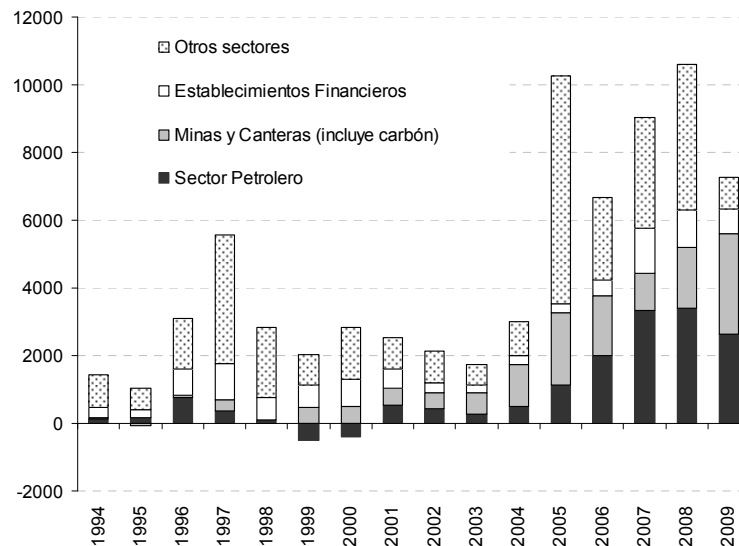
Otro elemento que distingue la fase de ingresos de capitales de los años noventa con la del período 2004-2008 es su composición. Como puede observarse en el gráfico V.3, a diferencia de la primera, en esta segunda fase, los ingresos de capital estuvieron motorizados por la inversión extranjera directa (IED) en el sector minero-energético (ver gráfico V.4), impulsado por el incremento en los precios internacionales. Entre 2004 y 2008, la participación del crudo, sus derivados y del carbón en las exportaciones acumuladas de Colombia fue superior al 40%. Durante esos mismos años, el precio promedio anual de estos productos se incrementó en un 141,5%, 198,7% y 131% respectivamente.

Gráfico V.3
Evolución de componentes seleccionados del balance de pagos
(En % del PIB)



Fuente: CEPAL.

Gráfico V.4
Evolución por destino de los flujos de IED (en millones de dólares)



Fuente: Banco de la República de Colombia.

VI. Condiciones iniciales y grados de libertad de la política económica

VI.1. Mayor capacidad de respuesta de la política monetaria

A partir del análisis desarrollado en las secciones previas, se desprende que durante la última década la situación macroeconómica colombiana se ha fortalecido. Paralelamente, se han desarrollado nuevos instrumentos de política e instituciones que permitieron hacer frente a la crisis subprime con mayor capacidad de respuesta que durante el episodio de 1999.

Los factores que subyacen tras el mejor desempeño económico responden, en parte a un mejor manejo de política económica, y a condiciones externas más favorables, como el incremento en los precios internacionales de materias primas y la mayor liquidez observada en los mercados financieros internacionales durante la etapa inmediatamente previa al estallido de la crisis, y que parece estar normalizándose, transcurridos ya dos años desde la quiebra de Lehman Brothers. Estos factores favorables no son exclusivos de la economía colombiana, sino comunes a las principales economías de la región. En el gráfico VI.1 se resumen algunas diferencias específicas en las condiciones macroeconómicas de Colombia que surgen de comparar el entorno de la crisis actual respecto al del evento crítico de finales de los años noventa. El objetivo es caracterizar los diferentes grados de libertad de política a disposición de las autoridades en cada uno de los casos.

En primer lugar, como se observa en el gráfico, la respuesta de política fiscal frente a la crisis de 1999 implicó un significativo aumento del endeudamiento público. El ratio deuda/PIB se incrementó 25 puntos entre 1998 y 2003, alcanzando el 43,9% del PIB. Al momento de desencadenarse la crisis subprime, este indicador era de 33,4%, con una dinámica decreciente durante los años inmediatamente anteriores al shock (2004-2007). Este comportamiento respondió en parte a la sostenida reducción del déficit fiscal consolidado a partir de 2001 (analizado anteriormente), como así también a un crecimiento del producto promedio anual del orden del 5,9% entre 2003 y 2007. Adicionalmente, un elemento relevante para comprender la drástica disminución del ratio deuda pública / PIB a partir de 2003 ha sido el proceso de apreciación real del orden del 20% observado durante la fase de auge de los ingresos de capitales del período 2004-2007.

Un segundo elemento que significó una mayor capacidad de maniobra de la política cambiaria ha sido la reducción en el nivel de endeudamiento externo del sector público, resultante no sólo del mejor desempeño de sus cuentas, sino también de la decisión de sesgar el financiamiento hacia los mercados financieros domésticos, a través de pasivos denominados en moneda local. Ambos elementos se traducen en una menor exposición al riesgo cambiario por parte del sector público.

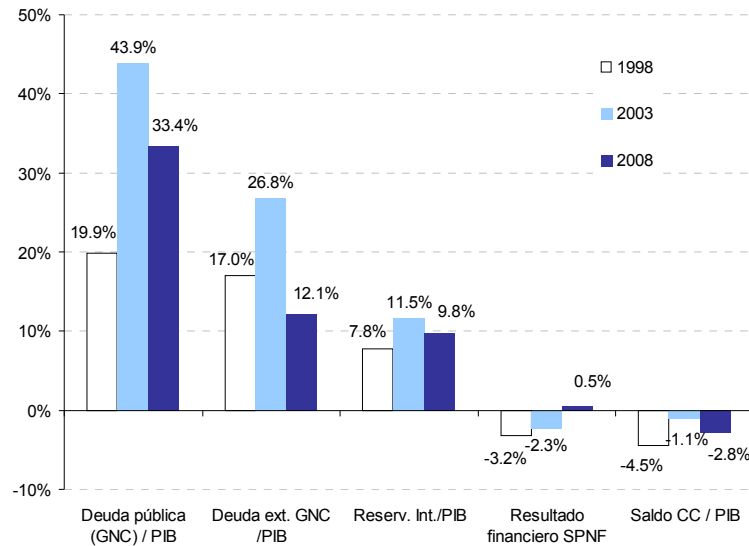
En tercer lugar, como consecuencia de la utilización de las reglas de intervención cambiaria, el stock de reservas internacionales del banco de la república se incrementó en dos puntos del PIB²⁰⁰ entre 1998 y 2008.

En cuarto lugar, tras el ajuste en los niveles de gasto del sector privado acontecido durante la crisis de 1999, el proceso de recuperación económica fue acompañado de una mejora en el resultado financiero del sector público consolidado, y a partir de 2004, de un sostenido incremento en el precio de los principales productos de exportación. Como consecuencia, la recuperación del gasto privado fue parcialmente compensada por un mayor ahorro público, amortiguando el efecto de la mayor actividad sobre el déficit de cuenta corriente. Como puede observarse en el gráfico, entre 1998 y 2008 el déficit de cuenta corriente se redujo en 1,7 puntos del PIB.

200. Sin considerar el FLAR.

Dos elementos adicionales analizados a lo largo de este trabajo no contemplados en el gráfico VI.1, y que implicaron una fuerte reducción en la vulnerabilidad macroeconómica del país han sido la mayor solidez del sistema financiero y un contexto favorable en términos de flujos de capitales, principalmente la IED, motorizada por los mejores términos de intercambio.

Gráfico VI.1
Algunas diferencias en las condiciones iniciales



Fuente: Elaboración propia

Como resultado de estos cambios en la situación macroeconómica, como así también del desarrollo de nuevos instrumentos de política y de términos de intercambio más favorables, los responsables de la política económica colombiana hicieron frente a la crisis subprime con mayores grados de libertad que con los que contaron durante el episodio de 1999. A continuación se describen las principales características de la respuesta de política monetaria y fiscal en términos de su relación con el ciclo económico.

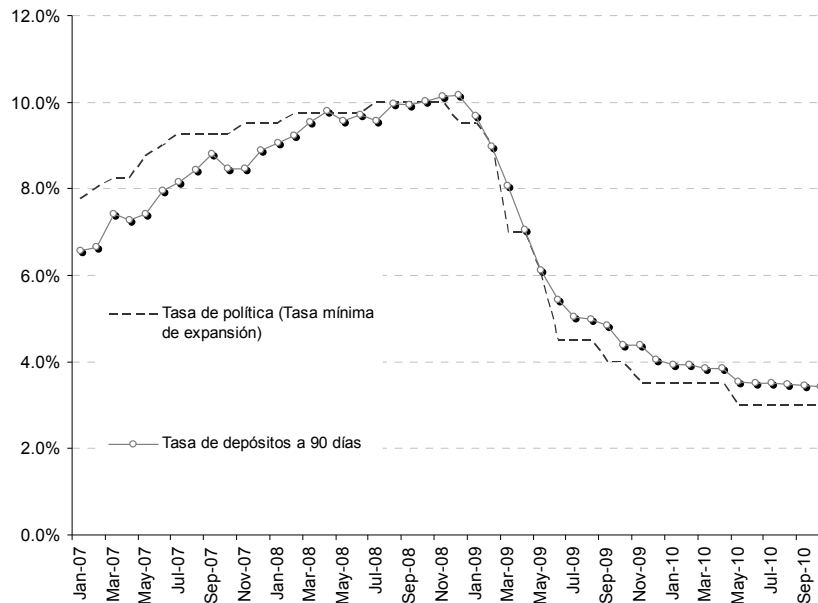
VI. 2 Política monetaria contracíclica

Dos elementos han caracterizado la respuesta de la autoridad monetaria frente al impacto de la crisis global. En primer lugar, la elevada flexibilidad cambiaria, y en segundo lugar un manejo contra-cíclico de la tasa de interés. Entre junio de 2008 y marzo de 2009, el tipo de cambio nominal²⁰¹ experimentó una depreciación del 42%, para luego –una vez recompuestos los ingresos de capitales–, apreciarse un 27% entre marzo de 2009 y octubre de 2010. La mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal permitió una respuesta contracíclica del tipo de cambio real. Esta respuesta fue posible gracias a la ausencia de significativos descalces de moneda en las hojas de

201. Tasa de referencia de mercado (TRM).

balance del sector financiero, como así también a expectativas inflacionarias relativamente estables. Con respecto al manejo contra-cíclico de la política monetaria, con el objeto de contrarrestar el impacto sobre la demanda agregada, el Banco de la República comenzó a utilizar activamente sus ventanillas lombardas a partir de octubre de 2008²⁰², reduciendo agresivamente las tasas de interés a lo largo del primer semestre de 2009 (ver gráfico VI.2).

Gráfico VI.2
Evolución de las tasas de interés (TNA)



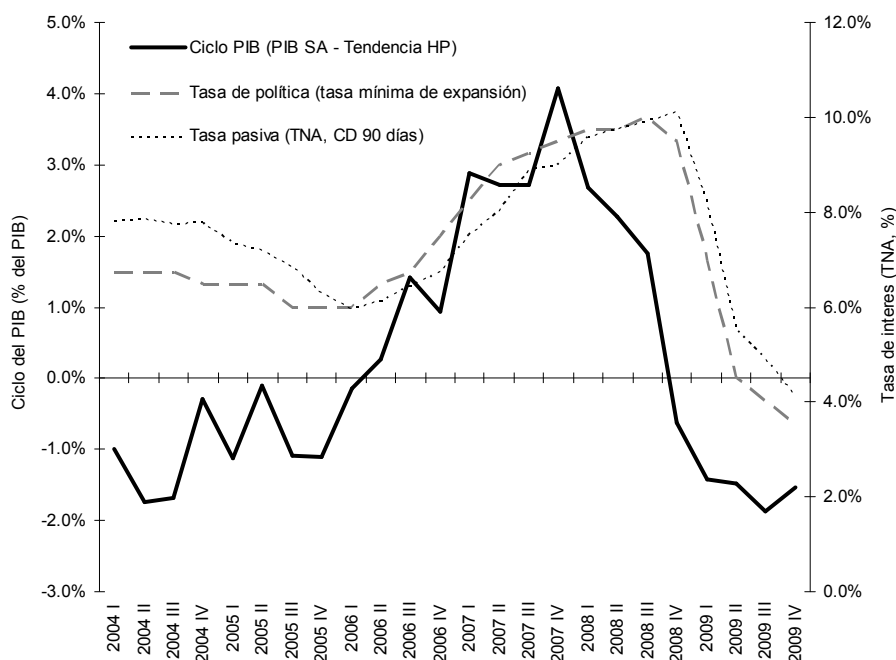
Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Banco de la República de Colombia.

Un elemento que diferencia a la política monetaria de Colombia respecto a la experiencia de otras economías de la región durante el período, es que ha sido consistentemente contra-cíclica también durante el período de auge (Ocampo, 2010). En el gráfico VI.3 se presenta la evolución del componente cíclico e irregular del PIB (eje izquierdo), calculado como la diferencia entre la serie desestacionalizada a precios constantes y su tendencia Hodrick-Prescott (HP), junto con la tasa mínima de expansión establecida por el banco de la república, y una tasa pasiva a tres meses²⁰³. Como puede observarse, a medida que se acentuó la fase creciente del ciclo a partir del primer semestre de 2006, la autoridad monetaria respondió elevando las tasas de interés (eje derecho del gráfico).

202. El 22 de diciembre de 2008 redujo la tasa mínima de expansión en medio punto ubicándola en un nivel de 9,5%.

203. Tasa nominal anual de los certificados de depósitos a noventa días.

Gráfico VI.3
Tasas de interés y componente cíclico e irregular del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República de Colombia.

El conjunto de medidas de carácter contra-cíclico llevado a cabo tras el shock global también incluyó la desarticulación en octubre de 2008 del requisito de depósitos²⁰⁴ sobre el endeudamiento externo como respuesta a la momentánea contracción de su oferta. Paralelamente, en octubre de 2008, el banco de la república redujo los encajes bancarios que habían sido incrementados en mayo de 2007, con el objeto de contrarrestar la aceleración del crédito durante el auge de 2004-2007.

VI.3 El carácter de la política fiscal

Si bien la política monetaria de Colombia ha dado muestras durante los últimos años de ser consistentemente contracíclica, en la presente subsección se argumenta que la política fiscal lo ha sido sólo de manera parcial.

Con el objeto de caracterizar la respuesta de política fiscal llevada a cabo por las autoridades colombianas, utilizaremos el criterio propuesto en Ocampo (2010), que en el contexto de la reciente crisis global clasifica como contra-cíclicas a las políticas fiscales que cumplan con dos condiciones:

204. La medida, implementada en mayo de 2007 con el objeto de mitigar la presión a la apreciación del tipo de cambio resultante del ingreso de capitales de corto plazo, implicaba una inmovilización del 40% de los recursos. Posteriormente, en octubre de 2007 el requisito de inmovilización fue elevado al 50%.

1. Que el gasto primario de 2009 en términos reales haya crecido a una tasa mayor que la observada durante los años de auge (2004-2008).
2. Que la elasticidad del gasto primario respecto al PIB haya sido menor a 1 durante el período de auge previo a la crisis.

En la tabla VI.1 se presentan ambas condiciones para el caso de Colombia. Como puede observarse, la política fiscal cumplió con la primera condición, con una tasa de variación del gasto primario en 2009 superior a la tasa promedio anual del período 2004-2008. Sin embargo, la política fiscal durante el período de auge incumplió con la segunda condición, al evidenciar una elasticidad de 1.61, superior a la referencia de 1 establecida por Ocampo.

Tabla VI.1
Criterio de prociclicidad de la política fiscal

| Condición N°1 | | Condición N°2 | |
|---|-------|--|-----------|
| Crecimiento anual promedio del gasto primario | | Crecimiento anual promedio del gasto (2004-2008) vs. Crecimiento del PIB de: | |
| 2004-08 | 2009 | 2004-2008 | 1990-2008 |
| 8.8% | 12.2% | 1.61 | 2.45 |

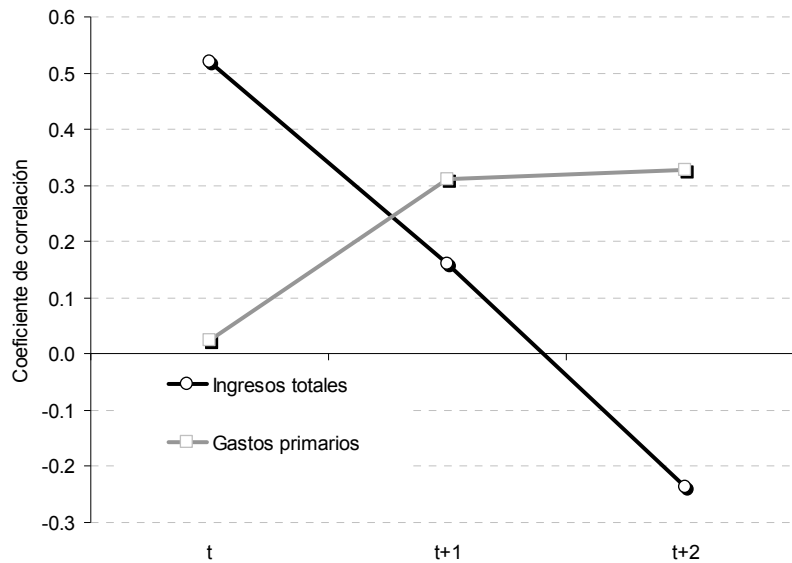
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República de Colombia y CEPAL.

En base a este criterio, la política fiscal colombiana de los últimos años no podría clasificarse como consistentemente contra-cíclica (tasa de crecimiento del gasto primario en 2009 mayor a la promedio del período 2004-2008 y elasticidad del gasto primario mayor a 1 durante el período 2004-2008) ni tampoco como consistentemente procíclica. De esta manera, siguiendo a Ocampo, llamaremos a esta categoría intermedia como de gasto primario persistente. El comportamiento de la política fiscal caracterizado en la tabla VI.1 es el resultado de elevadas e inflexibles tasas de variación del gasto primario, consistentes con los condicionantes estructurales de las cuentas públicas observados a partir de la reforma constitucional de 1991, descritos en la sección IV.

Una forma alternativa de analizar el comportamiento cíclico de la política fiscal es a través de los coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento del PIB a precios constantes y las de los ingresos totales y los gastos primarios del sector público, ambos en términos reales. En el gráfico VI.5 se presenta el valor de estos coeficientes calculados anualmente para el período 1991-2009. Los valores correspondientes al momento “t” fueron calculados considerando las realizaciones contemporáneos de todas las variables. Por su parte, los valores correspondientes a “t+1” y “t+2” fueron estimados a partir de la tasa de crecimiento del producto en “t”, y la variación de los ingresos totales y los gastos primarios en “t+1” y “t+2”. El gráfico VI.5 muestra los resultados obtenidos.

Si suponemos el caso de un shock negativo sobre el PIB en el momento “t” con una recuperación a lo largo de los períodos “t+1” y “t+2”, el gráfico VI.5 sugiere un efecto contra-cíclico de la política fiscal en “t”, a través de una caída en los recursos totales (correlación positiva con la variación del producto) y una evolución prácticamente inalterada de las tasas de variación del gasto primario (coeficiente de correlación cercano a cero). Sin embargo, a medida que el producto se recupera en “t+1” y “t+2”, la tasa de variación de los gastos primarios se incrementan, a la vez que el coeficiente de correlación de los recurso públicos con el producto disminuye. En otras palabras, la política fiscal resulta procíclica durante la recuperación.

Gráfico VI.5
 Coeficientes de correlación entre crecimiento del PIB,
 gastos primarios e ingresos totales (Gobierno nacional central)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

VII. Conclusiones

A lo largo de este trabajo se ha buscado caracterizar los cambios más significativos experimentados en Colombia a nivel macroeconómico entre los eventos críticos de 1999 y el desencadenamiento de la crisis *subprime*.

Muchos de los cambios descritos son el resultado de factores exógenos, como términos de intercambio más favorables, o un contexto de mayor liquidez en los mercados internacionales, mientras que otros responden a medidas específicas de política económica, como por ejemplo la reducción del endeudamiento externo del sector público, o el desarrollo de nuevos instrumentos monetarios e instituciones cambiarias y fiscales, que en conjunto han provisto a las autoridades de mayores grados de libertad para hacer frente a la reciente crisis global.

Sin embargo, más allá de estos progresos, la economía colombiana continúa sujeta a un fuerte condicionante estructural, dado por su elevado e inelástico gasto público, heredado de la reforma constitucional de 1991. Este condicionante ha impedido

durante el último bienio desplegar una política fiscal que se complementara consistentemente con la política monetaria.

Para lidiar parcialmente con estas limitaciones, durante el año 2010 las autoridades han puesto en marcha una propuesta de regla de superávit fiscal estructural, cuya aplicación será a partir de 2014. Aunque auspicioso, el condicionante fiscal colombiano parece tener raíces mucho más profundas, y su articulación demandará una estrategia de largo plazo que reforme la estructura tributaria del país.

Capítulo VIII

Perú: lecciones de la recesión de 2008-2009

Oscar Dancourt, Renzo Jiménez

I. Introducción

El desempeño macroeconómico de corto plazo de la economía peruana depende de tres factores independientes entre sí. El primero es el contexto externo, que puede ser favorable o adverso, y que puede transitar rápidamente de una condición a otra, según enseña la experiencia. Las principales variables que definen este contexto externo son los precios internacionales de las materias primas de exportación y los movimientos de capitales que entran o salen del país.

El segundo factor es la política macroeconómica, que comprende la política monetaria a cargo del banco central, que regula el precio del dólar y la tasa de interés en soles, y la política fiscal a cargo del gobierno, que regula el gasto público y los impuestos. El tercer factor es el modelo de crecimiento vigente en el país, noción algo elástica que se refiere a un conjunto de rasgos estructurales de la economía (cuánto Estado y cuánto mercado, cuánta industria manufacturera y cuánta exportación primaria, cuánta protección arancelaria y cuánto libre comercio, cuánto sindicalismo y cuánta represión o flexibilidad laboral, cuánta dolarización y cuánta desregulación financiera, cuán libre la movilidad de capitales, cuán extensa y eficaz la red de protección a los pobres y cuánta redistribución vía impuestos desde arriba hacia abajo, etc.).

En el Perú se tiende a sobrestimar el efecto que este tercer factor –la estrategia o el modelo de crecimiento– tiene sobre el desempeño macroeconómico de corto plazo. Quizás porque la economía peruana ha sido objeto de dos vastas reformas estructurales de signo opuesto, ejecutadas en menos de 30 años, durante los gobiernos de Velasco y Fujimori. Este texto quiere nadar contra la corriente y enfatizar el papel de las políticas monetarias y fiscales como un determinante básico de la producción y el empleo agregados y de la tasa de inflación en el corto plazo.

Podemos comparar las dos últimas recesiones sufridas por la economía peruana, la de 1998-2000 y la de 2008-2009. Ambas recesiones fueron causadas por crisis externas que provocaron la caída de las exportaciones y una salida masiva de capitales. El modelo de crecimiento vigente fue, esencialmente, el mismo: una versión radical del modelo neoliberal. Sin embargo, como veremos, el desempeño de la economía peruana en 2008-09 fue mucho mejor que en 1998-2000. ¿Cuál es la razón? Es muy difícil argüir que el contexto externo que enfrentó la economía peruana en 2008-09 fue menos malo que el de 1998-2000, o que el modelo de crecimiento sufrió un cambio notable entre ambas fechas.

La hipótesis de este texto es que las políticas macroeconómicas aplicadas en ambas recesiones fueron sustancialmente distintas y ese es el motivo principal que explica que el desempeño económico de 2008-09 fuera mucho mejor que el de 1998-2000. En materia de política monetaria, durante 1998-2000 subieron tanto el precio del dólar como la tasa de interés en soles mientras que durante 2008-09 se mantuvo constante el precio de dólar y bajó la tasa de interés. En materia de política fiscal, se recortó el gasto público en 1998-2000, salvo durante la campaña por la reelección de Fujimori, mientras que en 2008-09 se aumentó el gasto público en 2009, salvo al principio de la

crisis. En suma, en 2008-09 se aplicaron por primera vez políticas keynesianas en el Perú durante una recesión; cosa que desde hace más de medio siglo se hace sistemáticamente en los países centrales²⁰⁵. Un punto crucial es que estas diferencias de política macroeconómica se hicieron posibles porque el Banco Central en 2008 había acumulado suficientes reservas de divisas y en 1998, no.

Este texto²⁰⁶ tiene 7 secciones. En la primera, se discute la conexión histórica entre las recesiones de la economía peruana y las caídas de los precios internacionales de las materias primas que exporta. En la segunda, se detalla el impacto que la crisis mundial de 2008-09 tuvo sobre la balanza de pagos peruana, el tipo de cambio y las reservas de divisas de la autoridad monetaria. En la tercera, se describe cómo la caída de las exportaciones y la salida de capitales detuvieron el crecimiento económico y la generación de empleo en la economía peruana. En la cuarta, se sostiene que los cambios en la regulación prudencial del sistema bancario peruano semi-dolarizado no explican porque la economía peruana le fue mejor en 2008-09 que en 1998-2000. En la quinta, se comparan las cuatro últimas recesiones de la economía peruana, incluyendo la de 2008-09. En la sexta, se discute la respuesta de política macroeconómica ante la crisis mundial. Finalmente, se concluye con las principales lecciones de política económica que se pueden extraer de esta última crisis.

II. Recesiones y precios de materias primas.

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos en 2007 ha generado la peor recesión global de los últimos 60 años. Para una economía como la peruana, exportadora de materias primas que opera en un marco de libre movilidad internacional de capitales, esta crisis mundial ha tenido dos consecuencias conocidas: caen los precios de las materias primas que exportamos y salen los capitales del país. La novedad ha estado en la magnitud que han tenido estas consecuencias.

La experiencia histórica muestra que las recesiones en el Perú suelen tener su origen último en los cambios reales o financieros que se producen en la economía mundial. En particular, todas las recesiones registradas desde 1950 coinciden con fuertes caídas de los precios internacionales de las materias primas de exportación y, algunas de ellas, también con abruptas salidas de capital.

Esta regla histórica o hecho estilizado básico se muestra en el gráfico 1. Han ocurrido siete grandes recesiones durante los últimos 60 años en la economía peruana, que hemos definido de manera simple, con estos datos anuales, como una disminución de la producción por habitante (PBI per capita). En el gráfico 1 se identifican con un círculo rojo todas las recesiones que han estado asociadas a caídas de los términos de

205. Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) describen las políticas monetarias y fiscales aplicadas en más de 100 países durante el periodo 1960-2003. La regla general, que admite muy pocas excepciones, es que el centro es keynesiano y la periferia no. Esto ha cambiado con la recesión global de 2008-09.

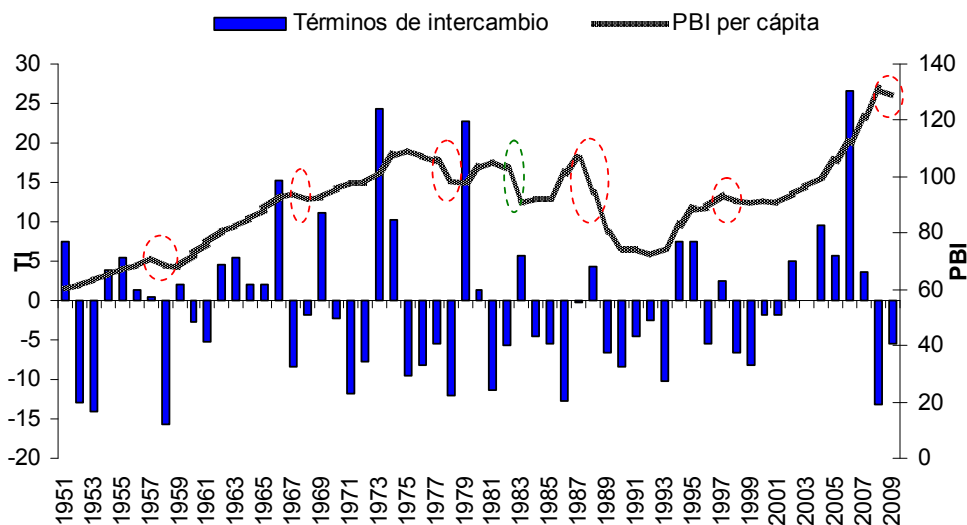
206. Este artículo está basado en Dancourt (2009) y en Jiménez (2010).

intercambio²⁰⁷, que son determinadas fundamentalmente por reducciones significativas de los precios externos de las materias primas de exportación.

La única excepción aparente a esta regla, que vincula las recesiones de la economía peruana con fuertes caídas de los precios de las materias primas de exportación, es la recesión de 1982-1983, que aparece señalada con un círculo verde por coincidir con un alza de los términos de intercambio²⁰⁸. Sin embargo, esta recesión fue precedida por una severa disminución de los términos de intercambio y estuvo asociada tanto a un alza sin precedentes de la tasa de interés internacional como a una gran salida de capitales. Ciertamente, este vínculo entre recesiones y deterioro de los términos de intercambio no se aplica solo a la economía peruana²⁰⁹.

Gráfico 1

**Recesiones y caídas de los términos de intercambio:
1951-2008**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

207. Los términos de intercambio se obtienen dividiendo el índice de precios de las exportaciones entre el índice de precios de las importaciones; en el Perú esta razón indica cuántos productos manufacturados se pueden adquirir con una cierta cantidad de materias primas.

208. El precio de la harina de pescado subió en el mercado internacional cuando la producción peruana de esta materia prima se desplomó a raíz del fenómeno del Niño; los precios de los metales también se elevaron. Aún así, los términos de intercambio de 1983 eran 25% inferiores a los de 1980. Véase BCRP (1984).

209. Con una muestra de 105 países durante 1970-2004, Edwards (2007) encuentra que una mejora (deterioro) de los términos de intercambio resulta en una aceleración (desaceleración) de corto plazo del crecimiento económico, y que una mayor volatilidad de los términos de intercambio reduce el crecimiento de largo plazo. Véase también De Gregorio y Lee (2003). Para la economía peruana, Tovar y Chuy (2000) hallan una relación positiva robusta entre el componente cíclico del producto y el componente cíclico de los términos de intercambio para el periodo 1950-1998; véase también Castillo, Montoro y Tuesta (2006).

La recesión de 2008-09 se ha sujetado a esa regla histórica. A partir de julio de 2008, los términos de intercambio de la economía peruana se desploman por vez primera desde la recesión de 1998-2000. El índice de precios de las materias primas de exportación cayó 33% entre el pico alcanzado en el segundo trimestre de 2008 y el piso registrado en el primer trimestre de 2009. Pero, a diferencia de otras ocasiones, los precios de las materias primas se recuperaron rápidamente, como veremos luego.

El gráfico 1 también permite mostrar de manera sucinta la evolución macroeconómica del Perú en los últimos 60 años²¹⁰. En una primera etapa, durante los 25 años que van de 1950 a 1975, el producto per cápita casi se duplicó en un contexto de baja inflación (promedio de 10% anual). En una segunda etapa, durante los 17 años siguientes, el producto per cápita decreció violentamente, de tal modo que en 1992 era un tercio menor al registrado en 1975; esto sucedió en un contexto de inflación creciente que desembocó en una hiperinflación en toda regla durante el primer gobierno de Alan García. Finalmente, desde 1993 hasta 2010, tenemos una tercera etapa de baja inflación y de expansión del producto per cápita que, recién en 2006, sobrepasó el pico alcanzado 30 años antes, en 1975.

En esta tercera etapa, con el gobierno de Fujimori, se reinstauró la libre movilidad internacional de capitales en el Perú, al mismo tiempo que en gran parte de la periferia²¹¹. De esta manera, en los avatares macroeconómicos de la economía peruana, los choques externos adversos de carácter financiero (salidas de capital por cambios en la tasa de interés internacional, por contagio de las crisis que ocurren en otros países de la periferia, por efecto de las crisis financieras que ocurren en el centro de la economía mundial) adquieren un papel tan importante como los choques externos adversos de carácter real (caídas de los precios de las materias primas de exportación o de los términos de intercambio, recesiones de la economía mundial). Las dos últimas recesiones ocurridas en el Perú en 1998-2000 y en 2008-09, ambas en esta tercera etapa, han sido resultado de una combinación de ambos tipos de choques externos adversos.

III. La presión sobre el precio del dólar

La quiebra del banco de inversión neoyorquino Lehman Brothers en setiembre de 2008 genero una corrida masiva, un pánico similar a los descritos por Kindleberger (1978) en su historia de las crisis financieras. El ejemplo clásico del libro de texto de macroeconomía es el de los pequeños depositantes de un banco que, justificadamente o no, corren masivamente a retirar su dinero por miedo a perderlo; como este dinero no está ocioso en el banco sino que ha sido prestado en buena ley, el banco no tiene cómo atender estos retiros masivos, lo que confirma la desconfianza inicial de los depositantes, el banco quiebra y pierden su dinero todos los depositantes que llegaron

210. Véase Thorp y Bertram (1988) para una notable historia económica del Perú, que gira alrededor de la exportación de materias primas. Sobre los años 90, puede verse Dancourt (1999).

211. Para el caso del Perú, véase Rojas y Costa (2002). Véase también Krugman (2000).

tarde a la cola; naturalmente, estos eventos son contagiosos y la corrida se extiende a otros bancos.

Según Bernanke (2009), la súbita profundización de la crisis financiera en el último trimestre de 2008, y su rápida internacionalización, fueron producto del pánico global generado por la quiebra de Lehman Brothers.

Esta crisis financiera de 2008, comparable solo a la de 1930, desencadenó también una recesión global, que trajo consigo una enorme caída del comercio internacional, el desplome de los precios mundiales de las materias primas que son exportadas mayormente por la periferia, y el masivo traslado de capitales desde la periferia hacia el centro, a Estados Unidos en particular. En la periferia, la caída de las exportaciones y la salida de capitales no solo tuvo un fuerte efecto recesivo sino que generó también enormes presiones al alza del precio del dólar, que fueron bloqueadas mediante la disminución de sus reservas de divisas, allí donde estas eran suficientes.

Cuadro 1
Perú: Balanza de Pagos 2008-2009 y Tipo de Cambio
(Millones de US dólares)

| | 2008.1 | 2008.2 | 2008.3 | 2008.4 | 2009.1 | 2009.2 | 2009.3 | 2009.4 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1. Balanza Comercial (b y s) | 1098 | 469 | 325 | -764 | 222 | 1,072 | 1,602 | 1,866 |
| a. Exportaciones | 7.771 | 8,470 | 8,814 | 6,474 | 5,396 | 6,161 | 7,169 | 8,159 |
| 2. Entrada Neta de Capitales | 6,343 | -233 | -2,884 | -2,456 | -1,253 | -973 | 29 | -934 |
| a. Capitales Corto Plazo | 3.677 | 177 | -617 | -2,668 | -1,568 | -889 | -1,008 | 1,790 |
| 3. Variación Posición de Cambio | 7,441 | 236 | -2,559 | -3,220 | -1,031 | 99 | 1,631 | 932 |
| 4. Variación tipo de cambio | -8% | 8% | 0% | 6% | 1% | -5% | -4% | 0% |

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

En el cuadro 1 se presenta un resumen de las principales cuentas de la balanza de pagos peruana durante el periodo 2008-2009. Los dólares (o euros) entran o salen del país por dos grandes canales: el comercial y el financiero. Ingresan dólares al país si la balanza comercial (exportaciones de bienes y servicios menos importaciones) es positiva o superavitaria y, viceversa, salen dólares del país si la balanza comercial es negativa o deficitaria. Igualmente, ingresan dólares al país por el canal financiero si el rubro “entrada neta de capitales” es positivo y, viceversa, salen dólares del país si es negativo. Por último, si sumando el canal comercial y el financiero existe un ingreso de dólares al país, entonces las reservas de divisas del Banco Central (medidas aquí por la

posición de cambio) se incrementan; mientras que si existe un egreso de dólares del país sumando ambos canales, las reservas de divisas del Banco Central disminuyen²¹².

La crisis económica y financiera mundial ocurrida en 2008-09 tuvo un doble impacto adverso sobre la balanza de pagos del Perú, como se puede ver en cuadro 1. De un lado, cayó el valor de las exportaciones debido tanto al desplome de los precios externos de las materias primas de exportación como a la sensible reducción del volumen de las exportaciones no tradicionales. Las exportaciones totales cayeron casi 40% entre el pico alcanzado en el tercer trimestre de 2008 y el piso registrado en el primer trimestre de 2009. Y, del otro lado, la entrada neta total de capitales dio un vuelco completo y se convirtió en salida durante el último trimestre de 2008, impulsada por el masivo retiro del país de los capitales de corto plazo. La reversión de los flujos de capital de corto plazo fue violenta: salieron por un valor equivalente a 9% y 6% del PBI en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009, después de haber ingresado por un equivalente a 8% y 12% del PBI en el último trimestre de 2007 y en el primero de 2008, respectivamente.

Durante el primer semestre de 2009, las exportaciones totales se redujeron en 30%, cayendo tanto las de materias primas (metales, harina de pescado, etc.) en 32% como las no tradicionales (confecciones, agroindustriales, etc.) en 23%, respecto al mismo periodo del año anterior. Como los precios de las materias primas se recuperaron rápidamente a partir del segundo trimestre de 2009, las ventas al exterior durante todo este año alcanzaron unos 26,900 millones de dólares, esto es, solo un 15% menos que el valor registrado en 2008.

Como ya hemos mencionado, el principal factor que explica esta súbita y profunda caída de las exportaciones es el comportamiento de los precios de las materias primas que exportamos. El índice de precios de exportación se desplomó en 35% entre mediados de 2008 y principios de 2009. De esta manera, se cerró un prolongado ciclo de alza de los precios de las materias primas de exportación, que incluye el mayor incremento anual, ocurrido en 2006, de los términos de intercambio que se haya registrado en la economía peruana durante el último medio siglo (véase el gráfico 1). Entre 2003 y mediados de 2008, el índice de precios de las exportaciones aumentó en 2.8 veces.

212. El rubro 2, entrada neta de capitales, se ha calculado como el rubro 3 (variación de la posición de cambio) menos el rubro 2 (balanza comercial de bienes y servicios). Si el Banco Central no compra ni vende dólares al sector privado o al sector público, situación que define el equilibrio externo, entonces la balanza comercial y la entrada neta de capitales suman cero, ya que el incremento de las tenencias de dólares por parte del sector privado –fruto, digamos, de un superávit comercial– se clasifica aquí como una salida de capitales. Igualmente, si el Banco Central vende dólares a los bancos comerciales locales, esto se clasifica aquí como una salida de capitales aunque los bancos comerciales redepositen luego este dinero en las cuentas que poseen en el Banco Central. Lo mismo ocurre si el Banco Central vende dólares al gobierno. La posición de cambio del Banco Central es igual a las reservas internacionales netas menos los depósitos de divisas que el sector financiero y el sector público mantienen en el Banco Central.

Sin embargo, la profunda caída de los precios de las materias primas fue breve, en contraste con crisis anteriores. El índice de precios de las materias primas exportadas por la economía peruana se recuperó muy rápido, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2009, hasta quedar solo 8% por debajo del pico histórico alcanzado en 2008. En el último trimestre de 2009, las exportaciones totales eran solo 10% inferiores a las exportaciones pico del tercer trimestre de 2008. Aún cuando el aparato industrial de la economía mundial operaba a fines de 2009 muy por debajo de los niveles de producción previos a la crisis, los precios internacionales de las materias primas se habían recuperado notablemente, al calor de las políticas monetarias expansivas sin precedentes aplicadas en los países centrales para combatir el desempleo masivo y la crisis financiera.

La balanza comercial de bienes y servicios del cuadro 1 refleja estas fluctuaciones de las exportaciones, pero también expresa alzas y bajas de las importaciones que, a su vez, siguen las fluctuaciones del mercado interno y el manejo de inventarios²¹³ del aparato productivo local. El superávit comercial disminuyó marcadamente dos o tres trimestres antes de que se desplomaran los precios de exportación, debido al gran incremento de las importaciones asociado tanto al fuerte crecimiento de la economía durante 2007-08 como a las rebajas arancelarias realizadas durante ese periodo. Simétricamente, la balanza comercial de 2009 mejoró no solo por la recuperación de los precios de las materias primas sino también por la recesión de la economía urbana peruana, iniciada a fines de 2008, que se trajo abajo las importaciones de bienes finales y de insumos.

Respecto a las salidas de capital de corto plazo ocurridas durante este periodo, destacan la reducción de las líneas de crédito externo para los bancos locales, las ventas de papeles de la autoridad monetaria y del gobierno en manos de inversionistas no-residentes y el traslado de divisas al exterior por parte de los fondos privados de pensiones. Estas salidas de capital de corto plazo son un fenómeno común a las recesiones de 1998-2000 y de 2008-09; en ambos casos, las salidas de capital fueron precedidas por fuertes ingresos de capital de corto plazo.

Cabe mencionar que los flujos de capital privado de largo plazo (inversión directa extranjera) también decrecieron sensiblemente durante este periodo, lo que se debería tanto a la paralización de las inversiones en la minería en razón de la caída de los precios internacionales de los metales, como al inusual otorgamiento de préstamos por parte de las subsidiarias peruanas a sus casas matrices ante el deterioro de las condiciones crediticias en el exterior.

Para evitar que este repentino deterioro de la balanza de pagos, causado tanto por la caída de las exportaciones como por las salidas de capital, generase una excesiva presión al alza del tipo de cambio, el Banco Central vendió dólares agresivamente desde el tercer trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2009, como se muestra en el cuadro 1; mientras tanto, mantenía prácticamente constante la tasa de interés de

213. Si las empresas elevan sus inventarios de insumos importados, ocurrirá un alza transitoria de estas importaciones, y viceversa. Si los inventarios permanecen en su nivel normal, las importaciones de insumos reflejarán las fluctuaciones de la producción del bien final.

corto plazo en moneda nacional²¹⁴. Esta respuesta de política monetaria, muy distinta a la ejecutada en la crisis anterior de 1998-2000, donde subieron juntos el tipo de cambio y la tasa de interés de corto plazo, fue posible gracias a la acumulación previa de un nivel de reservas internacionales de divisas sin precedentes.

Como consecuencia de esta política de ventas agresivas de dólares, las reservas de divisas de la autoridad monetaria (medidas por la posición de cambio) disminuyeron en 27% durante el periodo abril de 2008-abril de 2009, cayendo desde un pico de 28 mil millones de dólares hasta un piso de 20 mil millones de dólares. En el tercer trimestre de 2009, la tranquilidad había retornado al mercado cambiario gracias a la recuperación de los precios externos de las materias primas, el valor del tipo de cambio nominal era similar al registrado antes del estallido de la crisis financiera internacional, y la autoridad monetaria había reiniciado sus compras de dólares esterilizadas.

Las reservas internacionales vendidas por el Banco Central durante este periodo de salidas de capital fueron compradas no solo por inversionistas extranjeros sino especialmente por el sector privado local, en particular por los bancos comerciales y los fondos del sistema privado de pensiones. Esta cifra de reservas vendidas no incluye la emisión por parte del Banco Central de papeles de corto plazo indexados al tipo de cambio pero pagaderos en moneda nacional. Estos papeles son un buen sustituto del dólar para quien no necesita llevar su dinero al exterior y permiten, en cierta forma, multiplicar las reservas de divisas en manos del Banco Central²¹⁵.

Una característica crucial de todas las recesiones peruanas ocurridas desde 1950, casi siempre generadas por choques externos adversos, es que el primer acto de estos dramas siempre ha sido una crisis cambiaria en la que se eleva rápidamente el precio del dólar, lo que ocurre normalmente tras una sensible disminución de las reservas de divisas del Banco Central²¹⁶. Si el choque externo adverso es real (caída de los términos de intercambio y del valor de las exportaciones), la disminución previa de las reservas de divisas tiende a ser paulatina. Si el choque externo adverso es financiero (salida de capitales), la disminución previa de las reservas de divisas puede ser muy rápida.

214. Cuando el Banco Central vende dólares a los bancos comerciales, estos pagan con soles, se reduce la abundancia de soles en el mercado de préstamos interbancario, y esto hace subir la tasa de interés de corto plazo. Esta es una venta de dólares no esterilizada. Para impedir que esta tasa de interés suba, el Banco Central inyecta soles en la economía comprando papeles de deuda, emitidos por él mismo o por el gobierno, que están en manos de bancos comerciales o fondos de pensiones. De esta manera, se cancelan los efectos que tiene la venta de dólares por parte del Banco Central sobre la tasa de interés de corto plazo. Esto es una venta de dólares esterilizada.

215. El saldo de estos papeles representaba, a marzo de 2009, 15% de la posición de cambio del Banco Central. Los bancos comerciales usan estos papeles para cubrirse de los compromisos que adquieren al vender dólares para entrega a futuro (*forwards*) a un tipo de cambio fijado hoy; compran estos dólares a futuro quienes se protegen contra la devaluación de la moneda nacional (empresas con deudas en dólares) o especuladores que apuestan a ella.

216. Véase Dancourt, Mendoza y Vilcapoma (1997).

La peculiaridad de esta última recesión consiste en que, a pesar de la gran potencia del choque externo adverso, el Banco Central bloqueó la crisis cambiaria con la enorme venta de dólares que llevó a cabo en el segundo semestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009. Como se puede ver en el cuadro 1, estas ventas de dólares (variación negativa de la posición de cambio) se iniciaron en respuesta al incremento del precio del dólar ocurrido en el segundo trimestre de 2008; entre el piso de principios de abril del 2008 y el techo alcanzado en los primeros días de marzo del 2009, el precio del dólar subió un 20% y el Banco Central persistió en estas ventas masivas hasta que la presión al alza del precio del dólar se extinguió en el segundo trimestre de 2009. Es razonable pensar que hubiera ocurrido una crisis cambiaria y que el tipo de cambio se hubiera disparado, si el Banco Central no hubiera podido realizar estas ventas masivas de dólares. La ausencia de una crisis cambiaria distingue, pues, a esta recesión de todas las anteriores, incluyendo la ocurrida en 1998-2000, cuando el tipo de cambio se incrementó casi 30% entre fines de 1997 e inicios de 2000, ya que el Banco Central carecía de las reservas de divisas (posición de cambio) necesarias para bloquear el alza del dólar.

Las reservas de divisas del Banco Central son adecuadas si permiten enfrentar los choques externos adversos que golpean recurrentemente la economía peruana, sin alzas excesivas del tipo de cambio; es decir, si permiten enfrentar simultáneamente una caída de exportaciones y una salida de capitales de la magnitud que hemos visto en 2008-09²¹⁷. Desde este punto de vista, una posición de cambio de 30 mil millones de dólares parece razonable, ya que la caída de precios de las materias primas de 2008-09 pudo fácilmente haber durado unos trimestres más, como en crisis anteriores, y la salida de capitales pudo ser algo más extensa si, por ejemplo, el rescate financiero en los países centrales hubiese tardado un poco más; por último, esta cifra debe tener en cuenta también que el nivel de reservas podría afectar directamente la confianza y la salida de capitales.

IV. Los orígenes de la recesión

Se puede dividir la economía peruana en dos grandes sectores productivos. De un lado, tenemos al sector primario que agrupa agricultura, minería, pesca y actividades de transformación vinculadas a estas ramas (fabricas de harina de pescado, refinerías de metales, etc.), cuya producción está determinada básicamente por factores de oferta (lluvias, temperatura del mar, etc.). Y del otro, tenemos al sector no primario que incluye las distintas ramas (manufactura, construcción, comercio y servicios) que

217. Según Keynes (Treatise on Money, tomo 2, pag 247), para definir este nivel adecuado de reservas se requiere "...a reasoned estimate of the magnitude of the drain which India have to meet through the sudden withdrawal of foreign funds, or through a sudden drop in the value of Indian exports". Y agrega, "this is the sort of calculation which every central bank ought to make. The bank of a country the exports of which are...highly variable in price...needs a larger free reserve. The bank of a country doing a large international financial and banking business needs a larger free reserve".

conforman la economía del Perú urbano, cuya producción está determinada por la demanda agregada. Este sector no primario representa 80% del PBI y casi todo el empleo asalariado; mientras que la minería representa 60% de las exportaciones pero solo 1% de la fuerza laboral. La demanda agregada por los bienes y servicios producidos en el sector no primario depende, entre otros factores, de las exportaciones netas originadas en el sector no primario, de las políticas macroeconómicas y de los precios externos de las materias primas de exportación. Así, una caída de los precios externos de las materias primas de exportación provocará un impulso recesivo que reducirá la producción y el empleo en la economía urbana a través de tres canales: vía una reducción del consumo de bienes nacionales, o vía una reducción de la inversión en construcción, o vía una reducción del gasto público no financiero debido a que se reducirá la recaudación tributaria en el sector primario. Un alza de la tasa de interés en soles o dólares, una reducción del gasto público o una caída de las exportaciones no tradicionales provocaran un impulso recesivo similar; y viceversa.

En el gráfico 2 se presentan las tasas de crecimiento anual del PBI no primario, del empleo urbano en las empresas de más de 10 trabajadores, y del empleo manufacturero en estas mismas empresas, a partir de la desestacionalización²¹⁸ de las tres series respectivas. Como se puede ver en el mismo gráfico 2, tras superar la recesión de 1998-2000, la marcha de la economía peruana adquirió progresivamente cada vez más velocidad en el periodo 2002-2008, tanto en términos de la tasa de crecimiento del PBI no primario como en términos de la creación de empleos urbanos (y manufactureros) en las empresas de más de 10 trabajadores. Este ciclo de expansión estuvo liderado por las exportaciones y ocurrió en un contexto de muy baja inflación.

Este prolongado auge de la economía peruana, sin precedentes en las últimas cuatro décadas, finalizó en el último trimestre de 2008 a causa del brusco descenso del valor de las exportaciones y la enorme salida de capitales generadas por la recesión global y la crisis financiera en el centro. Como se puede ver en el gráfico 2, la tasa de crecimiento del PBI no primario desestacionalizado cayó en picada en 2008 y se hizo negativa durante tres trimestres consecutivos.

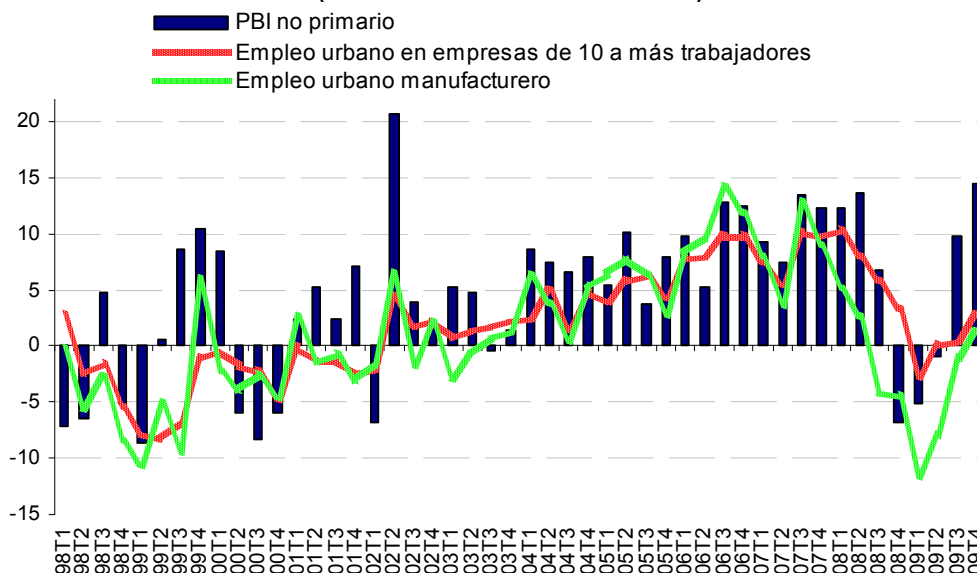
Las ramas productivas que más bruscamente se desaceleraron durante el último trimestre de 2008 fueron los dos motores de la actividad económica no primaria, es decir, la manufactura no primaria, que excluye las actividades de procesamiento de recursos naturales como refinación de metales o fabricación de harina de pescado, y la industria de la construcción. En el periodo enero-junio de 2009, la manufactura no primaria, que depende también de la demanda externa, decreció en -10.2% anual, tras haber registrado una tasa promedio de 12.2% durante los tres primeros trimestres de 2008; y la industria de la construcción solo se expandió en 1.9% en enero-junio de 2009, después de haber registrado una tasa promedio de 18.8% anual durante los tres

218. Este procedimiento estadístico permite comparar la producción o el empleo de un trimestre cualquiera con el del trimestre anterior –que expresamos en términos anuales– y detectar así, con mayor rapidez que la comparación entre un trimestre cualquiera y el mismo trimestre del año anterior, el tránsito del auge a la recesión y viceversa.

primeros trimestres de 2008, siempre en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Gráfico 2

**PBI no primario y empleo urbano y manufacturero
desestacionalizados
(variación trimestral anualizada)**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

De acuerdo al gráfico 2, la recesión se inició en el último trimestre de 2008, continuó durante los dos primeros trimestres de 2009, y habría terminado²¹⁹ en el tercer trimestre de 2009. En términos de tasas anualizadas, las caídas del PBI no primario desestacionalizado durante estos 3 trimestres que duró la recesión fueron de -6.8%, -5.1% y -0.9%, respectivamente. La reducción del empleo urbano, manufacturero y total, en las empresas de más de 10 trabajadores, que se registró por primera vez desde 1998-2000, completa esta descripción de la recesión de 2008-09. Vale la pena señalar también que el empleo en las empresas manufactureras con más de 10 trabajadores empezó a contraerse antes, desde mediados de 2008, debido a su dependencia de los mercados externos y por su mayor exposición a la competencia de las importaciones; y que el inicio de la recuperación del nivel de actividad económica urbana, a partir del tercer trimestre de 2009, no había generado todavía un incremento correspondiente del empleo en las empresas de más de 10 trabajadores.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no solo revela la magnitud del impulso recesivo externo. También revela la poca inercia que tiene el PBI no primario de la economía peruana, debido a la inexistencia de estabilizadores automáticos como

219. Cabe subrayar que se han introducido ciertos cambios metodológicos controvertidos que sobrestiman el PBI del sector servicios y, por tanto, el PBI no primario del año 2009.

el seguro de desempleo, que existe desde hace casi un siglo en las economías avanzadas; por la influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros; y debido al gran ajuste de inventarios²²⁰ que parece haber ocurrido en los sectores comercial e industrial durante el último trimestre de 2008 y los primeros trimestres de 2009.

Respecto a la magnitud del impulso recesivo inicial, si las exportaciones representan 25% del PBI nominal, y si disminuyen en 30%, el impacto directo de esta caída de las exportaciones (tanto por precios en el sector tradicional como por cantidades en el sector no tradicional) equivale a 7.5% del PBI nominal ($0.075=0.25 \times 0.30$). Y como este caída de las exportaciones tiene un efecto multiplicador promedio relativamente pequeño²²¹ sobre el resto de la economía, podríamos elevar este impacto negativo hasta 10% del PBI nominal ($0.10=0.075 \times 1.33$).

Cabe señalar que, en la última década, las exportaciones totales se duplicaron hasta constituir cerca de 25% del PBI. Al mismo tiempo, aumentó el peso macroeconómico del turismo y las exportaciones no tradicionales; estas últimas, cuyos sectores líderes son las confecciones y la agroindustria, crecieron hasta representar entre 5% y 6% del PBI. Estos hechos ayudan a explicar la magnitud del impulso recesivo generado en la economía del Perú urbano por la caída de las exportaciones en 2008-09, ya que tanto el empleo generado por dólar exportado como el efecto multiplicador sobre el resto de la economía que caracteriza a estas exportaciones no tradicionales y al turismo son mucho mayores que los propios de la minería. Y sugieren que los ajustes cíclicos de inventarios, tanto de bienes nacionales como importados, que están típicamente asociados a la producción industrial y al gran comercio, podrían ser más relevantes en la actualidad.

A este impulso recesivo generado por la caída de las exportaciones, hay que añadirle el otro impulso contractivo básico originado por la salida de capitales de largo y corto plazo. La salida de capitales provoca directamente una caída de la demanda interna. En primer lugar, la paralización de la inversión directa extranjera en el sector minero, causada por la profunda caída de los precios externos de los metales, disminuye la demanda de la industria de la construcción y de otros proveedores de insumos y servicios. En segundo lugar, conviene recordar que el sistema financiero peruano está dolarizado. La mitad de los préstamos bancarios a firmas y familias están denominados en dólares. Esto implica que cualquier expansión rápida de estos préstamos requiere que los bancos locales consigan fondos (adeudados o líneas de crédito de corto y largo

220. Se acumulan inventarios si la producción es mayor que las ventas y, viceversa, se desacumulan si la producción es menor que las ventas. Según el Reporte de Inflación del BCRP de junio de 2009, la reducción de los inventarios ocurrida en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009 explicaría una buena parte de la caída de la producción no primaria. Es la reducción imprevista de la demanda final, generada por el choque externo adverso, la que crea el exceso de inventarios. La liquidación de este exceso de inventarios, produciendo por debajo de las ventas, magnifica transitoriamente la reducción de la producción y el empleo.

221. Este efecto multiplicador existe porque una parte de los ingresos generados en el sector exportador se gasta en el resto de la economía y/o porque el sector exportador demanda insumos intermedios al resto de la economía. Este multiplicador es relativamente pequeño (1.33 digamos) por el gran peso del enclave minero que explica un 60% del valor exportado.

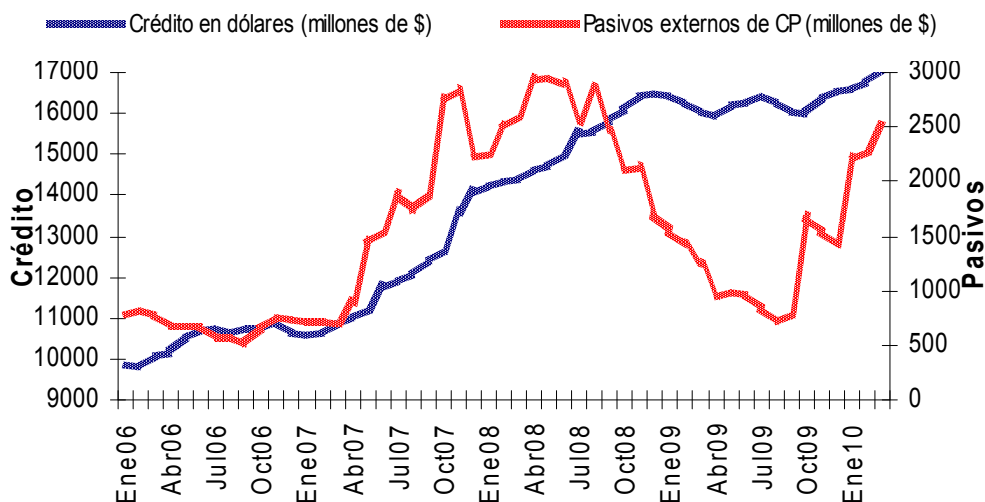
plazo) en el exterior. Simétricamente, un recorte violento de la oferta de estos adeudados con el exterior implica que se detiene súbitamente la expansión de estos préstamos bancarios en moneda extranjera.

Un factor común detrás de las recesiones de 1998-2000 y 2008-09 ha sido el recorte abrupto de estos adeudados con el exterior. En ambos casos, este evento fue precedido por un boom de créditos locales en moneda extranjera sustentado en una expansión rápida de la disponibilidad y uso de líneas del exterior. En 1998, el recorte de los fondos externos fue precipitado por la crisis de la deuda rusa; y, en 2008, el recorte de estos fondos se produjo a raíz de la crisis financiera en Estados Unidos y Europa.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, los adeudados o pasivos de corto plazo con el exterior del sistema bancario se desplomaron (cayeron 75%) entre el segundo trimestre de 2008 y el tercero de 2009, deteniendo en seco la expansión del crédito bancario en moneda extranjera desde fines del 2008 hasta mediados del 2009; en el último trimestre de 2009 parece reiniciarse otro ciclo de expansión de estos adeudados con el exterior y de los préstamos en moneda extranjera, ciclo similar al gestado a principios de 2007.

Gráfico 3

Pasivos y Crédito en ME 2006-2009
(millones de dólares)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Este boom crediticio en dólares y una política fiscal expansiva fueron las fuerzas que impulsaron la demanda interna desde fines de 2006 hasta mediados de 2008. Durante 2007, el crédito bancario al sector privado en dólares se incrementó por un valor equivalente a 3% del PBI; similar ritmo de incremento se registró durante el primer semestre de 2008. Esta expansión crediticia, basada en una rápida acumulación de deuda externa de corto plazo por parte de los bancos locales, fue alentada por el

Banco Central al relajar las regulaciones sobre el encaje en moneda extranjera para los adeudados al exterior²²².

Estos adeudados con el exterior del sistema bancario conectan, pues, la producción y el empleo del sector no primario de la economía peruana directamente con las vicisitudes de los centros financieros de la economía mundial. Según Blanchard (2009), “uno de los canales a través de los cuales se ha propagado la crisis desde las economías avanzadas hacia las economías emergentes ha sido el recorte de las líneas de crédito que las instituciones financieras de las economías avanzadas otorgan a sus subsidiarias extranjeras, lo que ha obligado a estas últimas a vender activos financieros o, a su vez, a cortar el crédito a sus clientes domésticos”.

Es claro que el efecto recesivo de una salida de capitales, vía el recorte de estos adeudados con el exterior del sistema bancario, será mayor mientras mayor sea el volumen de los préstamos bancarios en moneda extranjera otorgado a firmas y familias, es decir, mientras mayor sea el grado de dolarización del sistema bancario peruano. Y también es claro que mayor será la contracción del crédito bancario que generará un recorte dado de estos adeudados con el exterior, mientras mayor sea el peso que estos adeudados tienen respecto a los depósitos como fuente de fondos prestables para los bancos locales.

Sin embargo, se ha sugerido que el Perú constituye una excepción a este fenómeno mundial del recorte abrupto de las líneas de crédito con el exterior sufrido por las economías de la periferia durante esta última crisis financiera, que es descrito en el *World Economic Outlook* del FMI correspondiente a 2009. Según esta visión²²³, a los bancos locales no les habrían exigido el repago de estos adeudados con el exterior, como ocurrió en tantos otros lugares²²⁴. Más bien, sería la demanda local de estos adeudados con el exterior la que habría disminuido súbitamente, ya que los bancos locales habrían decidido recortar sus préstamos en moneda extranjera a firmas y familias, sin razón alguna, justo en el pico de un auge intenso y prolongado. Curiosamente, esta disminución de la propensión a prestar de los banqueros no afectó a los préstamos en moneda nacional, que continuaron creciendo a tasas entre 25% y 40% anual desde julio de 2008 hasta julio de 2009, como se muestra en el gráfico 4.

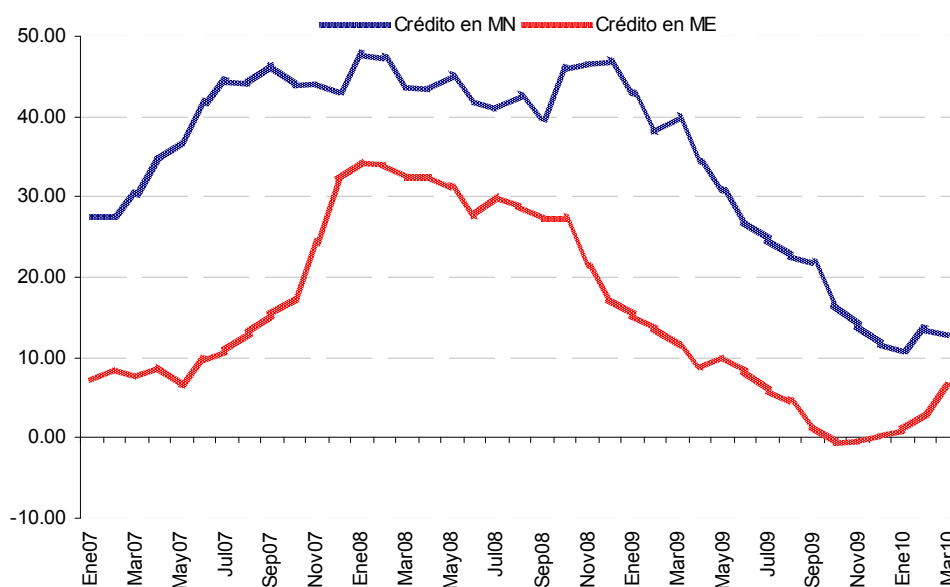
222. En 2004 se impuso un encaje a los adeudados con el exterior de la banca comercial para evitar estos ciclos de expansión y contracción del crédito en moneda extranjera de origen externo. En 2007, esta regulación se relajó, como veremos mas adelante. En 2005, se desvinculó la remuneración al encaje en moneda extranjera, pagada por el banco central, de una tasa Libor de corto plazo, y se convirtió esta remuneración en una tasa de interés de política. Las decisiones mensuales sobre esta remuneración al encaje en moneda extranjera, que determinaba la rentabilidad de las operaciones en moneda extranjera de la banca comercial, y sobre la tasa de interés de política en soles se publicaban juntas. En 2007, esta tasa de remuneración al encaje fue, otra vez, atada automáticamente a una tasa Libor de corto plazo.

223. Véase el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2010 del BCRP, pág. 23.

224. Véase Balakrishnan et al (2009), quienes concluyen que los países de la periferia más endeudados con los países del centro son los más afectados por las crisis financieras y que las conexiones bancarias (líneas de crédito, subsidiarias locales de bancos del centro) han sido un canal mayor de transmisión en la crisis financiera de 2008-09.

Gráfico 4

Crédito al Sector Privado en MN y ME
(tasas crecimiento anual 1997-2009).



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

En materia de crédito bancario, la diferencia entre las recesiones de 1998-2000 y la de 2008-2009 no reside en el comportamiento del crédito en moneda extranjera, que cae en ambas por igual, sino en el comportamiento del crédito en moneda nacional. Mientras que el crédito en moneda nacional se contrajo fuertemente en la recesión de 1998, durante la última recesión el crédito en soles siguió expandiéndose; entre junio de 2008 y junio de 2010, el crédito nominal del sistema financiero al sector privado aumentó en 50%. Esto tiene conexión, primero, con el hecho de que ocurriera una crisis bancaria en 1998-2000 y que no ocurriera en 2008-09; y, segundo, con las diferentes políticas monetarias aplicadas en estas dos recesiones: restrictiva en 1998-2000 y expansiva en 2008-09.

La crisis bancaria²²⁵, desencadenada por el recorte de las líneas de crédito externas a raíz de la crisis rusa, explica en buena parte esta restricción crediticia general que tipifica la recesión de 1998-2000. De los 25 bancos que existían en 1997-1998, 11 habían sido liquidados u obligados a fusionarse dos años más tarde, entre ellos el segundo y el quinto banco por monto de depósitos a diciembre de 1997. Los préstamos impagos como porcentaje de los préstamos totales (cartera atrasada y refinanciada o reestructurada sobre colocaciones brutas) aumentaron desde un 8% en 1997 hasta un 17% en 2000; esta cartera atrasada total neta de provisiones, que era

225. Para un análisis detallado de esta crisis bancaria y de la expansión crediticia que la precedió, así como de las distintas formas que asumió el rescate gubernamental, véase Rojas y Costa (2002); este texto es la fuente de los datos aquí citados. Véase también Castillo y Barco (2009), quienes sostienen que no hubo una crisis bancaria en 1998-2000.

24% del patrimonio del sistema bancario en 1997, subió hasta 41% del patrimonio en 2000.

La regulación prudencial y monetaria vigente en 1998, que ignoraba la dolarización del sistema bancario y su profunda dependencia del endeudamiento externo de corto plazo, sentó las bases para esa crisis bancaria. Y la respuesta de política monetaria de 1998-2000 –dejar subir el tipo de cambio y dejar subir la tasa de interés en moneda nacional en vez de proveer al mercado interbancario con liquidez en dólares y en soles– permitió que el súbito recorte de las líneas de crédito del exterior, un fenómeno muy similar a una corrida masiva de los depositantes, trajera consigo la iliquidez y posterior quiebra y fusión obligada de varios bancos; las corridas de los depositantes locales fueron un componente importante pero secundario de este proceso.

A pesar de que la regulación prudencial y monetaria de 2008-09 no era sustancialmente diferente de la vigente en 1998, respecto a la dolarización del sistema bancario y a su dependencia del endeudamiento externo de corto plazo²²⁶, no ocurrió una crisis bancaria en 2008-09. ¿Por qué? Porque el Banco Central suministró al mercado interbancario toda la liquidez que este requirió en dólares y en soles a raíz del drástico recorte de las líneas externas, evitando así un pánico general. Esto se hizo de manera “automática”, al hacer efectiva la tasa de interés de política o de referencia en el mercado interbancario y al limitar el alza del tipo de cambio. Y esto se pudo hacer, vale la pena repetirlo, solo porque el Banco Central tenía las reservas de divisas suficientes.

En esta perspectiva, la conexión entre el esquema de regulación prudencial de un sistema bancario semi-dolarizado y el desempeño macroeconómico de la economía peruana gira alrededor de dos rasgos claves: el fondeo externo de corto plazo de los bancos locales y el hecho de que prestan masivamente en dólares a quienes ganan en moneda domestica. Un excelente presentación de esta perspectiva, enfocada desde el ángulo de la regulación prudencial antes que el de la política macroeconómica, se encuentra desarrollada en el artículo de Cayazzo et al (2006).

V. Cambios en la regulación prudencial y los riesgos de la dolarización

La crisis bancaria de 1998-2000 demuestra que la fragilidad financiera en la economía peruana es consecuencia de la dolarización del sistema bancario, que lo hace excesivamente vulnerable a dos eventos básicos: un alza del tipo de cambio y una corrida de los acreedores externos que suministran fondos externos de corto plazo a los bancos locales. Estos eventos usualmente están interconectados y son

226. Los bancos casan activos y pasivos por monedas, pero prestan en dólares a quienes obtienen sus ingresos en moneda local; la morosidad de los préstamos en moneda extranjera se eleva sensiblemente con el tipo de cambio; hasta 2005 no se exigían capital o provisiones extras por prestar en dólares a quien gana en moneda local; véase Cayazzo et al (2006). De otro lado, el Banco Central fomentó que los adeudados con el exterior del sistema bancario local crecieran explosivamente en los auges previos a las recesiones de 1998-2000 y de 2008-09.

relativamente frecuentes en el régimen de libre movilidad de capitales instaurado desde 1990 en el Perú, si juzgamos por las últimas dos décadas.

De acuerdo a Cayazzo et al (2006), los dos principales riesgos que enfrenta el sistema bancario peruano son el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario (una devaluación significativa eleva la tasa de morosidad de los préstamos en moneda extranjera) y el riesgo de liquidez derivado de una potencial corrida de los acreedores externos (o de los depositantes locales) similar a las ocurridas en 1998 y en 2008. La tarea de la regulación prudencial consiste, entonces, en obligar al sistema bancario a construir reservas que permitan interiorizar y mitigar ambos riesgos, vía requisitos de capital o provisiones extras y vía coeficientes de liquidez o encajes.

Si el sistema bancario no interioriza estos costos a través de la regulación prudencial, el banco central debe hacerse cargo de ellos, vía una política de acumular reservas internacionales de divisas que le permitan bloquear el alza del tipo de cambio y suministrar liquidez en dólares al sector privado real y financiero, cuando ocurren choques externos adversos. La razón macroeconómica es que una crisis bancaria asociada a una salida de capitales y a una elevación significativa del tipo de cambio implicaría una fuerte caída del nivel de actividad económica y un alza apreciable de la inflación; esto podría liquidar el crecimiento de la economía peruana por un periodo prolongado, como ha ocurrido en el pasado.

Esta fragilidad financiera se puede reducir si existe una mejor regulación prudencial que hace al sistema bancario menos dolarizado y más seguro y/o si existe un banco central con suficientes reservas de divisas (que permiten ejecutar políticas monetaria y fiscal expansivas y al mismo tiempo bloquear las presiones al alza del tipo de cambio); el banco central opera como un prestamista de última instancia cuando suministra suficiente liquidez en dólares y en soles a los bancos comerciales durante el choque externo adverso.

¿Cuánto se ha modificado la regulación respecto al tratamiento de estos dos riesgos básicos entre la recesión de 1998-2000 y la recesión de 2008-09? Como veremos a continuación, la respuesta es que muy poco. La regulación del fondeo externo de los bancos locales está a cargo, efectivamente, del banco central²²⁷ (BCRP) y la regulación del riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario está a cargo de la superintendencia de banca y seguros (SBS).²²⁸

Empezando por el riesgo de liquidez, los depósitos en moneda extranjera han estado sujetos a encajes, fijados por el banco central y mayores que los que gravan a los depósitos en moneda nacional, desde principios de los años 90. Sin embargo, la fuente alternativa de fondos prestables en moneda extranjera para los bancos locales –los adeudados con el exterior o líneas de crédito externas de corto plazo- estuvo exenta

227. La SBS impone requisitos de liquidez sobre las obligaciones de corto plazo en moneda nacional (8%) y extranjera (20%), pero el requisito de liquidez en moneda extranjera es redundante dados los altos encajes a los depósitos en moneda extranjera; véase Cayazzo et al (2006).

228. Fischer (2009) discute las relaciones entre el banco central y el regulador bancario a la luz de la crisis financiera reciente. La regulación macro-prudencial debe estar a cargo del banco central.

de este encaje desde principios de los años 90 hasta 2004²²⁹. Esta política de encajes diferenciales fomentó el endeudamiento externo de corto plazo de los bancos locales, aunque estas líneas externas son mucho más volátiles que los depósitos en moneda extranjera y mucho más sensibles a los choques externos adversos.

Este defecto se corrigió con las regulaciones dadas por la autoridad monetaria en 2004, que igualaron las tasas de encaje promedio y marginal (30%) aplicables a los depósitos en moneda extranjera y a los adeudados del exterior; en 2005, como hemos mencionado, también se desconectó la tasa de remuneración a este encaje de una tasa de interés externa (Libor) de corto plazo y se le convirtió en una tasa de interés de política²³⁰. Sin embargo, estas regulaciones fueron modificadas y flexibilizadas en 2007²³¹, para retornar al status quo previo a 2004, cosa que fomentó un boom de crédito en moneda extranjera durante 2007-2008 basado en la expansión de los adeudados del exterior. Cabe recordar que en el boom de crédito en moneda extranjera previo a la recesión de 1998-2000, los adeudados con el exterior de la banca comercial estaban exentos del encaje que gravaba a los depósitos en dólares. Por lo tanto, podemos concluir que no existe una diferencia relevante entre ambas coyunturas precrisis, la de 1996-97 y la de 2007-08, respecto a la regulación del fondeo externo de los bancos locales por parte del banco central.

La evolución de la regulación del fondeo externo de los bancos locales en el periodo reciente es, sin embargo, más complicada y se puede dividir en tres fases. La primera fase de flexibilización, que ocurre en 2007, es la que hemos descrito; esta determina el crecimiento explosivo de los adeudados con el exterior. La segunda fase ocurre durante la primera mitad del 2008 cuando el banco central lucha contra la apreciación

229. Según la Circular BCRP 011-96-EF/90 del 28/03/1996 no estaban sujetos a encaje los adeudados o créditos del exterior otorgados por bancos centrales, gobiernos y organismos gubernamentales del exterior, organismos financieros internacionales o entidades financieras del exterior.

230. La Circular BCRP 005-2004 del 22/03/2004 homogenizó el trato de las obligaciones domésticas y externas en moneda extranjera. La Circular 019-2004-EF/90 del 27/10/2004 estableció el cambio de base al mes de septiembre para la tasa de encaje implícita y el incremento del encaje marginal de 20% a 30% para los adeudados con el exterior. La Circular 008-2005-EF/90 del 27/05/2005 independizó la remuneración al encaje en moneda extranjera de la tasa Libor y la fijó en 2.25% anual.

231. La Circular BCRP 020-2007-EF/90 del 28/09/2007 eliminó el límite de exoneración de encaje aplicable a los valores y deuda subordinada sujetos a régimen especial hasta por el 75% del capital y reservas si tenían plazo promedio igual o mayor de 2 años; excluyó de las obligaciones sujetas a encaje a los créditos de plazo promedio igual o mayor a 2 años recibidos de entidades financieras del exterior distintas a bancos centrales, gobiernos, organismos financieros internacionales, entidades financieras internacionales y entidades gubernamentales del exterior. Y estableció precisiones respecto a la definición de entidades del exterior cuyos recursos prestados a las entidades locales estaban exonerados de encaje: organismo financiero internacional (multilateral creado por 2 o más estados), entidad financiera internacional (cuando participa el estado o el banco central con más del 50%), entidad gubernamental (financiamiento del desarrollo y comercio exterior). Así, una fracción creciente de los adeudados con el exterior fue exonerado de encaje.

de la moneda local causada por la entrada masiva de capitales (adeudados y otros) y los altos precios internacionales de las materias primas de exportación. En esta segunda fase, el banco central endurece las normas sobre encajes que había flexibilizado previamente²³². En la tercera fase, cuando los capitales salen masivamente del país en la segunda mitad del 2008, el banco central vuelve a flexibilizar estas normas²³³ para impedir la fuga, sin mayor éxito, cosa que también se había intentado en 1998-99. Para que los capitales no salgan del país en coyunturas de crisis externas, si de adeudados al exterior se trata, la única solución consiste en evitar que entren.

En cuanto al riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario, durante el periodo 1990-2005 no se exigieron requisitos de capital extras o provisiones²³⁴ extras por prestar en moneda extranjera, en vez de prestar en moneda nacional, a quien tiene sus ingresos denominados en moneda nacional. El regulador prudencial de los bancos (SBS) no acepto la existencia de este riesgo consustancial a la dolarización financiera (que la morosidad depende directamente del tipo de cambio) ni siquiera después de la crisis bancaria de 1998-2000. Recién en 2005, la SBS emitió una norma que imponía una provisión específica sólo a los préstamos en moneda extranjera, clasificados como normales, donde el riesgo cambiario de los deudores no hubiese sido identificado por la entidad bancaria que los otorgaba²³⁵.

232. La Circular BCRP 010-2008-EF/90 del 01/02/2008, por ejemplo, incrementa la tasa de encaje mínimo legal (sin remuneración al encaje) en ambas monedas de 6% a 7%; eleva la tasa de encaje marginal de 30% a 40%; e incluye a las operaciones de reporte, pactos de recompra y a todas las operaciones con sucursales del exterior entre las obligaciones sujetas a encaje; y reduce la remuneración del encaje adicional al mínimo legal a Libor 1m – 0.875%. La Circular BCRP 031-2008-EF/90 del 25/07/2008, por ejemplo, incrementa la tasa de encaje mínimo legal a 9%; establece una tasa de encaje de 9% para los créditos procedentes de fuentes del exterior con plazo igual o mayor a 2 años hasta un límite de una vez el patrimonio efectivo y se incrementa el encaje marginal hasta 49%.

233. La Circular BCRP 038-2008-EF/90 del 26/09/2008, por ejemplo, exonera de encaje a las obligaciones del exterior con plazos promedio de entre 2 y 7 años hasta por un límite de 2 veces el patrimonio efectivo, entre moneda nacional o extranjera. La Circular BCRP 043-2008-EF/90 del 20/10/2008, por ejemplo, reduce la tasa de encaje marginal de 49% a 35% para los adeudados en moneda extranjera, que cae hasta 30% en diciembre de ese mismo año. La tasa de encaje mínimo legal también se reduce.

234. El regulador obliga a clasificar los créditos en categorías de menor a mayor riesgo de impago. Las provisiones exigidas aumentan con el riesgo de impago; estas pueden reducirse si hay garantías que amortiguan la pérdida causada por el préstamo impago. Las provisiones son gastos que disminuyen las utilidades del banco, aunque no implican salidas de efectivo. Un mayor requerimiento de provisiones (acumuladas) para los créditos implica que los bancos tendrán una menor capacidad para prestar, si desean mantener su tasa de reparto de dividendos y todas las demás condiciones se mantienen. A mayor saldo de provisiones acumuladas, mayor será la capacidad para absorber pérdidas por préstamos incobrables.

235. Resolución 041-2005 del 14/01/2005. Esta norma obligó a que cada entidad bancaria: (i) adopte un sistema de control para las colocaciones en moneda extranjera que identifique, mida, y reporte adecuadamente sus niveles de exposición, (ii) establezca procedimientos

La información publicada por la SBS no permite evaluar cual ha sido el impacto real de esta norma. Cálculos gruesos²³⁶ sugieren que el requerimiento adicional de provisiones generado por esta norma en 2005 no llegaría ni al 0.3% del total de créditos, si las entidades bancarias hubieran optado por no identificar la exposición al riesgo cambiario de cada uno de sus deudores, proceso de identificación que podría ser más costoso²³⁷. Como referencia, cabe mencionar que las provisiones acumuladas representaban el 5% del total de créditos a fines de 2005. De otro lado, la misma norma permite que las entidades bancarias discrecionalmente eviten la constitución de estas provisiones si optan por declarar que, bajo alguna metodología interna, han identificado el riesgo cambiario de sus deudores. Según Jiménez (2005), para mantener intacta la solvencia de las entidades de crédito, durante el periodo 1994-2004, ante un alza del tipo de cambio real de 20%, las provisiones adicionales debieron equivaler al 8.4% del total de créditos en moneda extranjera que mantuvo cada entidad.

En suma, aquí tampoco parece haber habido un cambio relevante que reduzca la vulnerabilidad del sistema bancario semi-dolarizado ante un alza del tipo de cambio; y tampoco hay evidencias de que esta norma del 2005 sobre la regulación del riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario haya establecido alguna forma estandarizada de medir dicho riesgo²³⁸ o haya moderado en alguna forma la espectacular expansión crediticia en moneda extranjera de 2007-08²³⁹.

internos explícitos para calificar, conceder y monitorear los créditos en moneda extranjera, y (iii) se apliquen unas mínimas provisiones específicas por este concepto sólo a las posiciones cuyo riesgo cambiario-crediticio no haya identificado por cada entidad y no cumpla determinadas características que la exoneren de dicho requerimiento. Para cumplir con estos requerimientos, cada una de las entidades debía establecer sus propios criterios para: (i) calificar y conceder un crédito en moneda extranjera, (ii) efectuar un choque cambiario de 20% sobre su capacidad de pago y (iii) tomar las acciones correctivas que consideraran pertinentes sobre la calificación crediticia y las condiciones de concesión para los deudores que se afecten de modo sustancial, a criterio de cada entidad. Más aún, la pequeña provisión adicional obligatoria que se creó por este concepto se reducía o se eliminaba en función a las garantías involucradas (0.0% por posiciones con garantías autoliquidables o Mivivienda, 0.25% si tenía garantías de muy rápida realización, 0.50% si tenía garantías preferidas y 1.00% para el resto).

236. Este cálculo toma en cuenta la tasa de provisión promedio ponderada por los créditos en función al tipo de garantía constituida que la SBS considera elegible para efectuar provisiones menores o incluso no efectuarlas y la proporción de créditos clasificados en Normal.

237. En 2005, los deudores comerciales eran 52,125 de un total de 2.2 millones. Con la Circular B-2145-2005 del 26/05/2005, se aprobó un Plan de Adecuación donde se precisó que: (a) la reclasificación por exposición a riesgo cambiario sólo era aplicable a los deudores de créditos comerciales, más no a los créditos hipotecarios, donde la dolarización es alta, de consumo o a microempresas, y (b) esta reclasificación procedía solo si la capacidad de pago se afectara de modo sustancial, lo que relaja la definición conservadora de exposición de un deudor al riesgo cambiario.

238. Véase Jiménez (2003), donde se establecen lineamientos metodológicos para determinar el nivel de exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario.

239. García-Escribano (2010) intenta captar el potencial efecto negativo de estas mayores provisiones sobre la dolarización de los préstamos hipotecarios vía una variable dummy, que

La alternativa a esta norma sobre provisiones extras para los préstamos en moneda extranjera, sin dientes aparentes, sería exigir un mayor requerimiento de capital para los préstamos en moneda extranjera, como proponen Cayazzo et al (2006). Estos autores sostienen que los bancos deben tener suficiente capital para poder absorber las pérdidas potenciales en el valor de los préstamos en moneda extranjera causadas por un alza inesperada del tipo de cambio²⁴⁰. Respecto a la forma de lograr este objetivo, Cayazzo et al (2006) indican que “es preferible un enfoque en el que se utilizan ponderaciones de riesgo más altas para los activos que sean más sensibles al riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario”²⁴¹.

Según Jiménez (2005), esto implicaría que si un crédito en moneda nacional tuviera una ponderación de 100% para efectos de cálculo de los activos ponderados por riesgo, un crédito en moneda extranjera (que no fuera identificado por el banco como no expuesto a riesgo cambiario) debería tener una ponderación de 202% para sobrevivir a un periodo de estrés similar al experimentado por la banca en 1997-2001²⁴². Según Cayazzo et al (2006), de 17 países con sistemas bancarios dolarizados, estos requisitos de capital extras solo se aplican en Uruguay que, en 2005, aprobó una ponderación de 125% para los créditos en moneda extranjera.

Según Cayazzo et al (2006), “como la supervisión prudencial solo puede mitigar algunos de los riesgos que surgen de la dolarización, las medidas prudenciales pueden

podría reflejar otros factores, en el marco de un enfoque de vectores auto regresivos (VAR) que explica la desdolarización.

240. A los bancos y otras entidades de crédito se les exige un mínimo de capital que depende del volumen ponderado de operaciones que desean efectuar y retener en sus balances. En el Perú, este capital regulatorio se denomina patrimonio efectivo y esta conformado por el capital aportado por los accionistas, más los beneficios o utilidades acumuladas que no hayan sido repartidos, más la deuda subordinada contraída con terceros que cumpla determinadas características, menos las inversiones no minoritarias de la entidad en sus empresas relacionadas, más una porción máxima de las provisiones genéricas constituidas. Si las entidades de crédito desean incrementar los préstamos que otorgan, entonces deben aumentar su capital mínimo.

241. Si el capital mínimo exigido por el regulador es 8% del total de activos, que están compuestos por préstamos en moneda nacional (50 soles) y préstamos en moneda extranjera (50 soles), entonces, el capital mínimo es igual a 8 soles ($8=0.08 \times 1 \times 50 + 0.08 \times 1 \times 50$); ambos tipos de préstamos tienen aquí la misma ponderación por riesgo igual a (1). Si se aceptase que los préstamos en moneda extranjera son el doble de riesgosos, el capital mínimo sería igual a 12 soles ($12=0.08 \times 1 \times 50 + 0.08 \times 2 \times 50$); aquí, los préstamos en moneda extranjera tienen una ponderación igual a (2). Esta exigencia de mayor capital, todo lo demás constante, reduce la rentabilidad de las operaciones en dólares.

242. La sensibilidad de la mora crediticia en moneda extranjera llegó a alcanzar el 11.1% frente a un choque del tipo de cambio real de 20%, en tanto que el requerimiento de capital regulatorio mínimo era de 9.1% (palanca máxima de 11 veces). Recientemente, el requerimiento mínimo ha sido establecido en 10% (palanca máxima de 10 veces), de modo que la nueva ponderación equivalente para los créditos en moneda extranjera que no fueran identificados como no expuestos a riesgo cambiario sería de 222%.

requerir un plan mas amplio de mediano plazo diseñado para promover el uso de la moneda local”. Sobre este asunto, véase Armas y Grippa (2006).

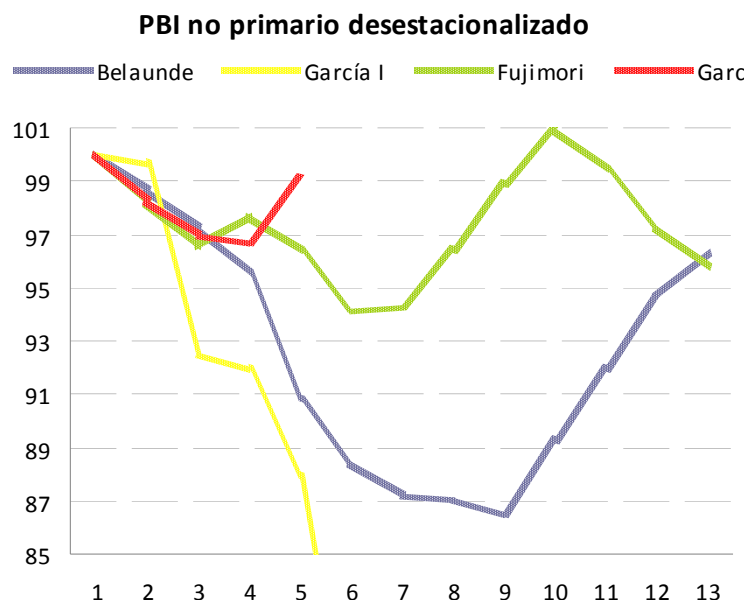
VI. Comparando cuatro recesiones

Es ilustrativo comparar esta última recesión con las tres anteriores ocurridas en la economía peruana desde 1980, tanto en términos de su severidad (magnitud de la caída del PBI) como de su duración. Estas cuatro recesiones se muestran en el gráfico 5, donde el PBI no primario desestacionalizado del trimestre previo al inicio de cada recesión se hace igual a 100. La recesión actual ha sido denominada García 2 (2008.4-2009.2).

Las tres recesiones anteriores son las que hemos denominado Belaunde, que dura 8 trimestres (se inicia en 1982.2 y termina en 1984.1), García1 que dura 11 trimestres e incluye los efectos del infame “fujishock”²⁴³ (se inicia en 1988.1 y termina en 1990.3), y Fujimori que dura 12 trimestres (se inicia en 1998.1 y termina en 2000.4). La definición operativa de recesión que hemos usado es una caída del PBI no primario desestacionalizado que se extiende por más de 2 trimestres consecutivos, lo que permite excluir dos mini-recesiones ocurridas en 1985 y en 1992. No hay una regla simple para fechar el final de estas tres recesiones, ya que dos de ellas (García1 y Fujimori) tienen forma de W: la producción agregada cae, luego se expande, y vuelve a caer. En estos casos, hemos atendido al contexto macroeconómico para fechar el fin de la recesión; así, hemos incorporado el “fujishock” y sus secuelas recesivas al episodio de la hiperinflación iniciada en 1988 y hemos unido la recesión posterior a la frustrada segunda reelección de Fujimori con la contracción iniciada en 1998 a raíz de las crisis asiática y rusa.

243. El “fujishock”, como se le denominó popularmente, fue un choque de oferta negativo de magnitudes catastróficas ejecutado por el nuevo gobierno de Fujimori, que violó así sus promesas electorales. En octubre de 1990, los precios al consumidor en Lima Metropolitana se multiplicaron por 5 debido básicamente a que los precios de los combustibles, que eran fijados por el gobierno, se incrementaron en 30 veces. Los salarios reales y el consumo se desplomaron. En setiembre de 1988, durante el primer gobierno de Alan García, el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana se duplicó en un solo mes ante un choque de oferta negativo de características similares.

Gráfico 5
Perú: las cuatro últimas recesiones.



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

El gráfico 5 permite apreciar que la recesión García1 pertenece a otra especie. Caídas del producto agregado, medidas entre el pico del auge previo y el piso de la recesión, equivalentes a casi 5% del PBI trimestral pico, como ocurre en la recesión Fujimori, o incluso equivalentes a 13% del PBI trimestral pico, como ocurre en la recesión Belaunde, no son comparables con una caída del orden del 40%, como ocurre con García1 (donde el piso es el trimestre del “fujishock”). Ciertamente, esto no implica, por ejemplo, que el empleo disminuyese poco durante la recesión Fujimori (1998.1-2000.4); comparado con el nivel registrado antes del inicio de la recesión, el índice de empleo en las empresas de más de 10 trabajadores (serie que se inicia en 1997) cayó hasta un máximo de 12% (en 2002); y recién en 2006 se recuperó el mismo nivel de empleo registrado antes de la recesión.

Juzgando por los tres primeros trimestres, el principio de la recesión de 2008-09 es perfectamente comparable con los principios de la recesión Fujimori o de la recesión Belaunde. Estas tres recesiones tienen un origen común: choques externos adversos que incluyen tanto una caída de exportaciones como una salida de capitales del país. Lo que las distingue es la política macroeconómica que se aplicó en respuesta a este choque externo. En la recesión Belaunde, la respuesta de política monetaria y fiscal (que operó básicamente como un inmenso choque de oferta negativo al subir el tipo de cambio y los precios de los combustibles y otros bienes producidos por empresas estatales) se sumó al impulso contractivo generado por el choque externo; de allí, la severidad y la extensión de esta recesión que estuvo asociada a una fuerte aceleración de la tasa de inflación, que saltó de 60% anual en 1982 a 120% anual en 1983.

En la recesión Fujimori, la respuesta de política monetaria (subir el tipo de cambio y la tasa de interés²⁴⁴) agravó el impulso contractivo inicial pero la política fiscal, vinculada orgánicamente al intento frustrado de reelección de Fujimori, fue expansiva al principio; finalizado el proceso electoral se aplicó la tradicional política fiscal contractiva (véase Dancourt y Jiménez 2001); de allí, la forma de W que tiene esta recesión, que también está vinculada a una crisis bancaria. Cabe remarcar que esta recesión Fujimori es la primera, de todas las ocurridas desde 1950, que va acompañada de una disminución de la inflación, que cae desde un 7-8% anual a principios de 1998 hasta un 3-4% anual a fines de 2000, a pesar de que ocurre una devaluación de casi 30% entre fines de 1997 y principios de 2000.

Como se puede apreciar en el gráfico 5, la recesión de 2008-09 ha sido la menos severa y la menos extensa de todas las registradas desde 1980, por amplia diferencia. Durante esta recesión, como veremos a continuación, se han aplicado políticas monetarias y fiscales keynesianas por primera vez en 60 años, aunque con rezagos y errores. Ese es uno de sus rasgos distintivos. El otro rasgo distintivo es que, como se ha mencionado, esta recesión de 2008-09 no estuvo precedida por una crisis cambiaria. Las políticas monetarias y fiscales keynesianas, erigidas sobre la masiva venta de dólares realizada por el Banco Central durante 2008-09, explicarían que la última recesión haya sido la menos severa y la menos extensa de todas las ocurridas desde 1980. Esto, a pesar de que el choque externo adverso (caída de exportaciones y salida de capitales) sufrido por la economía peruana durante 2008-09 haya sido el más potente de todos los que hemos visto en los últimos 60 años; ciertamente, hay que tener en cuenta que la duración de este choque externo adverso ha sido relativamente breve.

VII. La respuesta de política macroeconómica

Además del choque externo adverso que impactó simultáneamente sobre el sector real y el financiero, existen factores internos que explican de manera secundaria la repentina liquidación de ese prolongado auge experimentado por la economía peruana y el rápido tránsito a una recesión a partir del último trimestre de 2008. El más importante de estos factores es, quizás, la inoportuna política fiscal contractiva ejecutada durante el último trimestre de 2008 por el ministro Valdivieso, política que consistió en un recorte del gasto público y en un alza de los impuestos a los combustibles. Un punto que merece destacarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central en 18% durante el último trimestre de 2008, respecto al mismo periodo del año anterior.

244. La tasa de interés interbancaria promedio subió desde un 11.6 % anual en el segundo semestre de 1997 hasta un 15.5 % anual en el primer semestre de 1998; y volvió a subir hasta un 22.5% anual en el segundo semestre de 1998.

Cuadro 2
Perú: Ingresos y Gastos del Gobierno General
 (como porcentaje del PBI)

| | 2008 | | | | | 2009 | | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | I | II | III | IV | Año | I | II | III | IV | Año |
| 1. Ingresos Corrientes | 20.9 | 21.9 | 21.1 | 19.5 | 20.9 | 19.8 | 19.3 | 17.9 | 17.6 | 18.6 |
| a. Tributarios | 15.9 | 16.8 | 16.1 | 15.1 | 16.0 | 15.1 | 14.4 | 13.3 | 13.7 | 14.1 |
| 2. Gastos No Financieros (GNF) | 14.3 | 15.2 | 18.4 | 21.2 | 17.3 | 16.6 | 16.7 | 19.6 | 24.8 | 19.6 |
| a. Gastos de Capital | 2.2 | 3.2 | 4.2 | 6.6 | 4.1 | 3.1 | 4.2 | 5.6 | 9.5 | 5.7 |
| 3. Resultado Económico | 4.6 | 5.7 | 1.2 | -3 | 2.1 | -1.5 | 1.8 | -3.3 | -8.1 | -2.1 |
| 4. Variación % anual GNF* | 9% | 30% | 14% | -30% | | 55% | -4% | 18% | 51% | |

*Variación trimestral anualizada del GNF real desestacionalizado

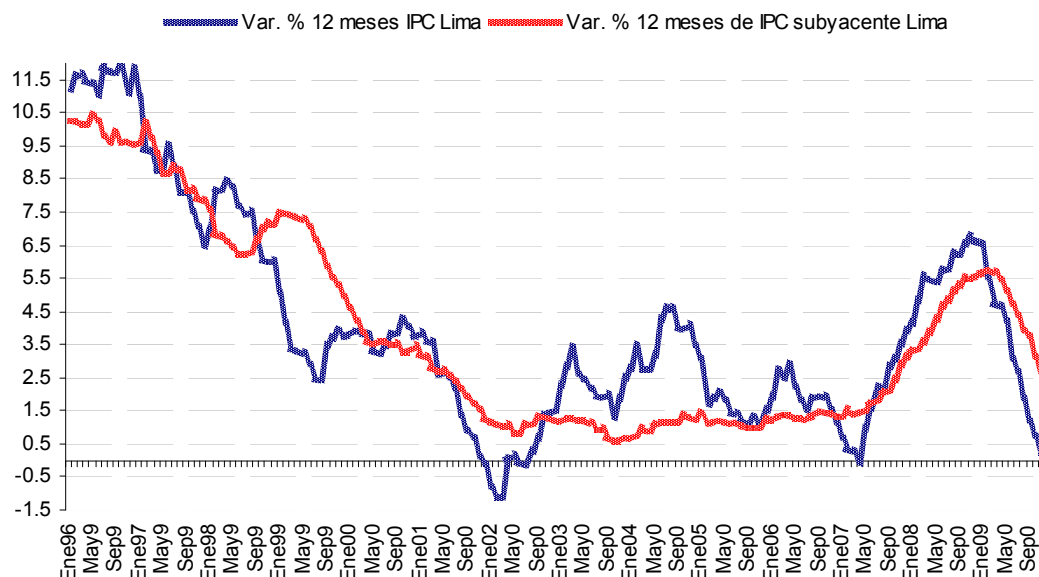
Fuente: BCRP, Nota Semanal.

El cuadro 2 registra las huellas del proceso de expansión del gasto público puesto en marcha por el ministro Carranza en 2006. El gasto no financiero total (GNF), que comprende salarios, bienes y servicios, e inversión pública, crecía a una tasa que oscilaba entre 9% y 30% anual en los tres primeros trimestres de 2008. Esta expansión fiscal, junto con el boom del crédito en moneda extranjera, explican que el crecimiento de la economía urbana (medido por el PBI no primario) se acelerara desde un 7-8% anual durante 2005-06 hasta un 10% anual durante 2007-08.

El ajuste fiscal del ministro Valdivieso –que se refleja en esa tasa de crecimiento negativo del gasto no financiero desestacionalizado de -30% en el último trimestre de 2008– estaba destinado a enfriar esta economía recalentada y bajar así la tasa de inflación, que se había disparado desde un 1% anual a mediados de 2007 hasta un 7% anual a fines de 2008, medida por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana (véase el gráfico 6). Justo a inicios de 2007, el Banco Central había rebajado el límite superior de su meta de inflación de 3.5% a 3% anual. Como las clases populares carecen de toda protección institucionalizada contra una aceleración de la inflación (no existe indexación del salario mínimo legal ni de las pensiones de jubilación a la inflación pasada, etc.), y como la inflación estaba liderada por los alimentos que tienen un peso mayor en la canasta de los estratos populares, este proceso provocó una reducción del poder de compra de estos estratos, un descontento masivo y una sustancial merma de la popularidad del presidente García. De allí, el cambio en el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) de Carranza por Valdivieso, el ajuste del gasto público y la adopción de otras medidas, como el subsidio a los combustibles importados o las rebajas generalizadas y unilaterales de aranceles a las importaciones; no hubo, sin embargo, aumentos del salario mínimo o las pensiones de jubilación pagadas por el gobierno.

Gráfico 6

Inflación



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Esta alza de la inflación respondía, en parte, a un choque de oferta negativo (subida de alimentos y combustibles importados) y, en parte, a una considerable presión de demanda, como lo revela la paulatina elevación de la inflación subyacente (que excluye del índice de precios al consumidor los precios más volátiles de combustibles, alimentos frescos y otros) desde menos de un 2% anual a inicios de 2007 hasta casi un 6% anual a fines de 2008 y principios de 2009. Muchos economistas peruanos que han conocido toda clase de inflaciones cambiarias e hiperinflaciones, pero que no habían visto nunca una autentica inflación por demanda de libro de texto como esta última, se resisten todavía a este diagnóstico.

En 2004 ocurrió también un choque de oferta negativo similar (alza de alimentos y combustibles importados), pero la economía urbana no crecía a un ritmo chino de un 10% anual como en 2007-2008, sino a una tasa menos espectacular de un 5% anual. Como resultado, la inflación subyacente, que por construcción es más sensible a las presiones de demanda que la inflación total, se elevó muy poco durante 2004 en abierto contraste con lo que ocurrió en 2007-2008 (véase el gráfico 6).

Fue en esas circunstancias –mientras el debate macroeconómico interno giraba alrededor de cómo encarar el aumento de la inflación en una economía que crecía demasiado rápido– que el choque externo adverso empezó a desplegar sus efectos sobre la economía peruana. Desconcertado ideológicamente, el gobierno de García adoptó la línea dura de negar de plano cualquier impacto adverso que la crisis mundial pudiera tener sobre la economía peruana. “Estamos blindados”, repetían los discursos oficiales. Mientras tanto, altos funcionarios del Ministerio de Economía sugerían públicamente que el choque externo adverso, más el ajuste fiscal que se llevaba a

cabo, colocarían suavemente a la economía peruana en una trayectoria de crecimiento sostenible igual a la tasa de expansión del producto potencial, que se calculaba cerca de 7% anual. En el Reporte de Inflación de setiembre de 2008 se proyectaba que la economía peruana crecería 6.5% durante el año 2009.

Esta negación sistemática de los eventuales impactos de la crisis económica mundial generó una respuesta de política macroeconómica que abrió las puertas a la recesión. En una primera etapa, durante el segundo semestre de 2008, la mezcla de política macroeconómica consistió en reducir el gasto público y elevar los impuestos a los combustibles, mantener constante la tasa de interés de referencia que el Banco Central había elevado progresivamente hasta 6.5% anual para combatir la inflación y, por último, vender agresivamente dólares para impedir un alza significativa del tipo de cambio –factor que también hubiera podido echar más leña al fuego de la inflación–. Es decir, cuando ya existía cierta evidencia que permitía actuar preventivamente con una política monetaria y fiscal expansivas²⁴⁵, no se redujo la tasa de interés ni se incrementó el gasto público para amortiguar los impulsos recesivos que la caída de exportaciones y la salida de capitales iban a originar inevitablemente, según enseña la experiencia. Ciertamente, como ya se ha mencionado, la masiva venta de dólares por parte del Banco Central moderó los impulsos recesivos generados por la salida de capitales e impidió una crisis cambiaria que, de haber ocurrido, hubiera torcido completamente la trayectoria de corto plazo de la economía peruana, tal como sucedió en la recesión de 1998-2000.

Cuadro 3
Cambios en la tasa de referencia del Banco Central
(1% = 100 puntos básicos)

| | Brasil | Colombia | Chile | México | Perú | Australia | Canadá | Corea |
|--------|--------|----------|-------|--------|------|-----------|--------|-------|
| 2008.3 | 50 | 25 | 150 | 75 | 75 | -25 | 0 | 25 |
| 2008.4 | 0 | -50 | 0 | 0 | 0 | -275 | -150 | -225 |
| 2009.1 | -250 | -250 | -600 | -150 | -50 | -100 | -100 | -25 |
| 2009.2 | -200 | -250 | -150 | -200 | -300 | -25 | -25 | 0 |

Fuente: Reporte Inflación, junio 2009.

Enfrentados a este mismo choque externo adverso, otros bancos centrales, que operan en condiciones similares a las peruanas, bajaron sus tasas de interés uno o dos trimestres antes que en el Perú, como se puede ver en el cuadro 3; y muchos de ellos también vendieron dólares²⁴⁶. Estos bancos aplican el mismo sistema de metas de inflación que el peruano y operan en economías exportadoras, de materias primas o de manufacturas, donde existe una fluida movilidad internacional de capitales.

245. Véase, por ejemplo, los artículos del profesor Waldo Mendoza en el diario *La República* durante el último trimestre de 2008.

246. Para una descripción de las políticas monetaria y fiscal aplicadas en Latinoamérica ante este choque externo adverso, véase “Perspectivas Económicas: las Américas”, FMI, 2009.

La idea básica es que, en estas circunstancias, la autoridad monetaria tiene dos instrumentos de política independientes: la venta de dólares esterilizada y la tasa de interés de corto plazo²⁴⁷. El primer instrumento se usa para combatir un alza excesiva del tipo de cambio y el segundo instrumento se usa para combatir la recesión. Un choque externo adverso (salida de capitales y caída de las exportaciones) presiona al alza el tipo de cambio y, al mismo tiempo, genera un impulso recesivo. Para combatir ambos efectos del choque externo adverso se requieren los dos instrumentos: la venta de dólares y la rebaja de la tasa de interés. En el caso peruano, el primer instrumento fue usado oportunamente por el banco central (BCRP) pero el segundo fue usado con retraso.

El BCRP²⁴⁸ ha argüido que una rebaja decisiva y temprana de la tasa de interés hubiera alentado una mayor salida de capitales del país y, por ende, habría sido mayor la presión alcista sobre el tipo de cambio. La receta tradicional era mantener alta la tasa de interés hasta que los capitales dejaran de salir o retornaran. Es cierto que una rebaja de la tasa de interés puede alentar la salida de capitales. Pero el remedio no consiste en mantener alta la tasa de interés o subirla sino en vender más dólares para contrarrestar la salida de capitales; se requiere tener suficientes reservas de divisas para poder aplicar una política monetaria expansiva en medio de un choque externo adverso. En caso contrario, en la periferia no se podrá aplicar políticas monetarias keynesianas durante una recesión si salen los capitales²⁴⁹.

El banco central de una economía como la peruana, con un sistema financiero muy dolarizado, no tiene la opción de dejar que el tipo de cambio suba libremente impulsado por el choque externo adverso. Un banco central como el peruano tiende naturalmente a clasificar como excesivos incrementos del tipo de cambio que, en otras economías donde los sistemas financieros operan en moneda nacional, no serían considerados como tales. Hay dos efectos de un alza del tipo de cambio que están detrás de esta tendencia²⁵⁰: un efecto inflacionario, que se explica porque hay un importante componente importado (directo de bienes finales o indirecto de insumos) en el índice de precios al consumidor de una economía pequeña como la peruana; y un efecto recesivo denominado hoja de balance. Este último efecto se refiere a que un alza excesiva del precio del dólar en soles eleva bruscamente la carga de la deuda para firmas y familias que obtienen sus ingresos en moneda local pero tienen sus deudas

247. Este argumento surge de un modelo Mundell-Fleming con libre movilidad de capitales donde los activos financieros internos y externos son sustitutos imperfectos entre sí. Véase, Krugman y Obstfeld (2001), cap. 17, donde el banco central tiene dos instrumentos: puede fijar la tasa de interés y puede comprar o vender dólares esterilizados para influir sobre el tipo de cambio. En la versión del modelo Mundell-Fleming donde los activos financieros domésticos y externos son sustitutos perfectos entre sí (ambos activos rinden igual en la misma moneda), no hay lugar para el segundo instrumento de la política monetaria, la compra-venta de dólares esterilizados; véase Blanchard (2006).

248. Véase la carta del BCRP en el diario *La República* (28/6/2009), que responde a un artículo del profesor Waldo Mendoza, donde este criticaba el retraso en la rebaja de la tasa de interés.

249. Este es un punto básico de Mundell (1961). Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) muestran que las políticas fiscales y monetarias aplicadas en la periferia durante 1960-2003 son contractivas (expansivas) cuando salen (entran) los capitales.

250. Sobre este temor a dejar flotar el tipo de cambio, véase Calvo y Reinhart (2000).

denominadas en dólares. Este aumento de la carga de la deuda –la fracción del ingreso que se destina al servicio de la deuda– reduce la demanda agregada (consumo e inversión) y, además, puede incrementar fácilmente la cartera pesada (los préstamos impagos como fracción de los préstamos totales) de los bancos y amenazar así la estabilidad del sistema bancario.

Existe, finalmente, un tercer efecto expansivo del alza del tipo de cambio que ocupa un lugar destacado en los libros de texto de macroeconomía. Cuando sube el tipo de cambio, si los salarios nominales permanecen constantes, se abaratan los bienes nacionales respecto a los extranjeros, se eleva la demanda de bienes nacionales en los mercados interno y externo, y eso estimula su producción²⁵¹.

Como el efecto expansivo tiende a operar más lentamente que el efecto inflacionario o que el efecto hoja de balance, la hipótesis más razonable, para una economía dolarizada como la peruana, es que una devaluación significativa será recesiva y tendrá un impacto inflacionario en el corto plazo²⁵². No es simple, sin embargo, establecer cuál es el límite que define esta “devaluación significativa”.

En estas condiciones, si el banco central impide un incremento excesivo del tipo de cambio a través de la venta de dólares y, simultáneamente, rebaja la tasa de interés, está amortiguando el choque recesivo e inflacionario que traen consigo una salida de capitales y una caída de las exportaciones. Cabe agregar que si el impulso recesivo causado por el choque externo es muy grande, la rebaja de la tasa de interés tendrá que ser complementada con un aumento del gasto público o una disminución de impuestos.

Si bien el Banco Central retrasó equivocadamente la rebaja de la tasa de interés de referencia por un par de trimestres, el principal error de política monetaria se cometió antes del segundo semestre de 2008, es decir, antes de que estallase la crisis financiera en Estados Unidos con la quiebra de Lehman Brothers y antes de que se desplomasen los precios internacionales de las materias primas de exportación. Esencialmente, fue el mismo error de política monetaria que se cometió antes de que las crisis asiática y rusa generasen la recesión de 1998-2000. Como hemos indicado, este error consistió en fomentar un boom de crédito en moneda extranjera basado en el endeudamiento externo de corto plazo de los bancos locales. Este boom de préstamos en moneda extranjera hizo que la economía peruana fuese más vulnerable al choque recesivo gestado a mediados de 2008 por el recorte de las líneas de crédito externas, como consecuencia de la crisis financiera internacional.

La primera etapa en el desarrollo de la respuesta de política macroeconómica terminó cuando el gobierno de García abandonó aparentemente la línea dura y decidió lanzar un programa anticrisis, ante la clara desaceleración del crecimiento económico y el malestar creciente de los gremios empresariales. Sin embargo, pronto se reveló que este programa anticrisis había sido concebido como un instrumento de mera

251. La otra cara de la medalla es que, en estas condiciones, se reducen los salarios reales, lo que tiende a reducir el consumo interno y la producción.

252. Véase Rossini y Vega (2007).

propaganda, destinado a infundir optimismo entre los empresarios y que no contenía ningún incremento del gasto público. Solo después del reemplazo en el MEF de Valdivieso por Carranza, el gobierno de García volvió a lanzar a principios de 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, de su programa fiscal anti crisis.

En esta segunda etapa, iniciada en el segundo trimestre de 2009, el Banco Central redujo de manera rápida y decidida la tasa de interés de referencia desde 6% anual hasta 1.25% anual, mientras el MEF lanzaba un nuevo plan fiscal anti crisis que giraba alrededor de un aumento de la inversión pública. En esencia, se trataba de impedir la paralización de la industria de la construcción poniendo en marcha un programa de grandes obras públicas; objetivo que aparentemente se logró, ya que la industria de la construcción registró, a fines de 2009, un nivel de actividad casi 15% superior al pico alcanzado en 2008. Como se puede ver en el cuadro 2, el crecimiento del gasto no financiero real desestacionalizado del gobierno general se reactivó en 2009, destacando las tasas de incremento del primer y último trimestre de ese año. Este aumento del gasto fiscal fue liderado por la inversión pública que se incrementó a una tasa de 43% anual durante 2009, elevando así su participación desde 4.1% del PBI en 2008 hasta 5.7% del PBI en 2009.

Este impulso fiscal y la reducción de la recaudación tributaria en 2% del PBI entre 2008 y 2009, debido a la caída de los precios externos de las materias primas y a la propia recesión, convirtieron el superávit fiscal de 2.1% del PBI de 2008 en un déficit fiscal del 2.1% del PBI en 2009, como se puede ver en el cuadro 2. Este déficit fiscal se financió, sin mayores dificultades, emitiendo deuda en dólares en el mercado de Nueva York y deuda en moneda nacional en el mercado financiero local, en partes casi iguales.

Aunque existieron otros componentes secundarios en este paquete de política fiscal expansiva –como la rebaja del precio de los combustibles en 10% y el incremento de la devolución de impuestos a los exportadores no-tradicionales–, el impulso fiscal estuvo concentrado en el gasto público en infraestructura.

El plan anticrisis del gobierno excluyó otras medidas que hubieran elevado la demanda agregada de bienes nacionales –especialmente para la manufactura no primaria orientada al mercado interno que está expuesta a una fuerte competencia de importaciones–, como las reclamadas por la principal central sindical del país y que incluyeron el aumento de los aranceles (que el gobierno redujo repetidamente en los últimos años) y la suspensión de la firma de nuevos tratados de libre comercio (con China, en particular). El gobierno también descartó de plano un incremento del salario mínimo o la posibilidad de reducir temporalmente algunos tributos, como el impuesto general a las ventas, que representa casi la mitad de la recaudación impositiva total y que recae sobre las clases medias y populares. Una reducción de este impuesto general a las ventas (que tiene una tasa uniforme del 19%) puede impactar sobre la demanda agregada mucho más rápido que un aumento del gasto público en infraestructura, aunque quizás con menor potencia. Por estas razones y porque la demanda externa de las exportaciones no tradicionales no recuperó rápidamente sus

niveles pre-crisis, el nivel de actividad de la manufactura no-primario era, a fines de 2009, todavía inferior en 4% al pico alcanzado en 2008²⁵³.

VIII. A modo de conclusión

Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones y la salida de capitales. También es claro que el gobierno de García abrió las puertas a esta recesión con la tesis peregrina del blindaje de la economía peruana ante los efectos de la crisis mundial y con los errores de política macroeconómica cometidos al amparo de esta tesis; algunos de ellos fueron garrafales, como la política fiscal contractiva en el último trimestre de 2008, y otros resultaron menos graves, como el retraso innecesario de la rebaja de la tasa de interés. Ciertamente, el error cometido por el Banco Central al permitir durante 2007-08 un crecimiento explosivo de los adeudados al exterior del sistema bancario no tiene conexión con la tesis del blindaje.

Aunque no hay mucha experiencia acumulada sobre el rezago con que operan las políticas monetarias y fiscales expansivas en la economía peruana, parece razonable esperar que tanto el impulso fiscal como el monetario hayan empezado a impactar con fuerza sobre la economía urbana a partir del cuarto trimestre de 2009. Simultáneamente, las exportaciones primarias (pero no las exportaciones no tradicionales) y las entradas de capital (vía los adeudados con el exterior del sistema bancario) recobraron, durante el último trimestre de 2009, los valores que tenían antes de que estallara la crisis financiera externa, en la primera mitad de 2008. En consecuencia, a partir del último trimestre de 2009, estas dos fuerzas fundamentales empujaron el nivel de actividad económica urbano en la misma dirección expansiva; eso explica que la recesión de 2008-09 haya sido la menos severa en términos de la caída del nivel de actividad económica y la que menos trimestres haya durado.

El otro rasgo básico de la coyuntura es que la inflación dejó de ser un problema importante, una vez que revirtió el choque de oferta negativo y una vez que se inició la recesión y aumentó la capacidad productiva ociosa. Tanto la inflación total, como la subyacente, aunque esta última con rezagos, disminuyeron sensiblemente, como puede verse en el gráfico 6; a mediados de 2009, la inflación total retornó al rango meta fijado por el Banco Central.

¿Cuáles son las lecciones de política macroeconómica que deja esta recesión? Las lecciones pueden ser agrupadas bajo tres rubros, que tienen que ver, respectivamente, con la política de tasa de interés, las reservas de divisas y la política fiscal.

En 2002, la política monetaria fue estructurada alrededor de un nuevo sistema de metas de inflación donde la tasa de interés de corto plazo se constituyó en el principal

253. Aquí conviene recordar que, durante la recesión de 1998-2000, el gobierno de Fujimori aumentó el consumo público antes que la inversión pública, de tal modo que el impulso expansivo demoró menos en producirse y no se sintió en la industria de la construcción sino en la industria manufacturera no primaria; véase Dancourt y Jiménez (2001).

instrumento de la autoridad monetaria. Esto produjo una mejora gradual de las condiciones financieras en términos del costo y disponibilidad del crédito en moneda nacional²⁵⁴. Hizo posible, además, que el Banco Central aspire a guiar el conjunto de tasas de interés en moneda nacional a plazos largos –que son las que deberían influir sobre las decisiones de consumo y inversión si el sistema financiero no estuviese tan dolarizado– a través del manejo de las tasas de interés de corto plazo; y que diseñe una estrategia activa de desdolarización financiera²⁵⁵ tanto para reducir la vulnerabilidad ante los choques externos como para ampliar la potencia de la política monetaria, al sustituir el crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional.

Aunque este sistema de política monetaria ha mostrado sus bondades durante esta crisis, es claro que el Banco Central no puede usar la tasa de interés como un instrumento para influir sobre el precio del dólar. El Banco Central debe usar la tasa de interés para influir sobre el nivel de actividad económica no primario y sobre el nivel de precios. El instrumento para influir sobre el tipo de cambio es la compra-venta de dólares o intervención cambiaria esterilizada²⁵⁶.

Así como hay una regla de Taylor general para el manejo de la tasa de interés (esta debe bajar con la recesión y subir con el auge y con la inflación subyacente), también hay una regla general para el manejo de la intervención cambiaria: el Banco debe remar contra la corriente, comprando dólares cuando su precio baja mucho, y vendiendo dólares cuando su precio sube mucho. Esta regla de intervención cambiaria debe conservar el nivel de las reservas de divisas (medidas por la posición de cambio) cerca de los 30 mil millones de dólares cuando la situación externa es favorable (precios altos de materias primas y entrada de capitales) de tal modo que pueda caer, digamos, hasta los 15 mil millones de dólares si la situación externa se torna muy desfavorable (precios bajos de materias primas y salida de capitales). Así, las reservas de divisas se acumulan cuando el contexto externo es favorable y se desacumulan rápidamente cuando es desfavorable para impedir esas recesiones profundas acompañadas de alzas en la inflación que son causadas típicamente por choques externos adversos²⁵⁷.

254. La tasa de interés interbancaria promedio se redujo apreciablemente desde niveles superiores al 15% anual durante 1998-2000 hasta niveles inferiores al 5% anual durante 2002-2006; al mismo tiempo, se liquidó la gran variabilidad que tenía esta tasa de interés cuando la autoridad monetaria operaba fijando metas para la cantidad de dinero. Entre mediados de 2002 y mediados de 2010, el crédito en moneda nacional del sistema financiero al sector privado se multiplica por 6 mientras que el crédito en moneda extranjera creció un 75%.

255. Véase Armas y Grippa (2006). El grado de dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado cayó desde 82% en diciembre de 1999 hasta 60% en diciembre de 2006; a diciembre de 2008 era 52%. Sin embargo, es claro que la desdolarización financiera sigue siendo todavía una cuenta pendiente.

256. Véase Blanchard et al (2010).

257. Según Keynes en el *Treatise* (pag 320, tomo 1), "national systems develop devices and maintain large liquid reserves with the express object of having the power to maintain internal equilibrium over the short period, without too sensitive a regard for external events". Según Mundell (1961), se requieren grandes reservas de divisas para garantizar el pleno empleo y la

En términos generales, con precios altos de materias primas y entrada de capitales, el Banco Central debe subir la tasa de interés y comprar dólares. Simétricamente, con precios bajos de materias primas y salida de capitales, el Banco Central debe bajar la tasa de interés y vender dólares; es claro, sin embargo, que es necesario analizar la peculiaridad de cada coyuntura macroeconómica para determinar la posición de la política monetaria.

Respecto a la política fiscal, una vez reducida la deuda pública²⁵⁸ y creado un mercado interno de deuda pública que permita sustituir gradualmente deuda externa por deuda interna, la recomendación general es conocida y simple: tener un superávit presupuestal y acumular un fondo fiscal significativo en el auge, para financiar (en parte con este fondo y en parte con deuda) el déficit fiscal en la recesión, de tal modo a que lo largo del ciclo económico el presupuesto fiscal permanezca equilibrado y la deuda pública se mantenga constante como porcentaje del PBI²⁵⁹.

En cuanto a la política fiscal expansiva a ejecutar durante las recesiones, la experiencia reciente sugiere que valdría la pena diseñar un plan de estímulo que combine una reducción del impuesto general a las ventas (IGV) y un aumento de la inversión pública, ya que toma tiempo poner en marcha los diversos proyectos específicos que componen la inversión pública en infraestructura. Una rebaja del IGV combinada con un alza de aranceles, de tal modo que los precios de las importaciones tiendan a quedar constantes y los precios de los productos nacionales tiendan a bajar, podría surtir efecto mucho más rápido sobre el gasto en bienes nacionales y sobre la industria manufacturera no-primaria, aunque su impacto multiplicador pudiese ser menor que el de la inversión pública por sol de déficit fiscal. Además, esta rebaja del IGV podría ser anunciada de antemano como transitoria.

estabilidad de precios en una pequeña economía abierta con tipo de cambio fijo sujeta a fuertes choques externos.

258. La deuda pública, mayoritariamente externa, cayó desde 47% del PBI en 2002 hasta 33% del PBI en 2006; en 2008 era 24% del PBI. El déficit fiscal se redujo desde 2.8% del PBI en 1999-2002 hasta 0.2% en 2003-2006; en el trienio 2006-08, las cuentas públicas fueron superavitarias.

259. Ciertamente, una cuestión pendiente es como elevar la presión tributaria sobre la minería para financiar un mayor gasto social.

Referencias

Agosin, M. R. (1999), "Comercio y crecimiento en Chile", Revista de la CEPAL, agosto 1999.

_____ (2008), "Políticas de Innovación y Competitividad en Chile", Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Agosin, M. R. y C. Bravo-Ortega (2009), "The emergence of new successful export activities in Latin America: the case of Chile", Red Latinoamericana de Centros de Investigación Económica, Documento de Trabajos R-552, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC, febrero.

Agosin, M. R. y R. Ffrench-Davis (1996), "Managing Capital Inflows in Latin America", en *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, M. ul Haq, I. Kaul, e I. Grunberg (eds.), Oxford University Press, Nueva York y Oxford.

_____ (1997), "Managing Capital Inflows in Chile", *Estudios de Economía*, Vol. 24, N° 2, diciembre.

Agosin, M. R., N. Grau y C. Larraín (2009), "Industrial policy in Chile", Documento de Trabajo N° 294, Departamento de Economía, Universidad de Chile, marzo.

Agosin, M. R., y F. Huaita (2009), "Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops", *Serie Documentos de Trabajo N° 295*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago, abril.

_____ (2010). "Capital Flows to Emerging Economies: Minsky in the Tropics", *Cambridge Journal of Economics*, publicado en version electrónica.

Arango, M. (2006): "Evolución y Crisis del Sistema Financiero Colombiano". CEPAL. *Serie Estudios y Perspectivas*, N° 11.

Armas, A. y F. Grippa (2006). "Metas de inflación en una economía dolarizada: la experiencia del Perú, en *Dolarización Financiera. La Agenda de Política*", A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, BCRP y FMI, Lima.

Badel, A. y Cárdenas, M. (2003). "La Crisis de Financiamiento Hipotecario en Colombia: Causas y Consecuencias". BID, Proyecto sobre Financiamiento Hipotecario en América Latina.

Balakrishnan, R., Danninger, S., Elekdag, S., y I. Titell (2009), "The transmission of financial stress from advanced to emerging economies", FMI, WP 09/133.

BBVA Servicio de Estudios Económicos (2009), "Sistemas financieros latinoamericanos. Latinwatch".

Banco Central de Chile (2003). "Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile".

_____ (2008), "Informe de Estabilidad Financiera", Segundo Semestre.

_____ (2010). "Informe de Estabilidad Financiera".

Banco Central de la República Argentina (1999-2002). "Boletín Monetario y Financiero". Buenos Aires, varios números.

_____ (2000). "Principales características del marco normativo del Sistema Financiero Argentino", Buenos Aires.

_____ (2000-2001). "Informe al Congreso de la Nación". Buenos Aires.

_____ (2009). "Boletín Estabilidad Financiera", 2º Semestre.

Banco Central de Reserva del Perú (1984), "Memoria".

_____ (2008), "Reporte de inflación", setiembre.

_____ (2009), "Reporte de Estabilidad Financiera", mayo.

Banco Central do Brasil, (1993). "O Regime Cambial Brasileiro: Evolução e Perspectivas". Diretoria de Assuntos Internacionais, Brasília, novembro.

_____ (2009), "Relatório de Estabilidade Financeira", Outubro, www.bcb.gov.br.

Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Departamento Nacional de Planificación (2010): "Regla Fiscal para Colombia". Comité Técnico Interinstitucional.

Banco Interamericano de Desarrollo (2000). "El sistema bancario argentino. Situación y perspectivas a nivel nacional y provincial", Proyecto AR-019, Washington D.C.

_____ (2005), "Desencadenar el Crédito".

Banco Mundial (1998). "Argentina: Financial Sector Review", Report N°17864-AR, Washington D.C.

Banco Mundial (2009), "Doing business 2010".

Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2006), "Detailed assessment of compliance with the Basel core principles for effective banking supervision and transparency of banking supervision". Financial Sector Assessment Program Update Mexico.

Barco D. y Castillo P. (2009). Crisis financieras y manejo de reservas en el Perú, Revista Estudios Económicos, 17, junio, BCRP.

Barón, J. D. y Meisel, A. (2009): "A Historical Analysis of Central Bank Independence in Latin America: The Colombian Experience, 1923-2008". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, N°. 573.

Barth, J., Caprio, G. and Levine, R., (2009). "Bank Regulation and Supervision (updated June)" *Web Address: World Bank.Finance and Private Sector Research. Topics: Financial Sector.* Report Number: WPS2588, WPS4646.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2009a), "Enhancements to the Basel II Framework", July, www.bis.org.

_____ (2009b), "Revisions to the Basel II market risk framework", July, www.bis.org.

_____ (2009), "Strengthening the resilience of the banking sector", December, www.bis.org.

_____ (2009), "International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring", December 2009, www.bis.org

_____ (2009), "Adjustments to the Basel II market risk framework announced by the Basel Committee", June 2010, www.bis.org

_____ (2010), "The Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package", July 2010, www.bis.org.

_____ (2010), "Countercyclical capital buffer proposal", July 2010, www.bis.org.

Bernanke, B. (2009). "Reflections on a Year of Crisis". Annual Economic Symposium, Jackson Hole. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Bertram, G. y Thorp, R. (1988). Perú: 1890-1977. Crecimiento y Políticas en una Economía Abierta, Mosca Azul Editores.

BIS (2007), "Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe: retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera" Paper N° 33. Departamento Monetario y Económico.

___ (2009), "Enhancements to the Basel II framework".

___ (2009), "Report and recommendations of the cross-border bank resolution group".

___ (2010), "Strengthening the resilience of the banking sector".

BIS Papers (2010b), Paper N° 53, "Financial system and macroeconomic resilience: revisited".

Blanchard, O. (2006) "Macroeconomics", Fourth Edition, Pearson Prentice Hall.

_____, O. (2009) "The Perfect Storm", Finance & Development, junio.

Blanchard, O., Dell'Ariccia G., y P. Mauro. (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note.

Bleger, L. (2007), "Argentina, laboratorio de la "financiarización" de las economías en desarrollo". "La economía argentina y su crisis (1976-2003) – Análisis institucionalistas y regulacionistas". Robert Boyer, Saúl Keifman, Mario Rappoport (compiladores).

_____ (2009), "Innovación, desregulación y burbujas en la crisis financiera actual", en "Crisis Global: Una mirada desde el Sur. Orígenes y Enseñanzas del crac financiero", ed. Capital Intelectual.

_____ (2010) "En mejores condiciones para enfrentar las crisis internacionales. El estado actual de las regulaciones financieras en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú". www.itf.org.ar

Bleger, L. y Rozenwurcel, G. (1997) "El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica", Desarrollo Económico. N°146.

Bolsa de Comercio de Santiago (2003). "Características del Mercado Bursátil en Chile".

Bresser Pereira, L.C. and Y. Nakano, (2002). "Economic Growth with Foreign Savings?". Paper presented to the Seventh International Post Keynesian Workshop Kansas City, Missouri. Available at: <http://www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=982>.

Brunnermeier, M. et al. (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation". Geneva Reports on the World Economy. International Center for Monetary and Banking Studies.

- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud and H. Shin, (2009). "The Fundamental Principles of Financial Regulation", International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva.
- Burdisso, T., V.C. Sabban y L. D'Amato (2002). "The Argentine Banking and Exchange Rate Crisis of 2001: Can We Learn Something New from Financial Crises?", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, Buenos Aires.
- Calomiris, C. y A. Powell (2000). "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina 1992-1999", NBER Working Paper Nº 7715, Washington D. C.
- Calvo, G., y C. Reinhart (2000). "Fear to Floating", NBER, WP 7993.
- Campos, S. (2008), "El prestamista de última instancia: Extensiones al enfoque tradicional", www.itf.org.ar.
- Cardim de Carvalho, F., Pires de Souza, F. (2009), "Financial regulation and macroeconomic stability in Brazil in the aftermath of the russian crisis".
- Carvalho, F.J.C., (1998). "The real stabilization plan and the banking sector in Brazil", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 51 (206), September, pp. 291/326.
- _____, (2000). "New competitive strategies of foreign banks in large emerging economies: the case of Brazil", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 53 (213), June, pp. 135/170.
- _____, (2009). "Systemic crisis, systemic risk and the financial instability hypothesis", in E. Hein, T. Niechoj and E. Stockhammer (eds), Macroeconomic Policies on Shaky Foundations, Marburg: Metropolis Verlag.
- Carvalho, F, C.R. Hoff and F.E.P. de Souza, (2008). "Sistema Financeiro e Integração Internacional: o Caso do Brasil". In: Fanelli, J.M., Mercosur: integracion y profundizacion de los mercados financieros. Serie Red Mercosur no. 9.
- Carvalho F., de Paula L. L., J. Hermann, Sarno P., R. Sobreira and F. Ferrari Filho, (2009). Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos, Relatório do Subprojeto: Mercado de Títulos Brasileiro, projeto BNDES/IE-Unicamp/IE-UFRJ, unpublished.
- Carvalho, F. and F.E.P. de Souza, Financial Regulation and Macroeconomic Stability in Brazil in the Aftermath of the Russian Crisis.. ITF, 2009.
<http://www.ift.org.ar/documentos.asp>

Castillo, P., Montoro, C. y V. Tuesta (2006). Hechos estilizados de la economía peruana, Documento de Trabajo N° 5, BCRP.

Cayazzo, J., García Pascual A., Gutierrez, E. y Heysen, S. (2006), "Hacia una supervisión eficaz de los sistemas bancarios parcialmente dolarizados" en *"Dolarización Financiera. La Agenda de Política"* Editado por Adrián Armas, Alain Ize y Eduardo Levy Yeyati. Fondo Monetario Internacional. Banco Central de Reserva del Perú.

Cecchetti, S (2010), en "Financial system and macroresilience revisited", BIS Paper N° 53.

CEPAL (2009): "La Reacción de los Gobiernos de las Américas Frente a la Crisis Internacional: Una presentación sintética de las medidas de política anunciada hasta el 31 de diciembre de 2009".

Chuy A. y Tovar, P. (2000). "Términos de Intercambio y ciclos económicos: 1950-1998". Serie Estudios Económicos N° 6, BCRP.

Cintra, M. and D. Prates, "Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90". http://www.rls.org.br/publicue/media/Controle_Cintra_Prates.pdf

Clavijo, S. (2000): "Towards multibanking in Colombia: From "patchwork" to financial holdings", Asobancaria convention paper.

_____ (2001): "El Régimen de Flotación Cambiaria en Colombia". Foro de ANIGF-Fedesarrollo, "El Futuro de la Moneda", Bogotá-Colombia, Mayo 24, 2001.

Comité Técnico Interinstitucional (2007): "Regla Fiscal para Colombia". Bogotá, D.C., 7 de julio de 2007.

Committee on the Global Financial System (CGFS), (1999). "A review of financial market events in Autumn 1998", CGFS Publications number 12, <http://www.bis.org/publ/cgfs12.htm>. October.

Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel. (2003). "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile". En Resultados y Desafíos de la Reforma al Sistema de Pensiones, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

Corden, W. Max., (2002). "Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes". MIT Press.

Correia, F., Manuelito S. and Jimenez L., (2009), "La crisis subprime en Estados Unidos y la regulación y supervisión bancaria". Cepal, Serie Macroeconomía del desarrollo N° 79.

Costa, E. y Rojas J. (2002). "Movilidad de Capitales y Crisis Bancaria en el Peru, 1990-2000", mimeo, CIES, Lima.

Dages, B. G., Goldberg, L. y D. Kinney (2000). "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons From Mexico and Argentina", NBER Working Paper N° 7714, Washington D. C.

Damill, M. y Frenkel, R. (2007): "A Case of Disruptive International Financial Integration: Argentina in the Late-Twentieth and Early Twenty-First Centuries", en: Arestis, P. y M. Sawyer (2007), Political Economy of Latin America. Recent Economic Performance, International Papers in Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Londres.

_____ (2010): "Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina", en: Damill, M., R. Frenkel, D. García Delgado, J.C.Herrera, J.Remes Lenicov y D.E.Sica, Economía y Crisis Internacional: Impacto en la República Argentina, Editorial Edicon (Fondo Editorial del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires).

Damill, M., R. Frenkel y L. Juvenal (2004). "Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina", en: Robert Boyer y Julio C. Neffa (coordinadores), La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas. Miño y Dávila Editores/Ceil-Piette Conicet/Caisse de Depôts et Consignations, Buenos Aires.

Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2002). "Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution", Employment Paper 2002/42, International Labour Office, Ginebra.

_____ (2003): Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social: la Argentina en la década de los noventa. Serie Financiamiento del Desarrollo n° 135, Cepal, Santiago de Chile.

_____ (2007): "Cambios en la política macroeconómica argentina a la vuelta del siglo" en M. Novick, C. Tomada, M. Damill, R. Frenkel and R. Maurizio Tras la crisis. El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina y su impacto. Instituto Internacional de Estudios Laborales, Organización Internacional del Trabajo, Serie de Investigación 114, Ginebra.

Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010): "The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring", en: Herman, B., J.A.Ocampo y S.Spiegel (Eds.), Overcoming Developing Country Debt Crises, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford Univ.Press.

Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2010): “Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa”, disponible en: <http://www.itf.org.ar>, Serie “Documentos técnicos”.

_____ (2011). “Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000”, en: <http://www.itf.org.ar>, Documentos Técnicos.

Damill, M., N. Salvatore y L.M. Simpson (2004). Las relaciones financieras en la economía argentina en los años noventa. CESP, Facultad de Ciencias Económicas de la UBA, Buenos Aires.

Dancourt, O (1999) Reforma Neoliberal y Política Macroeconómica en el Perú, Revista de la CEPAL N° 67, abril.

_____ (2009) “Perú: la recesión de 2008-09 en perspectiva”, CEDES-ITF, <http://www.itf.org.ar/documentos.asp>.

Dancourt, O. y F. Jiménez (2001) “Informe de coyuntura económica: anatomía de la recesión”. Economía y Sociedad N° 42, CIES.

Dancourt, O., Mendoza, W. y L. Vilcapoma (1997) . Fluctuaciones económicas y shocks externos, Perú 1950-1996, Documento de Trabajo No 135, Departamento de Economía PUCP.

De Grauwe, P., y M. Grimaldi (2006), The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework, Princeton University Press, Princeton, NJ.

De Gregorio, J. y J. Lee (2003) Growth and adjustment in East Asia and Latin America, WP 245, Banco Central de Chile.

De Gregorio, J., A. Tokman, R. Valdés (2005). “Tipo de Cambio Flexible con Metas de Inflación en Chile: Experiencia y Temas de Interés”. Documentos de Política Económica N°14, Banco Central de Chile.

De la Cruz, Javier y Stephanou, C. (2006): “Financial System Structure in Colombia: A Proposal for Reform Agenda”. World Bank Policy Research Working Paper 4006, September 2006.

De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler (2002). “Argentina’s Financial Crises, Floating Money, Sinking Banking”, World Bank, Washington D.C.

Demirgüç-Kunt, A. y Detragiache, E. (1998). “The determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries”. IMF Staff Papers 45(1) Marzo: 81–109.

_____ (2005): «Cross-country empirical studies of banking distress: a survey» World Bank policy research working paper n° 3719, Banco Mundial, septiembre.

Edwards, S. (2007) “Crises and Growth: A Latin American Perspective”, NBER WP 13019.

Eng Fong, P., Findlay, R. and L. Lim. (1993), “Singapore”, en R. Findlay y S. Wellisz, *Five Small Open Economies*, Oxford University Press, Londres y Nueva York.

Fanelli, J. M., G. Rozenwurcel y L. Simpson (1998). “Argentina. Country Case Study”, en Fanelli, J. M. Y R. Medhora (eds.): *Financial Reform in Developing Countries*, MacMillan Press, Londres.

Fedesarrollo (2005): “Ahora Sí: La Reforma Tributaria Estructural”. *Economía y Política. Análisis de la Coyuntura Legislativa*, N° 12, Diciembre 2005.

_____ (2006a): “Agenda de Reformas 2006-2010”. *Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa*, N° 18, Junio 2006.

_____ (2006b): “La Capitalización de ECOPETROL: Una Decisión Acertada” *Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa*, N° 24 Diciembre 2006.

_____ (2007): “La Inversión Extranjera Directa Como Impulso al Desarrollo”. *Economía y Política*, N° 30, Junio 2007.

_____ (2009): “El Nuevo Proyecto Tributario Dos Pasos Adelante, Un Paso Atrás”. *Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa*, N° 53-54, Julio-Agosto 2009.

_____ (2010): “La regla fiscal: una iniciativa”. *Economía y Política, Análisis de la Coyuntura Legislativa*, N° 62, Julio 2010.

_____ (2010): *Economía y Política, Observatorio Fiscal. Seguimiento Presupuestal*. N° 2 Julio-Agosto 2010

Ffrench-Davis, R. (2001), *Financial crises in “successful” emerging economies*, Washington D.C., ECLAC/Brookings Institution.

_____ (2003). “Entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con Equidad: Tres Décadas de Política Económica en Chile”. Capítulo 1.

_____ (2005). “Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neoliberal”. Capítulo 1.

Fischer, S. (2009). Preparing for Future Crises, Jackson Hole Conference. Financial Stability and Macroeconomic Stability. Federal Reserve of Kansas City.

Fondo Monetario Internacional (2005), "Colombia. Country Report No. 05/287. Financial System Stability Assessment Update"

_____ (2009), "Perspectivas económicas. Las Américas. Los fundamentos más sólidos dan dividendos".

_____ (2009), "International Framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring".

_____ (2009): Las Américas. Perspectivas Económicas. Mayo.

_____ (2010), "Integrating Stability Assessments Under the Financial Sector Assessment Program into Article IV Surveillance".

Fondo Monetario Internacional /BIS/FSB (2009), "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions. Markets and Instruments: initial considerations."

Franco, G. and D.M. Pinho Neto. (2004). "A desregulamentação da conta de capitalis: limitações macroeconômicas e regulatórias". Versão finalíssima. Available at : <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco>.

Frenkel, R. (2002). "Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America", en: Eatwell, J., y Taylor, L. (Eds.), International Capital Markets. Systems in Transition, Oxford University Press.

_____ (2003), "Globalización y crisis financieras en America Latina", Revista de Cepal N° 80.

_____ (2004a), "Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo", Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

_____ (2004b), "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico". Paper prepared for the G24. Washington. Disponible en: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>.

_____ (2004c), "Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras", en: Ocampo, J.A. (Ed.), El desarrollo económico en los albores del siglo XXI. CEPAL-Alfaomega, Bogotá.

_____ (2006), "An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment", Journal of Post-Keynesian Economics Vol. 28, No 4, pp. 573 – 591.

_____ (2008), "Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria" en Revista de la CEPAL 96, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. y M. Rapetti (2006): "Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse" en Nuevos Documentos Cedes, 20. Buenos Aires: Cedes, 48 p. Disponible en http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/20.zip. También en Alternatives to Inflation Targeting, number 8, Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts Amherst, September. Disponible en: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel_paper8.pdf#search=%22%20roberto%20frenkel%22%22.

_____ (2008): "Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007" en International Review of Applied Economics, 22:2, 215 – 226, Marzo.

_____ (2010): "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America". En proceso de publicación.

Frenkel R. y J. Ros (2006): "Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America" World Development, Volume 34, Issue 4, Pages 631-646.

Frenkel, R. y Simpson L. (2003), "The two waves of financial liberalization in America Latina", En Amitava Krishna Dutt y Jaime Ros (eds.), "*Development Economics and Structuralist Macroeconomics*", Essays in Honour of Lance Talyor, Edward Elgar Publishing Massachussets.

Frenkel R. y L. Taylor (2007): "Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment" en J. A. Ocampo, Jomo K. S. and S. Khan (eds.) Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development, Zed Books, London, UK. Disponible en DESA Working Paper No 19. Naciones Unidas, Nueva York.

Gala, P., "Propostas para a política cambial". Valor Econômico, 10/06/2009.

García, C. J. (2001). "Políticas de Estabilización en Chile Durante los Noventa." Documento de Trabajo 132, Banco Central de Chile.

Garcia-Escribano, M. (2010). Peru: Drivers of De-dollarization, FMI, Working Paper # 10/169.

- Goldstein, M. (2007), "The case for an international banking standard". Institute for International Economics. Washington, DC.
- Gómez (2006) "La política monetaria en Colombia", Revista del Banco de la República, num. 940, v. LXXIX; also in Borradores de Economía, num. 394, Banco de la República.
- Gonzalez, A., Hamman, F. y Vargas, H. (2010): "Efectos de la Política Monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, Nº. 592.
- Hernández, L. y F. Parro (2005). "Sistema Financiero y Crecimiento Económico en Chile". Estudios Públicos: Nº 99.
- Huertas, C., M. Jalil, S. Olarte y J. V. Romero (2005), "Algunas Consideraciones sobre el Canal de Crédito y la Transmisión de Tasas de Interés en Colombia", Borradores de Economía, Banco de la República Colombia, 351.
- Hurtado, J. (2009), "Análisis de la Regulación Bancaria en Chile post 1982 versus Regulación Bancaria en Estados Unidos".
- IBGE-Andima, (1997). "Sistema Financeiro. Uma Análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995". Rio de Janeiro: Andima.
- IEO (2004). Report on the evaluation of the role of the IMF in Argentina, 1991-2001, Independent Evaluation Office, IMF, Washington DC.
- Jácome, L. (2008): "Central Bank Involvement in Banking Crisis in Latin America". International Monetary Fund. IMF Working Paper, WP/08/135.
- Jiménez, R. (2003). Riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario: Perspectiva de una economía parcialmente dolarizada en Apuntes Nº 52/53 Universidad del Pacífico
- _____ (2005). Ciclo financiero y acelerador cambiario en una economía con alta dolarización financiera: Estimación de los indicadores de mora crediticia ante choques sobre el tipo de cambio. Corporación Financiera de Desarrollo – COFIDE.
- _____ (2010). Choques externos, regulación y crisis bancarias en el Perú: Una revisión para el periodo 1990-2009. Mimeografiado.
- Jiménez, J. y Tromben, V. (2006): "Política Fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe". CEPAL. Revista de la CEPAL 90, Diciembre 2006.
- Junguito, R. and H. Rincón (2004) "La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia." Borradores de Economía 318, Banco de la República de Colombia.

- Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems". *American Economic Review* 89(3) Junio: 473–500.
- Kaminsky, G., Reinhart, C., y C. Vegh. (2004). "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies". NBER, Working Paper # 10780.
- Keynes, J.M. (1971). "A Treatise on Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes", tomos 1 y 2. Macmillan and Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- Kindleberger, C. (1978). "Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises". Basic Books, New York.
- Krugman, P. (2000). "Crises: The Price of Globalization?" Jackson Hole Conference. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Federal Reserve of Kansas City
- Krugman, P. y M. Obstfeld (2001). "Economía internacional. Teoría y política". Quinta Edición, Addison-Wesley, Madrid.
- Lopes, F., (2003). "Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99". *Revista de Economia Política*, vol. 23, no. 3 (91), julho-setembro.
- Lozano, I. (2009): "Caracterización de la Política Fiscal en Colombia y Análisis de su Postura Frente a la Crisis Internacional". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía, Nº. 566.
- Marshall, E. (2009), "La crisis bancaria de los años ochenta". Presentación Banco Central de Chile.
- Massad, C. (2001). "La Política Monetaria en Chile en la Última Década", Banco Central de Chile.
- _____ (2004). "Políticas del Banco Central de Chile 1997-2003", Banco Central de Chile.
- Montes, E., Lima, J., Varela, C. y Wiegand, J. (2006): "Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities in Colombia, 1996- 2003. International Monetary Fund. IMF Working Paper, WP/06/5.
- Moody's Investors Service (1997). *Moody's Approach to Analyzing and Rating Emerging Market Banking Systems: Argentina as a Case Study*, Moody's, N. York.
- Morandé, L. (1997), "Sistema Bancario. Modificaciones Legales. Motivos y Descripción". *Revista del Abogado* Nº11.

- Mundell, R. (1961). *The International Disequilibrium System*, *Kyklos*.
- Mussa, M. (2002): "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", Working Papers, Institute for International Economics, Washington D. C.
- Ocampo, J.A. (2003): "Capital Account and Counter Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries". CEPAL. Serie Informes y Estudios Especiales, N° 6.
- _____ (2007): "La Macroeconomía de la Bonanza Económica Latinoamericana". *Revista de la CEPAL*. Diciembre 2007.
- _____ (2009): "Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina", *Revista de la CEPAL*, n° 97, Santiago de Chile.
- _____ (2010): "How Well Has Latin America Fared During the Global Financial Crisis?" *Iniciativa para Transparencia Financiera*. N° 56.
- Pagano, M. y Jappelli, T., (1993). "Information Sharing in Credit Markets". *The Journal of Finance* 48(5): 1693–1718.
- Pastore, A.C. (2008). "Inflação: algumas lições da história". *Valor Econômico*, 16/06/2008.
- Perry, G. y L. Servén (2002). "The anatomy and psychology of a multiple crisis: Why was Argentina special and what can we learn from It", World Bank, Office of the Chief Economist for Latin America, Washington D.C.
- Persaud, A. (2010), "The Empire strikes back". *Voxeu.org*.
- Prasad, E. (2010) "Financial Sector Regulation and Reforms in Emerging Markets an overview".
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008), "Banking crisis, an equal opportunity menace".
- Reinstein, A. y R. Vergara (1993). "Hacia una Regulación y Supervisión más Eficiente del Sistema Bancario". *Estudios Públicos*: N° 49.
- Rennhack, R. (2009), "Global Financial Regulatory Reform: Implications for Latin America and the Caribbean ". Fondo Monetario Internacional.
- Rojas-Suarez, L. (2001). "Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?", Working Paper, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Rossini R. y M. Vega (2007). "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006", Documento de Trabajo 2007-017.

Santiprabhob, V. (1997). "Currency Board Arrangements: Issues and Experience", Paper on Policy Analysis and Assessment, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

Sarno, Paula Marina (2006) "A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil - 1976/1986", Tese de Doutorado em Economia, Instituto de Economia, UFRJ.

Souza, F.E.P., (1993). "O Novo Regime Cambial Brasileiro e suas Consequências para a Política Econômica". BNDES, Textos para Discussão, no. 18, Novembro.

_____ (2005) "Sem Medo de Flutuar? O Regime Cambial Brasileiro pós 1988". Estudos Econômicos, São Paulo, V. 35, N.3, Julho-Setembro.

_____ (2009). "Da Reativação da Economia ao Crescimento de Longo Prazo: a Questão da Competitividade e do Câmbio". Paper prepared for the Special Fórum of the Instituto Nacional de Altos Estudos, september 2009. Available at: <http://www.forumnacional.org.br/sec.php?s=620&i=pt&cod=A0225>

Stallings, B. y R. Studart (2003). "Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: the Experience of Latin America since the Tequila Crisis", Serie Informes y Estudios Especiales, Cepal, Santiago de Chile.

Steiner, R. (2009): "La Política Económica contra-cíclica: Posibilidades, Resultados y Recomendaciones". FEDESARROLLO. Debate de Coyuntura Económica.

Stiglitz, J. (2010). "Interpreting the causes of the great recession of 2008" en "*Financial system and macroeconomic resilience: revisited*"

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (2008). Ley General de Bancos. Establece a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, su organización y atribuciones. Incluye modificaciones de la Ley N° 20.255.

_____ (2009). Panorama de la Industria Bancaria.

Tarashev, Borio y Tsatsaronis, (2009) BIS Quaterly Review. "The Systemic importance of Financial Institutions".

Taylor, L. (1998). "Lax Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises", in United Nations Conference on Trade and Development, International Monetary and Financial Issues for 1990s, vol. 10, New York.

United Nations (2009) "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System"

Varela, C. y Vargas, H., (2008). "Capital Flows and Financial Assets in Colombia: Recent Behaviour, Consequences and Challenges for the Central Bank" BIS Papers, N° 44.

Vargas, H. (2006): "Public Debt Market Risk: The effects on the Financial System and on Monetary Policy- The Case of Colombia". BIS Papers, N° 28.

Vergara, R. (1996). "Privatización de la Banca: La Experiencia Chilena". Estudios Públicos N° 63.

