

Regulación de la cuenta de capitales y regulación prudencial anticíclica en los países en desarrollo

José Antonio Ocampo G.¹
María Luisa Chiappe de V.²

Abstract

This paper analyzes the complementary use of two instruments to manage capital account volatility in developing countries: capital account regulations and countercyclical prudential regulations. It argues that the former can be useful to improve debt profiles and to provide room for countercyclical macroeconomic policies. In turn, prudential regulation and supervision should take into account not only the microeconomic but also the macroeconomic risks associated with sharp financial cycles. They should thus include countercyclical provisions, as well as strict regulations to avoid currency and maturity mismatches between assets and financial liabilities. These instruments should be considered as complements to countercyclical macroeconomic policies and none of them can eliminate the risks generated by procyclical macroeconomic policies.

Resumen

En este documento se examina el uso complementario de dos instrumentos para manejar la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica. Las primeras pueden constituir instrumentos útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento, como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas. Por su parte, la regulación y supervisión prudenciales deben tener en cuenta, no sólo los riesgos microeconómicos, sino también macroeconómicos que conllevan los ciclos financieros agudos. Ellas deben incluir, por lo tanto, provisiones de carácter anticíclico, así como normas estrictas que eviten los descargos de monedas y reduzcan los desfases entre la madurez de los activos y los pasivos financieros. Estos instrumentos deben ser considerados como complemento de las políticas macroeconómicas anticíclicas y ninguno de ellos puede eliminar los riesgos que genera la adopción de políticas macroeconómicas procíclicas.

Keywords: Current account volatility in developing countries, Capital account regulations, Countercyclical prudential regulations. Palabras clave: Volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo, Regulaciones de la cuenta de capitales, Regulación prudencial anticíclica.

Clasificación JEL: E44, F32, G28.

Coyuntura Económica volumen XXXIV, No. 2, segundo semestre de 2004, Bogotá Colombia.

¹ Secretario General Adjunto de Naciones Unidas para asuntos económicos y sociales. Este documento se ha beneficiado de dos trabajos previos de los autores, uno elaborado conjuntamente para el Grupo de Expertos sobre Asuntos del Desarrollo del Ministerio de Relaciones Exteriores de Suecia, y otro del primero de los autores para el proyecto conjunto del Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas y Cepal sobre Flujos de capital hacia mercados emergentes desde la crisis asiática.

² Presidente de la Cámara Colombo-Venezolana. Previamente se desempeñó como Superintendente Bancaria de Colombia.

I. INTRODUCCIÓN

La asociación entre flujos de capitales y actividad económica ha sido uno de los rasgos característicos del mundo en desarrollo y, en especial de los mercados emergentes, desde mediados de la década de 1970. Este hecho resalta el papel crítico que juegan los mecanismos a través de los cuales se transmiten los ciclos de abundancia y sequía de los mercados financieros internacionales hacia los países en desarrollo y las vulnerabilidades que generan en estos países. Así, la intensidad de los ciclos económicos en los países en desarrollo y los altos costos económicos y sociales que ellos conllevan, están relacionados con la intensidad del ciclo de financiamiento externo y sus vínculos con los mercados internos de capitales.

Esto implica que uno de los objetivos esenciales de la política macroeconómica en los países en desarrollo es reducir la intensidad de los ciclos de financiamiento externo y sus efectos sobre las variables macroeconómicas de los países receptores. En este ensayo se analiza el papel de dos herramientas de política complementarias para alcanzar este objetivo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica de la intermediación financiera nacional. Tras un breve repaso de la macroeconomía de los ciclos de financiamiento externo en la parte II, en la siguiente se plantea la posibilidad de incidir directamente en el origen de estos ciclos, mediante regulaciones de la cuenta de capitales. En la parte IV se considera el papel de las regulaciones prudenciales anticíclicas. La última sección presenta las principales conclusiones.

II. LA MACROECONOMÍA DE LOS CICLOS DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

Los ciclos de financiamiento externo se caracterizan en los países en desarrollo por dos fenómenos

paralelos: la volatilidad y el contagio. El primero está asociado a los cambios significativos en la evaluación de riesgo, a lo largo del ciclo de financiamiento externo, de aquellos activos que son considerados como más riesgosos por los agentes del mercado. Estos cambios generan la alternación de períodos durante los cuales hay un gran "apetito por el riesgo" (o, más precisamente, una subestimación de los riesgos) a períodos en los que se da una "fuga hacia la calidad" (o aversión al riesgo). El segundo fenómeno implica que, dadas las asimetrías de información que caracterizan a los mercados financieros, los países en desarrollo tienden a ser agrupados por los agentes del mercado en categorías de riesgo. Sin perjuicio de los criterios objetivos que pueden subyacer a tales análisis, estas prácticas convierten las correlaciones entre los márgenes de riesgo de los países incluidos en una misma categoría en profecías autocumplidas.

La volatilidad de la cuenta de capitales se refleja, alternativa o complementariamente, en cambios en la disponibilidad de financiamiento, en el comportamiento procíclico de los márgenes de riesgo (que se estrechan durante el auge y aumentan durante la crisis) y en la variación, también procíclica, de los plazos de financiamiento (en particular, la menor disponibilidad de financiamiento a largo plazo durante los períodos de crisis). Estos ciclos se reflejan en movimientos de corto plazo -que pueden ser tan intensos como los que se observaron durante la crisis asiática de 1997 y, sobre todo, durante la crisis rusa de agosto de 1998- pero también, y quizá en mayor medida, en fluctuaciones *de mediano plazo*, como indican los dos ciclos de financiamiento externo que han experimentado los países en desarrollo y, en particular, los latinoamericanos, en las tres últimas décadas: auge en la segunda mitad de la década de 1970 seguido por una crisis de la deuda en gran parte del mundo en desarrollo en el decenio de 1980 y otra etapa de auge en 1990-1997 se-

guida por una drástica reducción de los flujos netos a partir de la crisis asiática. Debido al contagio, estos ciclos tienden a afectar a todos los países en desarrollo, aunque con cierta diferenciación por parte de los mercados, como reflejo de la percepción del riesgo que enfrentan los distintos países o grupos de países.

La literatura económica ha analizado los efectos que tienen los ciclos de financiamiento externo sobre los países en desarrollo principalmente a través de los mecanismos por medio de los cuales se acumulan elementos de vulnerabilidad durante las fases de auge de la cuenta de capitales. Dichas vulnerabilidades pueden generar la dinámica endógena inestable estudiada por Minsky (1982) y Taylor (1998), entre otros, según la cual la acumulación de riesgos podría conducir a una interrupción repentina de los flujos y, quizás, provocar una crisis financiera. Alternativamente, la vulnerabilidad acumulada se reflejaría en la sensibilidad ante un choque exógeno (por ejemplo, el contagio de una crisis originada en otros países en desarrollo, o de una depresión de los mercados financieros del mundo industrializado).

Por lo tanto, además de los efectos de los choques comerciales tradicionales, en las últimas décadas han surgido nuevas fuentes de vulnerabilidad. Estas se relacionan con los efectos que tienen las fluctuaciones de la cuenta de capitales sobre los balances financieros de los agentes nacionales (financieros y no financieros) y sobre las variables macroeconómicas. Algunos de estos efectos se transmiten a través de las cuentas del sector público; pero la característica principal de la "nueva generación" de ciclos económicos en los países en desarrollo es la intensidad con que fluctúan los balances financieros y el consumo privado. Los efectos se amplifican cuando la política macroeconómica es procíclica y, de hecho, los agentes del mercado esperan que así sea. La confianza que tengan los agentes del mercado

en las autoridades macroeconómicas y en los intermediarios financieros nacionales tiene un papel crítico en esta dinámica.

Si la orientación de la política fiscal es procíclica, los mayores ingresos temporales del sector público y la disponibilidad de financiamiento externo e interno inducirán una expansión del gasto público, a la que seguirá posteriormente un ajuste, cuando estas condiciones desaparezcan. Además, durante la crisis, los pagos de intereses tenderán a aumentar, como resultado de la devaluación y del alza de las tasas de interés locales y de las primas internacionales de riesgo. Estas tendencias, junto con la presión a la baja de los ingresos del sector público, provocarán un recorte procíclico del gasto primario que, en muchos casos, será insuficiente para evitar un incremento del déficit y del ritmo de endeudamiento del sector público.

La estructura de la deuda pública juega un papel fundamental en esta dinámica. Si la mayor parte de esta deuda es de corto plazo, los requerimientos de refinanciación (rotación) de la misma incrementarán en forma considerable las necesidades de financiamiento durante las crisis, lo cual minará la confianza en la capacidad del gobierno para cumplir con el servicio de la deuda. Si la deuda de corto plazo es externa, las primas de riesgo aumentarán y la disponibilidad de financiamiento se verá mermada. Si la deuda es interna, las necesidades de refinanciación pueden crear fuertes presiones al alza en las tasas de interés y en el tipo de cambio, debido al incentivo que generan las expectativas de devaluación para sustituir títulos de deuda pública por activos externos.

Al igual que en el pasado, las fluctuaciones del tipo de cambio siguen teniendo hoy un papel importante en el ciclo económico; pero ahora su impacto sobre los flujos está mezclado, e incluso dominado, por los efectos riqueza que generan dichas fluctua-

ciones en economías con importantes pasivos externos netos. En este contexto, las ganancias de capital derivadas de la apreciación de las monedas nacionales acentúan el aumento del consumo privado durante los auges, en tanto que las pérdidas de capital que provoca la devaluación de las monedas tienen el efecto contrario durante las crisis. Es más, estas ganancias inducen una mayor entrada de capitales durante los auges, en tanto que la expectativa de devaluación incentiva una salida de capitales durante las crisis, reforzando así en forma endógena, las fluctuaciones de la cuenta de capitales de origen externo. Así pues, los efectos del tipo de cambio sobre la actividad económica pueden ser procíclicos, al menos en el corto plazo, si se dan las condiciones necesarias para que la devaluación sea recesiva (y, lo que es equivalente, para que la revaluación sea expansionista) que han analizado Krugman y Taylor (1978), entre otros. Si las autoridades macroeconómicas aprovechan la abundancia de recursos externos para adoptar una política anti-inflacionaria basada en un ancla cambiaria, la revaluación real adicional durante el auge y el reajuste posterior del tipo de cambio durante la crisis tenderán a acentuar este comportamiento procíclico.

Dados sus efectos sobre el gasto y los balances privados, los multiplicadores financieros internos contribuyen igualmente a esta dinámica. De hecho, el sector financiero nacional es a la vez protagonista y víctima potencial de los ciclos de financiamiento externo. La abundancia de crédito externo facilita la expansión del crédito interno y el consumo privado durante el auge, pero la deuda acumulada por el sector privado durante esta fase termina, a su vez, por provocar un deterioro de las carteras y una contracción del crédito y del consumo durante la crisis. Al mismo tiempo, los bancos y otros intermediarios financieros tienen debilidades inherentes que los hacen particularmente vulnerables a los cambios

en las condiciones del mercado, ya que operan con altos niveles de apalancamiento, son susceptibles a los desfases entre la madurez de los depósitos y los préstamos (desfases que son, por lo demás, inherentes a su función económica fundamental de contribuir a la transformación de plazos) y están sujetos a las fallas del mercado que afectan la evaluación del riesgo crediticio.

Las fallas de mercado están asociadas con las asimetrías de información, la selección adversa y el (posible) riesgo moral. Todas ellas distorsionan las evaluaciones de riesgo y la asignación de fondos de inversión (Stiglitz, 1994; Mishkin, 2001). Unas expectativas muy optimistas, y su reflejo en el valor de activos y pasivos, pueden llevar a los agentes del mercado a subestimar los riesgos durante las fases de auge. La sobreestimación de la solvencia de los deudores acelera entonces la expansión del crédito. En muchos casos, ante la presión de la competencia, los bancos relajan sus estándares de evaluación de riesgo y otorgan préstamos a clientes con bajos grados de solvencia. Esta estrategia se da con más frecuencia entre los nuevos agentes del mercado, puesto que los más antiguos y las instituciones más grandes tienden a retener a los clientes más seguros. En conjunto, se produce un deterioro de los balances de los bancos, debido a los riesgos excesivos que suelen asumir durante las épocas de auge, pero este hecho sólo se hace evidente con rezago. En De Lis *et al.* (2001) se hace referencia a un fuerte impacto positivo del crecimiento del crédito sobre el volumen de préstamos de dudoso recaudo, con un período de incubación de tres años.

Eventualmente, los riesgos acumulados se manifiestan en el aumento de los préstamos vencidos. Ante la ausencia de nuevos capitales, difíciles de obtener cuando se deterioran los balances, los bancos se ven forzados a recortar el crédito, aunque haya

prestatarios dispuestos a pagar intereses más elevados. La protección que proporcionan el capital y las provisiones para pérdidas pueden resultar insuficientes para absorber el choque adverso. La gravedad de la caída subsiguiente del crédito dependerá de la magnitud de su expansión previa y de sus efectos en la capacidad de pago de los deudores, y puede verse multiplicada por la fragilidad de los balances de las instituciones no financieras. Hasta los bancos más sólidos pueden tener dificultades para enfrentar una crisis que afecte severamente a sus clientes.

La acumulación de descalces de monedas y de plazos en los balances de las instituciones financieras y no financieras es una fuente adicional de vulnerabilidad. Dichos descalces están asociados con las asimetrías en el desarrollo financiero de los países industrializados y en desarrollo, es decir, con la existencia de mercados financieros más "incompletos" en estos últimos (Ocampo, 2003a). En particular, los sectores financieros de los países en desarrollo tienen un sesgo hacia el corto plazo. Por este motivo, las empresas que se financian localmente tendrán descalces significativos de plazos en sus balances. Aunque las empresas pequeñas y medianas serán incapaces, en general, de evitar que se generen dichos descalces, las más grandes pueden compensarlos mediante la contratación de crédito externo de largo plazo, pero en tal caso las firmas que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente se enfrentarán a descalces de monedas. En general, una característica estructural de los balances de las empresas no financieras en los países en desarrollo es la mezcla variable de descalces de monedas y de plazos.

Los precios de los activos nacionales refuerzan esta dinámica procíclica. Su rápido incremento durante las fases de auge (sobre todo en los mercados accionario e inmobiliario) estimula el crecimiento del

crédito. A su vez, la expansión crediticia acrecienta la demanda de activos y en consecuencia acelera la inflación de sus precios. El efecto riqueza resultante intensifica el auge del consumo. Este proceso se ve reforzado por el incremento de liquidez que caracteriza a los activos durante los períodos de euforia financiera. Sin embargo, este comportamiento también aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero durante la fase recesiva subsiguiente, cuando los deudores tienen mayores dificultades para cumplir con sus obligaciones de pago y se hace evidente que, dada la deflación de los precios de los activos, algunos préstamos carecían del respaldo adecuado. Más aún, dicha deflación se acentuará si los deudores se esfuerzan por cumplir sus obligaciones financieras liquidando los activos, o si los acreedores tratan de vender los activos recibidos como dación en pago, en un contexto que se caracteriza por la menor liquidez. El efecto riqueza negativo derivado del descenso del precio de los activos contribuye a la contracción de la economía y a la escasez de crédito.

La política monetaria tendrá grados de libertad limitados para suavizar la dinámica de los ciclos financieros, independientemente del régimen cambiario vigente. En un régimen de paridad fija, la acumulación de reservas durante el período de auge alimenta la expansión monetaria que, junto con la disminución de las primas internacionales de riesgo, contribuye a reducir las tasas de interés nacionales. En un régimen de cambio flotante se pueden evitar ambos efectos, pero sólo si se induce una apreciación real del tipo de cambio, generando un efecto riqueza expansionista. Los regímenes intermedios (incluida la flotación sucia) tendrán mezclas diversas de estos efectos. Una política monetaria contraccionista provocará, en todos los casos, incentivos endógenos que aceleran la entrada de capitales. El instrumento típico de una política monetaria de este

tipo, la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas, tiene además importantes costos cuasifiscales. El incentivo a endeudarse en moneda extranjera en un contexto de revaluación real generará también descalces de moneda en los portafolios, tanto de los agentes financieros como no financieros. Durante la fase recesiva del ciclo económico surgen presiones en sentido opuesto, que dejan al descubierto las vulnerabilidades financieras acumuladas. En un régimen de paridad fija o de flotación sucia, el incremento de las tasas de interés y la reducción del financiamiento que genera una política monetaria contraccionista orientada a contener los ataques especulativos contra la moneda, ejercen una fuerte presión sobre los balances, en particular de agentes que presentan descalces de madurez significativos entre sus activos y pasivos. Por el contrario, en un régimen de tipo de cambio flotante, las presiones se centrarán en los agentes con descalces de monedas.

De esta manera, la frecuencia e intensidad de las crisis financieras nacionales están asociadas con las vulnerabilidades generadas por los ciclos de financiamiento externo. Desde una perspectiva histórica, la frecuencia de crisis "gemelas", es decir la coincidencia de crisis cambiarias y de los sistemas financieros nacionales, es una característica del período posterior a la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods a principios de la década de 1970 (FMI, 1998; Bordo *et al.*, 2001). La principal implicación de este hecho es que las autoridades de los países en desarrollo necesitan concentrar su atención en la prevención de las crisis, es decir, en el manejo de los períodos de expansión, puesto que en la mayoría de los casos las crisis son el resultado inevitable de un manejo inadecuado de los auges. Al concentrar la atención en la prevención de las crisis se reconoce, además, un hecho evidente: que el grado de libertad de las autoridades es mayor durante los períodos

de auge. Aun así, las medidas que adopten las autoridades durante las crisis no son irrelevantes. En particular, determinadas combinaciones de política pueden tener efectos muy diferentes en la actividad económica y el empleo, así como en el sistema financiero nacional (Cepal, 2002; Ffrench-Davis y Larraín, 2002; y Ocampo, 2003b).

III. REGULACIONES DE LA CUENTA DE CAPITALES

A. El papel dual de las regulaciones de la cuenta de capitales

Como se ha visto, la acumulación de riesgos durante los períodos de auge no depende únicamente de la magnitud de la deuda pública y privada, sino también de los descalces de monedas y de plazos en los balances de los agentes financieros y no financieros. Por este motivo, la regulación de la cuenta de capitales puede jugar un papel dual: el de un instrumento de política macroeconómica que proporciona un espacio para aplicar políticas monetarias anticíclicas y evitar un crecimiento excesivo del endeudamiento y el de una "política de pasivos" que contribuye a mejorar los perfiles de deuda externa del sector privado. En este último caso, es necesario que esté acompañada de políticas de pasivos complementarias, en particular aquellas que contribuyen a mejorar el perfil de la deuda del sector público. Al situar el énfasis en las estructuras de los *pasivos* y no de los balances, se reconoce que aquellos, junto con los activos líquidos (en particular las reservas internacionales), desempeñan el papel fundamental cuando un país enfrenta dificultades cambiarias; el resto de los activos juega un papel secundario en tales casos.

Vista como instrumento de política macroeconómica, la regulación de la cuenta de capitales se orienta a la fuente de los ciclos de financiamiento exter-

no. Si tiene éxito, proporcionará algún espacio para contrarrestar la euforia financiera, mediante la adopción de políticas monetarias contraccionistas, y/o para evitar la tendencia a la apreciación de las monedas. Si es efectiva, también reducirá o eliminará los costos cuasifiscales de la esterilización de reservas. Durante las crisis, proporciona grados de libertad para aplicar políticas monetarias expansionistas. En ambos casos, la regulación de la cuenta de capitales mejora la capacidad de las autoridades para combinar una mayor independencia monetaria con una política cambiaria más activa.

Vista como política de pasivos, la regulación de la cuenta de capitales reconoce el hecho de que el mercado premia los perfiles de deuda externa sólidos (Rodrik y Velasco, 2000). Así, en épocas de incertidumbre, el mercado responde a los requerimientos de financiamiento *bruto* (más que neto), lo que implica que la rotación de los pasivos de corto plazo no es neutral en términos financieros. En estas circunstancias, un perfil de endeudamiento externo en el que predominen los pasivos de largo plazo reducirá los riesgos de una crisis cambiaria. Esto indica que uno de los objetivos esenciales de la política económica durante los períodos de auge debe ser mejorar las estructuras de plazos de los pasivos nacionales y extranjeros de los sectores público y privado. En el caso de la inversión extranjera, la política debe preferir los flujos de inversión directa a los de cartera, puesto que los primeros han demostrado en la práctica ser menos volátiles que los segundos. Ambos tipos de flujos accionarios tienen la ventaja de que permiten compartir los riesgos que conlleva el ciclo económico con los inversionistas extranjeros, y la inversión directa aporta beneficios adicionales (acceso a nuevas tecnologías y mercados externos). Estos beneficios deben ser sopesados con los costos, habitualmente más altos, de estas formas de financiamiento.

B. Innovaciones en la regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990

Una de las mayores innovaciones en materia de regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990 fue indudablemente el establecimiento, en Chile y Colombia, de un encaje obligatorio no remunerado para los ingresos de capitales. La ventaja de este sistema es que crea un incentivo de precios simple, no discrecional y *preventivo* (prudencial) que penaliza de forma más severa los pasivos de corto plazo en moneda extranjera. El gravamen correspondiente ha sido significativamente superior al que se ha sugerido para un impuesto internacional a las transacciones en moneda extranjera (impuesto Tobin): alrededor de 3% en el sistema chileno para préstamos a un año, y un promedio de 13,6% para préstamos a un año y de 6,4% para los de tres años en Colombia en 1994-1998. Como efecto de la reducción de la oferta de financiamiento externo a partir de la crisis asiática, el sistema fue eliminado en ambos países. En ambos, el encaje estuvo acompañado de otras regulaciones de la cuenta de capitales, que incluyeron, en el caso de Chile, el requisito de permanencia mínima de un año para el capital de cartera (derogado en el año 2000) y la aprobación directa por el Banco Central (condicionada al cumplimiento de unos requisitos mínimos) de las emisiones de títulos de depósito en el mercado estadounidense (*ADR*, según sus siglas en inglés), y en el de Colombia, la regulación directa de los flujos de cartera.

La efectividad del encaje a los ingresos de capital ha suscitado gran controversia³. Hay consenso en cuanto a que fue efectivo para reducir los flujos de deuda de corto plazo y que, por lo tanto, mejoró o mantuvo perfiles adecuados de endeudamiento externo. De esta manera, operó como una política de pasivos efectiva. En contraste con este reconoci-

miento, ha habido intensos debates con respecto a la efectividad de los encajes como instrumento de política macroeconómica. La discusión en torno a este tema se ha visto complicada por la dificultad para diferenciar el impacto del encaje del que tuvo, en los dos países, el ciclo de financiamiento externo que enfrentaron las economías emergentes durante la década de 1990, así como de las políticas macroeconómicas complementarias que adoptaron (Ocampo 2003b).

Sin embargo, a juzgar por la evidencia econométrica disponible en ambos países acerca de la sensibilidad de los flujos de capital a los márgenes entre las tasas de interés internas y externas, que son afectados obviamente por los encajes, puede afirmarse que estos últimos *sí* afectaron el volumen de los flujos de capital⁴. Esto puede reflejar el hecho de que el *acceso* de las empresas nacionales a fondos externos no es independiente de su plazo (es decir, que el efecto de sustitución entre financiamiento de corto y de largo plazo es imperfecto por el lado de la oferta) y/o que los mecanismos disponibles para evadir o eludir las regulaciones eran costosos⁵. De cualquier forma, una parte considerable de la

historia de estas regulaciones, sobre todo en Chile, estuvo asociada con la eliminación de filtraciones que permitían las normas existentes⁶. En forma alternativa, la efectividad de los encajes puede verse a través de la capacidad que tuvieron las autoridades para mantener tasas de interés internas más elevadas, dado el nivel de los flujos de capital y, por lo tanto, de la oferta monetaria. Así, en forma más general, la efectividad de los encajes como herramienta de política macroeconómica puede medirse en términos de *la capacidad de las autoridades para incidir en los flujos de capital, las tasas de interés nacionales o ambos*, permitiendo además, algún margen para elegir cuál es la mezcla que las autoridades consideran más apropiada⁷. En la medida en que los flujos de capital modifican la oferta de divisas, los tipos de cambio también son afectados. Dada la multiplicidad de canales a través de los que los encajes pueden influir en la economía, su efectividad puede medirse con más precisión a través

³ Entre los estudios que apoyan la efectividad del sistema de encajes a los ingresos de capital en Chile cabe mencionar Agosin (1998), Agosin y Ffrench-Davis (2001), Larraín *et al.* (2000), Le Fort y Lehman (2000) y Palma (2002). Ariyoshi *et al.* (2000), de Gregorio *et al.* (2000), Laurens (2000) y Valdés-Prieto y Soto (1998) presentan una visión diferente. Asimismo, Ocampo y To-var (1998 y 2003) y Villar y Rincón (2003) muestran la efectividad de este esquema de regulación en Colombia, en tanto que Cárdenas y Barrera (1997) y Cárdenas y Steiner (2000) plantean una visión alternativa.

⁴ De hecho, los estudios que plantean que los volúmenes de los flujos de capital son insensibles a los encajes provienen típicamente de ejercicios econométricos en los que los encajes a las entradas de capital no se incluyen como uno de los determinantes de los márgenes de las tasas de interés, sino más bien como un factor adicional que afecta a los flujos de capital. Esta especificación econométrica es claramente inadecuada.

⁵ Algunos de estos mecanismos, tales como el uso de coberturas de riesgo de distinto tipo, permiten a los inversionistas cubrir algunos de los efectos de los encajes a los ingresos de capital, pero, en su mayor parte, ésto se consigue transfiriendo riesgos (y más concretamente, el riesgo asociado al financiamiento de largo plazo) a otros agentes, que estarán dispuestos a asumirlos solamente si reciben una retribución adecuada. De forma más general, si no hay una demanda externa estable para activos denominados en moneda nacional (cosa que generalmente no ocurre para las monedas de los países en desarrollo), estas coberturas sólo estarán disponibles en cantidades limitadas, lo cual afecta los vencimientos y los costos involucrados.

⁶ En Brasil, algunos autores sostienen que las regulaciones de la cuenta de capitales, entre las que se incluyó un mecanismo similar a los encajes a los ingresos de capital, no fueron efectivos a causa de la gran cantidad de filtraciones asociadas a la existencia de instrumentos financieros locales muy sofisticados (Ariyoshi *et al.*, 2000; García y Valpassos, 2000). Sin embargo, no existe evidencia estadística comparable a la disponible para los casos de Chile y Colombia.

⁷ Esta es la interpretación correcta que hace Williamson (2000, cap. 4). En efecto, si seguimos esta interpretación desaparece gran parte de la evidencia conflictiva para el caso chileno.

de un índice de "presiones monetarias" que incluya los flujos de capital, las tasas de interés nacionales y los tipos de cambio. Este es el procedimiento que se utiliza más adelante.

En Colombia, el país que manejó en forma más activa este instrumento en la década de 1990, la evidencia econométrica indica que los encajes afectaron no sólo el perfil de endeudamiento externo sino también los volúmenes de flujos (Ocampo y Tovar, 1998 y 2003). Alternativamente, la evidencia indica que los encajes afectaron las tasas de interés nacionales (Villar y Rincón, 2003). La evidencia disponible para Chile muestra algo similar (Larraín *et al.*, 2000 y Le Fort y Lehman, 2000; y sobre los efectos de los encajes sobre los márgenes de las tasas de interés, de Gregorio *et al.*, 2000). La evidencia acerca de los efectos de los encajes sobre las tasas de cambio no es concluyente, pero esto puede reflejar las deficiencias inherentes a los modelos econométricos sobre determinantes del tipo de cambio (véase al respecto Williamson, 2000, cap. 4).

Algunos de los problemas que enfrentaron las autoridades en el manejo de estas regulaciones estuvieron asociados a las expectativas en torno a cambios en los parámetros de política relevantes. Las dificultades que experimentaron los dos países en este terreno fueron diferentes. En Chile, el problema básico fue la variabilidad de las normas relativas al tipo de cambio, puesto que los límites inferiores de las bandas cambiarias se modificaron con frecuencia antes de que se decretara la flotación cambiaria en septiembre de 1999. Durante los períodos de abundancia de financiamiento externo, las expectativas de modificación de las bandas se convirtieron, por lo tanto, en una "apuesta segura" de los agentes. Al acercarse el tipo de cambio al límite inferior de la banda (en pesos por dólar), la probabilidad de que el piso se reajustara a la baja era alta. En Colombia, el

problema principal fue la frecuencia de los cambios realizados en las normas sobre los encajes. Los cambios esperados por el mercado se reflejaron, en algunos casos, en especulaciones que redujeron durante algún tiempo la efectividad de las modificaciones. Es interesante observar que en ambos países los encajes fueron visualizados como un complemento y no como un sustituto de otras políticas macroeconómicas, que fueron ciertamente más adecuadas en Chile. En particular, las fases expansionista y contractiva de la política monetaria fueron mucho más marcadas en Colombia y la posición fiscal de este país se deterioró a lo largo de la década.

Malasia también introdujo innovaciones importantes en el área de la regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990. En enero de 1994, este país prohibió a los no residentes adquirir una amplia gama de títulos nacionales de corto plazo y estableció otras limitaciones para las entradas de capital de corto plazo; estas restricciones duraron poco menos de un año. Las medidas tenían una orientación preventiva pero, a diferencia del encaje chileno-colombiano, eran de tipo cuantitativo. Estas resultaron ser muy efectivas, e incluso superiores a las chilenas, en términos de sus efectos sobre los flujos de capital y los precios de los activos (Palma, 2002). También contribuyeron a mejorar el perfil de la deuda externa del país (Rodrik y Velasco, 2000). Sin embargo, una vez eliminadas se desarrolló una nueva ola de acumulación de deuda e inflación de activos. Pero el perfil del endeudamiento externo se mantuvo en niveles más prudentes que en otros países asiáticos que fueron afectados por la crisis que enfrentó la región en 1997 (Kaplan y Rodrik, 2002; Palma, 2002).

Con la crisis asiática surgió una innovación adicional. En septiembre de 1998, Malasia estableció fuertes restricciones a la salida de capitales. El objetivo

principal era la eliminación del mercado extraterritorial (*offshore*) de la moneda local, el Ringgit. Es decir la segmentación de su demanda, lo que se logró restringiendo su uso a las operaciones internas realizadas por residentes. Los depósitos en Ringgit en el extranjero fueron declarados ilegales y se estableció que los depósitos que ya existían y cuyos titulares fueran malasio deberían ser repatriados. Las transacciones comerciales tendrían que liquidarse con divisas. También se decidió que durante un año los depósitos en Ringgit del sistema financiero local, cuyos titulares no fueran residentes, no podrían convertirse en divisas. En febrero de 1999, esta norma fue sustituida por un gravamen explícito a las salidas de capital, con una tasa decreciente para inversiones mantenidas por un plazo más largo y sin impuesto para aquellas que se hubiesen mantenido por más de un año. Para nuevas entradas de capital, se estableció un impuesto a la remisión al exterior de las ganancias de capital, con una tasa más alta para el capital que permaneciera en el país durante menos de un año (30% y 10% para el resto). El impuesto de salida se homogeneizó y se redujo a un 10% en septiembre de 1999. En enero de 2001 se decidió que se aplicaría únicamente a los flujos de cartera que permanecieran en el país menos de un año y en mayo de 2001 fue eliminado por completo.

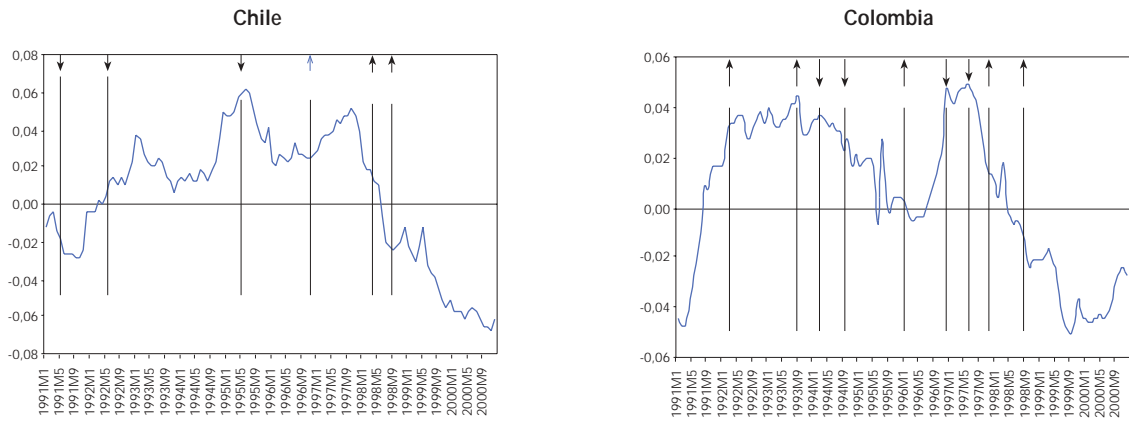
La efectividad de estas regulaciones ha suscitado una gran controversia. Kaplan y Rodrik (2002) proporcionan la evidencia más sólida sobre la eficacia de estas normas⁸. A partir de estudios precedentes, muestran que estas regulaciones liquidaron rápidamente el mercado externo del Ringgit e invirtieron las presiones del mercado financiero nacional, como queda reflejado en las tendencias de las reservas in-

ternacionales y de las tasas de cambio y de interés. La eliminación de la incertidumbre financiera, junto con el espacio de maniobra adicional para llevar a cabo políticas monetarias y fiscales expansionistas, indujeron una recuperación más rápida de la actividad económica, una menor inflación y un mejor desempeño del empleo y de los salarios reales que los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI) que se ejecutaron durante la crisis asiática. Esto se verifica incluso si se tiene en cuenta el entorno externo más favorable que existía cuando se aplicaron los controles en Malasia. Pese a que el país no recibió grandes inyecciones de capital, la reacción inicial de los mercados externos de capital a estos controles fue claramente negativa.

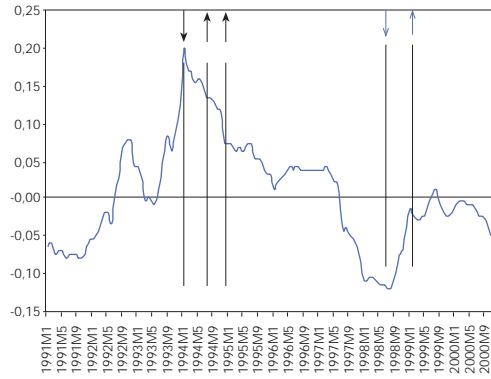
En el Gráfico 1 se puede observar la eficacia de las regulaciones de la cuenta de capitales en los tres países (Chile, Colombia y Malasia). A partir de indicadores similares utilizados en otros estudios, el Gráfico muestra la evolución de un índice de presiones monetarias expansionistas. Dado que un auge de entrada de capitales genera efectos expansionistas a través de tres canales diferentes (la acumulación de reservas internacionales, la apreciación del tipo de cambio y la reducción de las tasas de interés), el índice pondera las tendencias de estos tres indicadores por la desviación estándar de cada uno de ellos durante el período analizado. El Gráfico indica que los controles malasio fueron muy eficaces, tanto para detener el fuerte efecto expansionista de las entradas de capitales de 1994 como para mitigar la fuerte tendencia contractiva generada por la salida de capitales en 1998. Las regulaciones de la cuenta de capitales a través de incentivos de precios en Chile y Colombia tuvieron efectos más débiles, sobre todo en el primer caso. De hecho, la introducción de estas regulaciones en Chile en 1991 y su fortalecimiento en mayo de 1992 no estuvieron acompañados por una reversión de la tendencia moneta-

⁸ Véase también la evidencia que proporcionan Ariyoshi *et al.* (2000), Ötker-Robe (2000) y Rajaraman (2001).

Gráfico 1
ÍNDICE DE PRESIONES MONETARIAS EXPANSIONISTAS (IPME)



Malasia



⇕ Imposición y disminución de restricciones a las entradas de capital.

⇓ Imposición y disminución de restricciones a las salidas de capital.
 (La dirección de las flechas indica el efecto esperado en el IPME).

$$IPME = a^*(R) + b^*(E) - c^*(I).$$

R = Reservas internacionales, corregidas por tendencia logarítmica.

E = Variación de 12 meses de la tasa de cambio real.

I = Tasa de interés real de depósitos.

a, b, c = Desviación estándar de R, E e I respectivamente.

Fuente: Estimaciones de los autores, basados en datos del Fondo Monetario Internacional, (FMI).

ria expansionista; las que entraron en vigor en julio de 1995 tuvieron un efecto más claro⁹. En Colombia, donde las modificaciones de los encajes a los ingresos de capital fueron más frecuentes, sus efectos sobre las presiones monetarias fueron más fuer-

tes. En particular, el índice de presiones expansionistas durante el período 1993-1997 está estrechamente relacionado con los cambios en las normas sobre los encajes. En ambos países, la cuenta de capitales se tornó contraccionista en 1998; la reduc-

ción y posterior eliminación de los encajes tuvo un efecto mínimo en esta tendencia.

En términos generales, los experimentos innovadores con regulaciones de la cuenta de capitales durante la década de 1990 indican que estos instrumentos resultaron útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento externo como para ampliar el margen de maniobra de la política macroeconómica. Sin embargo, los efectos macroeconómicos dependieron de la intensidad de la regulación y, en cualquier caso, fueron temporales. Las ventajas básicas de los encajes a las entradas de capital que utilizaron Chile y Colombia son su simplicidad, su carácter no discrecional y, como se verá en la sección siguiente, su efecto neutro sobre las decisiones de financiamiento de las empresas. Los esquemas de regulación que utilizó Malasia, de tipo cuantitativo, tuvieron efectos macroeconómicos más fuertes en el corto plazo.

En todo caso, debe subrayarse que estos sistemas fueron diseñados para países que decidieron *integrarse* en los mercados internacionales de capital. De hecho, en el caso de Colombia la transición desde los controles cambiarios anteriores hacia una regulación basada en los encajes a los ingresos de capital representó una liberalización de la cuenta de capitales, según se refleja en el aumento de la sensibilidad de los flujos de capital a los diferenciales de las tasas de interés (Ocampo y Tovar, 1998 y 2003)⁹.

⁹ El nivel de los encajes a los ingresos de capital podría ser la causa de este resultado. Valdés-Prieto y Soto (1998) encontraron evidencia de un "efecto umbral" que podría explicar por qué estas regulaciones sólo resultaron efectivas para reducir los flujos de capital en 1995-1996. Debe hacerse hincapié en que esto no implica una evaluación general más favorable del paquete de medidas macroeconómicas de 1995-96 en comparación con las que se adoptaron en 1991-1992. Agosin y Ffrench-Davis (2001) afirman que, en términos más generales, la gestión macroeconómica de principios de los noventa fue más apropiada.

Por lo tanto, los controles cambiarios y las regulaciones tradicionales de la cuenta de capitales, de corte cuantitativo, pueden ser una mejor solución si el objetivo de política es reducir la sensibilidad macroeconómica a los flujos internacionales de capital. La evidencia para la India muestra una experiencia alternativa exitosa en tal sentido. A pesar de la lenta y cautelosa liberalización que se inició desde comienzos de la década de 1990, este país aún depende en gran medida de restricciones cuantitativas a los flujos de capital: techos cuantitativos generalizados, plazos mínimos para los préstamos del exterior y restricciones sobre el *uso final* de los fondos (la mayor parte de las cuales se han liberalizado en los últimos años), junto con la prohibición de los préstamos en moneda extranjera para residentes excepto las empresas. Además cuentan con regulaciones directas que incluyen en algunos casos la aprobación explícita de los flujos de cartera de los no residentes, así como de la emisión de títulos de depósito en el mercado estadounidense (*ADRS*) y de las inversiones de las empresas nacionales en el extranjero. También existen algunas restricciones sectoriales para la inversión extranjera directa y plazos mínimos y regulaciones de las tasas de interés para los depósitos de nacionales no residentes (Reddy, 2001; Habermeier, 2000; Rajaraman, 2001; Nayyar, 2002). En cualquier caso, debe subrayarse que, a pesar de la menor sensibilidad a la crisis asiática y de la mayor autonomía macroeconómica que permitió este sistema, India no estuvo completamente al margen de los ciclos de financiamiento externo que experimentaron las economías emergentes en la década de 1990.

¹⁰ Este hecho se señala en otros estudios (Cárdenas y Steiner, 2000) mediante el uso de una variable ficticia para el período durante el cual se utilizaron los encajes a los ingresos de capital, y ha sido interpretado (incorrectamente, según la visión alternativa que se presenta en este ensayo) como una demostración de la ineficacia de estas regulaciones.

En contraste con las experiencias exitosas analizadas, los controles cuantitativos adoptados en situaciones de crisis generan graves problemas de credibilidad y pueden ser ineficaces, ya que es esencial contar con una sólida capacidad administrativa para que cualquier régimen de regulación de la cuenta de capitales funcione adecuadamente. Esto implica que puede ser necesario contar con una tradición de regulación y que los regímenes regulatorios *permanentes* que se hacen más estrictos o se relajan a lo largo del ciclo económico pueden ser mejores que la alternación de regímenes diferentes (e incluso contrapuestos). En términos más generales, esto significa que es esencial mantener la autonomía para imponer regulaciones de la cuenta de capitales, así como la libertad para imponer controles si es necesario (Ocampo, 2003a y 2003b; Rajaraman, 2001; Reddy, 2001). Este es un corolario de la naturaleza incompleta de la gobernabilidad financiera internacional (Ocampo, 2003a) y una enseñanza básica de la experiencia de Malasia. Asimismo, las regulaciones cuantitativas tradicionales de la cuenta de capitales y la aprobación directa de flujos sensibles (flujos de cartera externos, emisión de títulos de *ADRS* e inversiones en el extranjero de residentes en el país) pueden estar perfectamente justificadas si se gestionan de forma tal que se puedan minimizar las filtraciones, reducir los altos costos administrativos y sobre todo evitar la corrupción. En realidad, las restricciones cuantitativas simples que prohíben ciertas formas de endeudamiento (por ejemplo, los préstamos externos de corto plazo, excepto las líneas de crédito comercial o los préstamos en moneda extranjera a residentes que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente) tienen también un carácter preventivo y son más fáciles de administrar que los controles basados en precios, es decir los encajes a los ingresos de capital (Ariyoshi *et al.*, 2000). Estas restricciones cuanti-

tativas son más atractivas y eficaces cuando el desarrollo del sistema financiero local es limitado, pero a su vez pueden convertirse en obstáculos al desarrollo financiero. En términos más generales, puede considerarse que uno de los costos básicos de las regulaciones de la cuenta de capitales es su efecto adverso sobre el desarrollo financiero. Así, puede haber disyuntivas entre la profundización del sistema financiero local y la volatilidad de la cuenta de capitales (debido, en parte, al desmantelamiento de los controles de capital). En la sección siguiente se exploran algunas de estas disyuntivas.

Algunas regulaciones cambiarías a las transacciones corrientes en moneda extranjera (la obligación de repatriar las divisas procedentes de la exportación o de canalizar las transacciones comerciales a través de determinados intermediarios autorizados) y una segmentación efectiva del mercado de instrumentos financieros en moneda nacional, pueden ser esenciales para garantizar la eficacia de todo tipo de regulación de la cuenta de capitales. Esto implica que es necesario evitar o regular estrictamente la internacionalización de la moneda nacional, así como evitar igualmente la dolarización financiera nacional (Reddy, 2001). De hecho, estos son rasgos comunes en los cuatro casos analizados; en el de Malasia, el logro de este objetivo supuso el desmantelamiento del mercado externo del Ringgit.

Es importante recalcar una vez más que las regulaciones de la cuenta de capitales deben considerarse siempre un instrumento que, al proporcionar grados de libertad adicionales a las autoridades, facilita la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas importantes. Por este motivo, no pueden convertirse nunca en un sustituto de estas últimas.

C. Políticas de pasivos complementarias

Las regulaciones de la cuenta de capitales pueden ser sustituidas, en parte, por instrumentos de regulación y supervisión prudencial a los intermediarios financieros nacionales. En particular, se pueden establecer requisitos de liquidez para los pasivos en moneda extranjera del sistema financiero, o un encaje más alto. También se puede desincentivar los préstamos internos a las empresas de los sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente que tengan pasivos considerables en moneda extranjera, mediante disposiciones que obliguen a realizar un mayor nivel de provisiones para dichos préstamos o que las califiquen con mayores niveles de riesgo para fines del cálculo de la relación capital a activos. Más aún, la distinción entre controles de capital y regulaciones prudenciales que afectan los flujos transfronterizos no es muy nítida.

El problema principal que plantean estas opciones es que sólo afectan de forma indirecta los pasivos en moneda extranjera de los agentes *no financieros*. En realidad, estas medidas pueden incentivarlos a solicitar préstamos directamente en el exterior; pues reducen la oferta y aumentan los costos de los préstamos que reciben de los intermediarios financieros nacionales. En consecuencia, es necesario reforzarlas con otras regulaciones, entre ellas normas que determinen la tipología de las empresas que están autorizadas a endeudarse directamente en el extranjero y de las normas prudenciales que deben cumplir; requisitos de la deuda empresarial que puede contratarse en el extranjero (vencimientos mínimos y márgenes máximos); normas que obliguen a las empresas a hacer de público conocimiento el monto de sus pasivos externos de corto plazo y a las agencias de calificación de riesgos a tener en cuenta este factor en sus evaluaciones; y disposiciones fiscales que desincentiven los pasivos en moneda extranjera (por ejemplo, deducciones

parciales o nulas para los pagos de intereses de los préstamos internacionales)¹¹. Algunas de las regulaciones más importantes de este tipo son aquellas que limitan los préstamos en moneda extranjera para empresas productoras de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. Una de las normas más simples que se puede adoptar en este caso es la prohibición estricta del endeudamiento externo por parte de empresas no financieras que carezcan de ingresos en divisas o las restricciones a los plazos y uso final de tales préstamos (únicamente para créditos de largo plazo destinados a inversión).

En la práctica, los encajes a las entradas de capitales pueden ser una mejor alternativa y resultar más fáciles de administrar que un sistema equivalente basado en regulaciones y políticas prudenciales orientadas al endeudamiento de las empresas no financieras. Entre sus virtudes, con respecto a la regulación y supervisión prudencial, puede mencionarse que se basan en incentivos de mercado (a diferencia de algunas regulaciones prudenciales, tales como la prohibición de determinado tipo de operaciones), no son discrecionales (la supervisión prudencial tiende, en cambio, a ser discrecional en su aplicación) y tienen un efecto relativamente neutral sobre la elección de las empresas entre contratar préstamos en moneda extranjera en el mercado interno o externo. En realidad, los agentes privados utilizan prácticas equivalentes, tales como los costos de salida que imponen los fondos de inversión a depósitos o a la adquisición de sus títulos por períodos cortos, con el fin de desincentivar este tipo de inversiones (J. P. Morgan, 1998, p. 23).

En el caso del sector público, es necesario contar con límites legales al endeudamiento externo y con

¹¹ Estos temas se analizan en Banco Mundial (1999, p. 151) y Stiglitz y Bhattacharya (2000).

otras regulaciones específicas. La mejor política de pasivos es, en tal sentido, la aprobación directa de crédito y el establecimiento de plazos mínimos y tasas de interés (o márgenes de riesgo) máximos al endeudamiento público por parte del Ministerio de Hacienda o del Banco Central. Las disposiciones de este tipo deberían ser aplicables, tanto a la administración central como a los gobiernos subnacionales y a los organismos autónomos del sector público (Cepal, 1998, capítulo VIII) y deben afectar tanto a los pasivos externos del sector público como a los internos. La razón más evidente para preferir deuda pública de largo plazo estriba en que, durante los períodos de inestabilidad financiera interna o externa, los residentes que poseen títulos estatales de corto plazo tienen otras opciones diferentes a renovar sus inversiones en títulos de deuda pública, entre ellos la fuga de capitales. Esto se aplica con más fuerza, a los inversionistas extranjeros, si las normas regulatorias los autorizan a adquirir títulos de deuda pública.

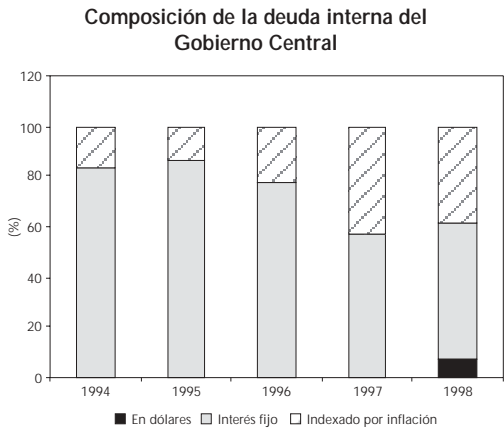
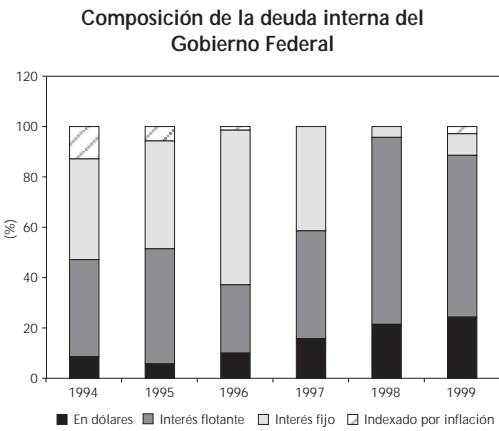
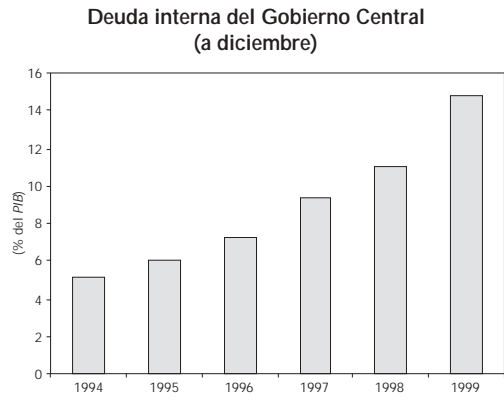
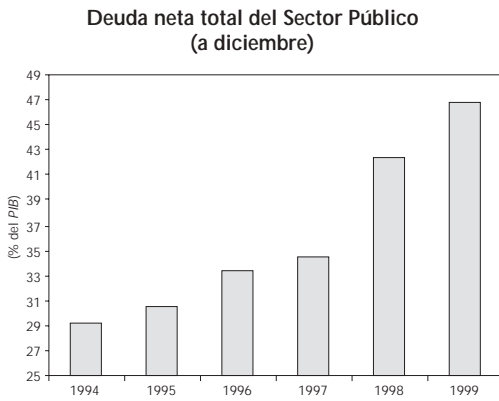
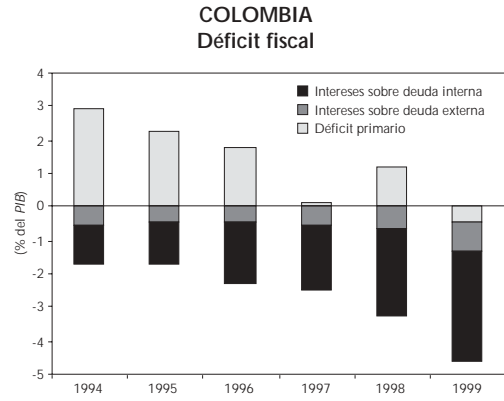
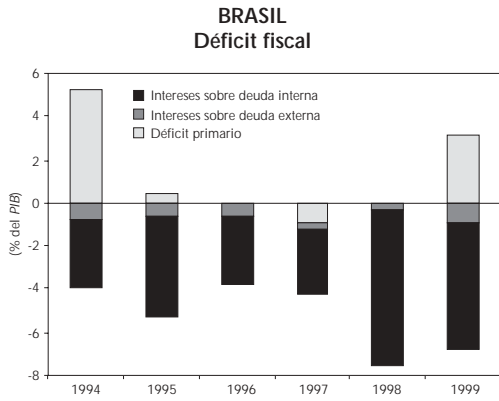
Por lo tanto, cuando las necesidades de financiamiento son altas, la tasa de interés tenderá a aumentar para hacer atractiva la rotación de la deuda de corto plazo. Las mayores tasas de interés tienen, además, un efecto inmediato en el déficit presupuestal, por lo cual pueden modificar la tendencia de la deuda del sector público, tal como sucedió en Brasil antes de la crisis de 1999. Alternativamente, las renovaciones sólo serán viables si el gobierno emite deuda en moneda extranjera, para competir exitosamente con otras alternativas de inversión, asumiendo así el riesgo de devaluación. La decisión de México de reemplazar los valores denominados en pesos (certificados del tesoro o CETES) por bonos en dólares (Tesobonos) en 1994, uno de los factores determinantes de la crisis que afectó al país al final del mismo año, fue facilitada por el perfil de corto plazo de los CETES (Sachs *et al.*, 1996, Ros, 2001). Así mismo, la estructura de corto plazo de la deuda

brasileña fue el motivo por el cual a fines de 1997, los bonos de tasa de interés fija fueron sustituidos rápidamente por valores a tasa variable o denominados en dólares, anulando las mejoras obtenidas en la estructura de la deuda pública en los años anteriores. Es importante destacar que, a pesar del deterioro fiscal, Colombia no experimentó una sustitución de la misma magnitud durante la crisis de 1998-1999. La tradición colombiana de emitir títulos de deuda pública con un plazo mínimo de un año fue uno de los factores clave para evitar este deterioro en la estructura del endeudamiento público (véase Gráfico 2).

Por lo tanto, un sólido perfil de la deuda *interna* del sector público, como complemento de un adecuado perfil de la deuda *externa*, tanto pública como privada, contribuyen decisivamente a reducir el grado de vulnerabilidad de las economías de los países en desarrollo ante crisis de la cuenta de capitales. Adicionalmente, en términos estrictamente prudenciales, el endeudamiento externo del sector público genera normalmente descalces de moneda ya que por lo general el sector público no tiene ingresos en moneda extranjera (la excepción son las empresas públicas productoras de bienes comercializables internacionalmente) y, por lo tanto, debe evitarse. Sin embargo, este principio no debe convertirse en una simple prohibición al endeudamiento externo del sector público, por dos razones diferentes.

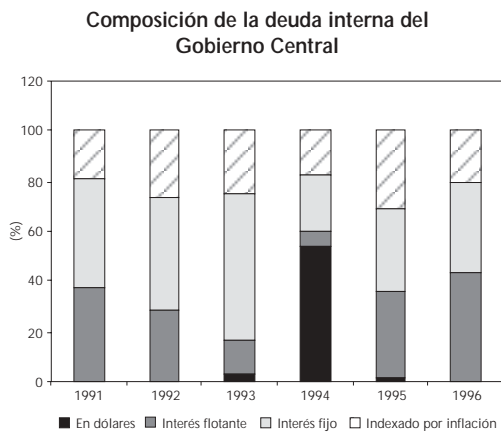
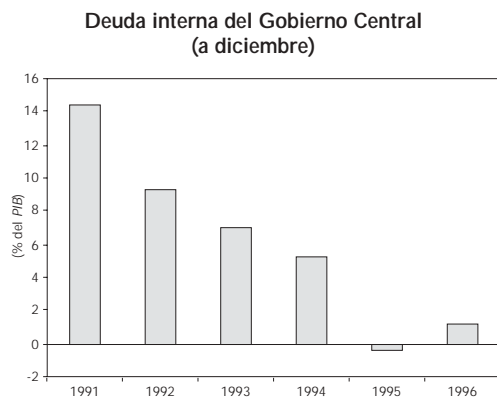
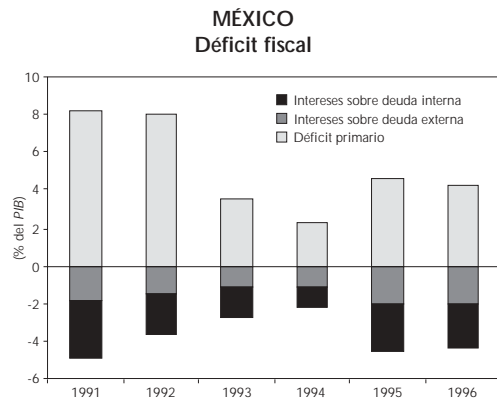
La primera es de carácter macroeconómico. En la medida en que los flujos externos de capital privado son procíclicos, es razonable que el sector público adopte una estrategia de endeudamiento que opere en el sentido contrario al mercado, es decir con claros elementos anticíclicos. Esto implica que durante los períodos de auge de la cuenta de capitales, debe reducir las necesidades de financiamiento y adoptar una política de pasivos orientada a sustituir deuda externa por deuda interna, dado el atrac-

Gráfico 2 DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA



Fuente: Banco Central del Brasil, *IDEA*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México y Banco Central de México.

Gráfico 2 (continuación)
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA



Fuente: Banco Central del Brasil, *IDEA*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México y Banco Central de México.

tivo que tiene entonces el financiamiento externo para el sector privado. Lo contrario debe darse en períodos de escasez de capital privado; en realidad, en esas condiciones el sector público tiende a ser uno de los mejores proveedores netos de divisas gracias a su acceso preferencial al crédito externo, en particular el de las instituciones financieras multilaterales. Esta estrategia de endeudamiento también puede resultar útil para mantener un mejor perfil de la deuda externa y para evitar que se contrate financiamiento externo privado con márgenes de riesgo excesivamente elevados.

La segunda razón se relaciona con la profundidad del mercado interno de bonos de deuda pública, que determina la capacidad de emitir títulos de deuda de largo plazo. La profundidad del mercado depende de la existencia de mercados secundarios y agentes activos (creadores de mercados) que provean liquidez a estos títulos. En ausencia de un mercado interno de largo plazo suficientemente desarrollado, el gobierno enfrenta una difícil disyuntiva entre los descalces de plazos a los que conduce el endeudamiento interno y los descalces de monedas que caracterizan el endeudamiento externo, una situación típica de todos los agentes nacionales que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. En estas condiciones, según hemos visto, un excesivo endeudamiento interno de corto plazo puede resultar destabilizador durante las crisis. Por lo tanto, puede ser preferible una estructura de endeudamiento público con un mayor componente externo, pese al consecuente descalce de monedas. En el largo plazo, el objetivo de las autoridades debe ser, en cualquier caso, la profundización de los mercados internos de capitales. De hecho, debido al menor nivel de riesgo y la mayor homogeneidad de los títulos que emite, el gobierno central tiene un papel fundamental en el desarrollo de los mercados prima-

rios y secundarios de bonos de largo plazo, incluyendo la creación de puntos de referencia (*benchmarks*) para los instrumentos equivalentes emitidos por el sector privado.

Sin embargo, el desarrollo de estos mercados no elimina la necesidad de una política de pasivos activa para el endeudamiento externo, ya que los mercados de capital más profundos son también más atractivos para los flujos de portafolio volátiles. Desafortunadamente, esta disyuntiva no es fácil de solucionar ya que los inversionistas institucionales del exterior pueden contribuir al desarrollo de los mercados internos de capitales de los países en desarrollo. Así las cosas, las autoridades deben elegir en la práctica entre flujos de capital externo menos volátiles y el desarrollo de mercados internos de capitales más profundos y líquidos. La decisión de Chile de eliminar la madurez mínima de un año para los flujos de cartera en mayo del año 2000, así como la de Colombia de permitir que los fondos internacionales de inversión participaran en el mercado interno de valores gubernamentales en 1996, pueden interpretarse como elecciones de la segunda opción, a costa de un incremento adicional de la volatilidad de la cuenta de capitales. Disyuntivas similares pueden surgir alrededor del desarrollo de mercados internos de acciones y bonos del sector privado.

IV. EL PAPEL DE LAS REGULACIONES PRUDENCIALES ANTICICLICAS

A. Dimensiones micro y macroeconómicas de las políticas prudenciales

Según vimos en la sección I, el origen de los problemas que surgen durante las crisis financieras tiene relación tanto con el incremento excesivo del endeudamiento durante los períodos de auge, como con los descalces de plazos y de monedas en los balances de agentes financieros y no financieros. En mu-

chos países, estos problemas están relacionados con análisis inadecuados de riesgo por parte de los intermediarios financieros nacionales, así como con una débil regulación y supervisión prudencial de sus operaciones. La combinación de estos factores puede tornarse explosiva como resultado de un proceso de liberalización financiera que se lleve a cabo durante un período de auge de financiamiento externo. La subestimación de riesgos, característica de entornos de optimismo económico, se combina entonces con prácticas inadecuadas de evaluación de riesgos, tanto por parte de los agentes privados como de los organismos de supervisión.

Por este motivo, es necesario subrayar la importancia de llevar a cabo los procesos de liberalización financiera en forma gradual y con base en una sólida regulación y supervisión prudencial. Los problemas de las liberalizaciones financieras abruptas se hicieron evidentes durante la primera ola de crisis financieras que afectaron a América Latina a principios de la década de 1980¹², pero las lecciones aprendidas entonces no se tuvieron en cuenta en los episodios posteriores de liberalización en el mundo en desarrollo. Desde la crisis asiática, se ha ampliado el reconocimiento de que la liberalización financiera debe darse en un ámbito institucional apropiado, basado en un sólido sistema de regulación y supervisión prudencial. Esta regulación debe garantizar, en primer lugar, la solvencia de las instituciones financieras mediante el establecimiento de requisitos de capital coherentes con los riesgos que asumen las instituciones de crédito, estándares adecuados de diversificación del riesgo y reglas estrictas que obliguen a castigar los portafolios dudosos. Los sistemas financieros bien regulados y supervisados son estructuralmente superiores en términos

¹² Véase, al respecto, Díaz-Alejandro (1988, capítulo 17).

de gestión del riesgo, puesto que incentivan a los intermediarios financieros a evitar la acumulación de riesgos inmanejables.

Dado que algunas de las principales fuentes de los riesgos financieros que asumen los agentes económicos en los países en desarrollo tienen un origen *macroeconómico*, la perspectiva microeconómica tradicional de la regulación y la supervisión prudencial debe complementarse con regulaciones que tengan en cuenta los factores macroeconómicos. Esto es especialmente importante en los países en desarrollo, donde la dinámica de los ciclos de abundancia y sequía del financiamiento externo es particularmente intensa. Por lo tanto, debe prestarse atención a los vínculos entre el financiamiento interno y el externo, entre los precios de los activos y la actividad económica, y entre los riesgos financieros y las variaciones de la tasa de interés y del tipo de cambio.

El problema básico en este sentido es la incapacidad de cada intermediario financiero de internalizar los riesgos colectivos que se asumen durante los períodos de auge, cuya naturaleza es esencialmente macroeconómica y suponen por tanto problemas de coordinación que van más allá de las posibilidades de cualquier agente individual. Adicionalmente, la evaluación de riesgo y las herramientas tradicionales de regulación, incluidos los estándares de Basilea, tienen un sesgo procíclico en la forma como operan. En un sistema en el que las provisiones para préstamos de dudoso recaudo están vinculadas con los incumplimientos crediticios, las señales de precaución que emite el esquema regulatorio son relativamente ineficaces durante las épocas de auge, en las que se reduce cíclicamente la morosidad y por este motivo no desaceleran el ritmo de crecimiento del crédito. Por el contrario, el fuerte aumento de la morosidad durante las crisis reduce el capital de las instituciones financieras y

en consecuencia su capacidad para otorgar crédito. Este hecho, junto con el incremento subjetivo del nivel de riesgo percibido, genera la escasez de crédito característica de tales períodos y refuerza la caída de la actividad económica y de los precios de los activos, lo que a su vez empeora la calidad de las carteras de los intermediarios financieros¹³.

La introducción de estándares regulatorios fuertes durante las crisis puede empeorar la sequía de crédito. Por lo tanto, aunque las autoridades deben adoptar reglas claras para restablecer la confianza durante estos períodos, la introducción de estándares más firmes debe ser gradual. Para evitar problemas de riesgo moral, las autoridades no deben rescatar nunca a los propietarios de las instituciones financieras y deben obligarlos a cubrir con su patrimonio las pérdidas en que incurran.

Para tener en cuenta los factores macroeconómicos que afectan el riesgo, es necesario diseñar instrumentos que introduzcan un elemento anticíclico en la regulación y la supervisión prudencial. En este sentido, el instrumento principal son las provisiones prospectivas (*forward looking*). Esto implica que las provisiones deben aplicarse cuando los préstamos se *desembolsan*, sobre la base de pérdidas *previsibles* o *latentes* y considerando el ciclo económico completo; en lugar de basarse en el nivel de incumplimiento o en las expectativas de vencimientos de préstamos en el corto plazo, que son altamente procíclicos. Esto significa que la estrategia de provisiones debe acercarse a los criterios tradicionales de la industria aseguradora (en donde la provisión se hace al emitir la póliza), y no de la industria ban-

¹³ Para un análisis de estos temas y opciones de política para manejarlos, véanse BIP (2001, cap. VII), Borio et al. (2001), Clerc et al. (2001) y Turner (2002).

caria. Esta práctica puede coadyuvar a suavizar el ciclo de financiamiento, al aumentar las provisiones o reservas durante los auges de la cuenta de capitales, y mitigar a su vez la escasez de crédito que se produce durante las recesiones. Las características de un sistema regulatorio de este tipo se analizan con mayor detalle en la parte B de esta sección.

Debe subrayarse, en cualquier caso, que todo esquema regulatorio tiene límites claros y costos que no pueden olvidarse. La regulación prudencial implica la introducción de ciertas señales no basadas en los precios. Además la supervisión bancaria conlleva importantes problemas de información y es una actividad discrecional susceptible de abusos. Algunos de los objetivos clásicos de la regulación prudencial, tales como la diversificación del riesgo, pueden ser difíciles de alcanzar cuando existen factores macroeconómicos en la raíz del problema. En particular, la experiencia indica que aún en sistemas bien regulados suelen darse episodios periódicos de euforia en los que se subestiman los riesgos, como ha sucedido aún en muchos países industrializados. La crisis reciente de Argentina es un caso concreto en el que un buen sistema de regulación prudencial, que se consideraba uno de los mejores del mundo en desarrollo, aplicado además a un sector financiero caracterizado por la presencia preponderante de bancos multinacionales, fue incapaz de evitar que las grandes perturbaciones macroeconómicas que experimentó el país afectaran al sistema financiero interno. Más aún, separar las tendencias cíclicas de las de largo plazo es siempre una tarea compleja ya que las dinámicas de corto y largo plazo están interconectadas. Una de las razones de ello son los procesos de aprendizaje en la formación de expectativas macroeconómicas, tarea especialmente difícil en las economías en desarrollo que enfrentan choques de magnitudes considerables (Heyman, 2000).

En muchos casos, las regulaciones orientadas a corregir prácticas riesgosas por parte de los intermediarios financieros trasladan los riesgos subyacentes a los agentes no financieros y generan, de este modo, efectos indirectos que se expresan en riesgos crediticios. En este contexto, el efecto neto de la regulación sobre la vulnerabilidad de los bancos es sólo parcial, tal como indican los estudios sobre "migración de riesgos". Así, los estándares regulatorios que establecen mejores calificaciones de riesgo para los créditos de corto plazo y reducen los descalces entre los vencimientos de los depósitos y los préstamos, ciertamente disminuyen el riesgo directo que enfrentan los bancos, pero a su vez refuerzan el sesgo hacia el otorgamiento de créditos de corto plazo en países donde la mayoría de los depósitos bancarios son también de corto plazo. En estos casos, los efectos positivos de este tipo de regulaciones sobre el manejo del riesgo pueden estar acompañados de una oferta inadecuada de financiamiento de largo plazo y una menor inversión en capital fijo. Asimismo, las regulaciones prudenciales que prohíben a los bancos mantener descalces de monedas en sus carteras reducen su riesgo directo pero, según hemos visto, incentivan a los agentes no financieros a solicitar préstamos directamente en el exterior. De esta manera, los descalces de monedas se traspasan a los agentes no financieros. Los riesgos que asumen las empresas, en uno y otro caso, pueden convertirse en riesgo crediticio para las instituciones financieras nacionales, que son también sus acreedores.

Por otra parte, una regulación más estricta tenderá a incrementar los márgenes de intermediación financiera, sobre todo si se aplican prácticas regulatorias más restrictivas que las internacionales. Esto puede ser deseable dada la volatilidad característica de los países en desarrollo. Los mayores márgenes de intermediación generarán incentivos para

que las empresas que tengan acceso al mercado internacional de capitales soliciten créditos en el exterior, incrementando así las posibilidades de que se produzcan descalces de moneda en los portafolios de estos agentes. En todos estos casos, la menor vulnerabilidad directa del sector financiero nacional tendrá como corolario descalces de plazos y de monedas de los agentes no financieros (así como un nivel subóptimo de inversión en capital fijo) que, en cualquier caso, puede convertirse en riesgo crediticio para los agentes financieros nacionales durante la recesión.

B. Diferentes visiones sobre el manejo del riesgo

Las prácticas de contabilidad generalmente aceptadas determinan la forma en que los bancos se protegen contra los riesgos. Existen básicamente dos enfoques para contabilizar los activos de las entidades financieras. El sistema tradicional, basado en el reconocimiento de los hechos cumplidos, contabiliza los activos de acuerdo con su *valor histórico*. Bajo estos parámetros, el riesgo crediticio se registra mediante gastos por provisiones calculadas con base en indicadores sobre deterioro comprobado de los préstamos bancarios. Por su parte, el método de *valor de mercado* registra los activos de acuerdo con sus precios corrientes y puede tener algunos elementos prospectivos. Tales precios deben reflejar las percepciones que tiene el mercado sobre el riesgo, es decir sobre la probabilidad de que se deteriore la calidad de los activos. Si bien este último método es conceptualmente superior al primero, su aplicación al riesgo crediticio depende de que exista mercado para la cartera bancaria, lo cual sólo ocurre con algunos créditos titularizados¹⁴.

Claramente el método del valor histórico refuerza el comportamiento procíclico del crédito bancario, en la medida en que ignora la parte del riesgo co-

rrespondiente a pérdidas que están latentes pero no se han manifestado. De esta forma, en la contabilidad bancaria tradicional, el riesgo aparece decreciendo durante los períodos de auge y creciendo durante las recesiones y se registra muy tarde, lo cual aumenta la probabilidad de pérdidas. Por el contrario, en la medida en que el método alternativo incluya efectivamente elementos prospectivos, debería reconocer que el riesgo aumenta durante los períodos de auge pero se materializa durante las recesiones, como se señaló en el análisis precedente sobre la dinámica del ciclo de financiamiento externo. Sin embargo, en la medida en que la percepción de riesgo por parte de los agentes de mercado esté sujeta a las olas de optimismo y pesimismo, este efecto positivo de la valoración a precios de mercado puede no materializarse.

Cabe anotar, en este sentido, que una de las propuestas centrales para un nuevo acuerdo de Basilea es alinear las ponderaciones de riesgo en la cartera bancaria con las evaluaciones de las agencias especializadas en la clasificación de riesgos. Sin embargo, esto podría generar un sesgo procíclico, dado que las clasificaciones que realizan dichas agencias han demostrado tener un sesgo claramente procíclico (Reisen, 2002). La alta concentración de esta industria es un argumento adicional en contra de esta recomendación. Es más, sería difícil aplicar esta práctica en países en desarrollo, dada la ausencia de calificaciones de crédito adecuadas para muchas empresas.

¹⁴ La ausencia de precios de mercado para los préstamos se puede compensar, en alguna medida, con la información que proveen los mercados de valores sobre los deudores del sistema financiero. Aunque se sabe muy bien que sólo unas pocas empresas grandes participan en el mercado de valores, es muy probable, sin embargo, que estas mismas empresas reciban una proporción importante de los créditos bancarios.

El enfoque prospectivo del riesgo crediticio ha influenciado la regulación sobre contabilidad bancaria. De hecho, ya se utiliza corrientemente la valoración a precios de mercado para las inversiones en activos financieros, aunque se mantiene el sistema de valor histórico para contabilizar el valor de la cartera de crédito. Sin embargo los modelos estadísticos, utilizados cada vez con más frecuencia por los bancos modernos, permiten estimar las provisiones simulando escenarios de riesgo, con lo cual pueden introducir criterios de naturaleza prospectiva. Estos cambios han sido relativamente lentos.

Hasta cierto punto, el énfasis en los hechos cumplidos para calcular las provisiones obedece a lo que podría denominarse un sesgo de tipo fiscalista. Este enfoque refleja la preocupación de las autoridades por evitar que las entidades financieras sobrestimen sus gastos -y, consecuentemente, subestimen sus utilidades- en detrimento del monto de impuestos a pagar. En contraste, la perspectiva prudencial hace énfasis en la necesidad de detectar oportunamente los riesgos, por lo cual se propone tomar en cuenta las expectativas de pérdidas futuras que puedan deteriorar la cartera de crédito.

Por último, la distinción entre riesgo sistemático y no sistemático es particularmente importante en el análisis de riesgo de los portafolios financieros. El primero, conocido como "beta", depende de la correlación entre las fluctuaciones de precio de cada activo en particular y los precios del conjunto del mercado, y surge de la exposición a factores comunes (tales como la política económica o el ciclo económico). Los riesgos no sistemáticos dependen, por el contrario, de las características específicas de cada título y pueden reducirse mediante la diversificación. Este segundo tipo de riesgos se puede disminuir con una adecuada regulación orientada a mejorar la gestión del riesgo microeconómico. Re-

ducir los riesgos sistemáticos resulta más difícil. En la medida en que los bancos utilicen la información que aportan los analistas de mercados financieros sobre el riesgo sistemático, podrán estimar la sensibilidad de su portafolio de préstamos a las variaciones del ciclo económico. Sin embargo, los modelos tradicionales de evaluación de riesgo pueden producir el efecto contrario e incluso, en presencia de oleadas de optimismo y pesimismo, inducir a los agentes económicos a intervenir en los mercados en una sola dirección (es decir, comprando o vendiendo mayoritariamente) y por esta vía incrementar la volatilidad macroeconómica (Persaud, 2000).

Evidentemente, la única posibilidad de diversificar los riesgos macroeconómicos es mediante la participación en el mercado local de agentes económicos externos. En ausencia de dicha intervención, las acciones de algunos agentes locales orientadas a reducir dichos riesgos pueden meramente trasladarlos a otros agentes y si un conjunto amplio de actores del mercado intenta hacerlo simultáneamente pueden incrementar el riesgo colectivo en que incurrir. No obstante lo anterior, un buen análisis del riesgo sistemático y unas políticas prudentiales apropiadas, con claro enfoque anticíclico, pueden coadyuvar a reducir el riesgo colectivo que los agentes asumen durante los períodos de euforia. También pueden ayudar a generar mejores incentivos para aquellos agentes financieros que se comportan de forma procíclica y están expuestos a industrias con altos riesgos sistemáticos.

C. Elección de instrumentos de protección frente al riesgo crediticio

Partiendo de los principios de contabilidad generalmente aceptados, las provisiones deben cubrir las *pérdidas previsibles*, aunque sean de magnitud indeterminada, y por lo tanto se registran como gas-

tos, mientras las reservas protegen contra las *pérdidas no previsibles* y forman parte del capital. La aplicación de estos principios debe conducir a que los bancos cobren una prima de riesgo sobre la tasa de interés de los préstamos para cubrir el costo de las provisiones, mientras los accionistas gestionan los riesgos no previsibles con las reservas patrimoniales, constituidas a partir de las utilidades después de impuestos.

Existe además otra diferencia entre provisiones y reservas relacionada con las señales que generan a los agentes del mercado. Un aumento de las provisiones, a través de la reducción de utilidades, transmite al mercado información clara sobre el riesgo que no se aprecia cuando se utilizan las reservas. Una entidad con déficit de provisiones aparece frente al mercado con utilidades sobrestimadas, lo cual induce precisamente a amplificar las variaciones cíclicas del crédito, además de reducir la transparencia de la información que reciben los accionistas y los tenedores de bonos de la entidad en cuestión.

Por otra parte, las pérdidas previsibles deben reflejarse, como ya se señaló, en las primas de riesgo que se incluyen en el costo de los préstamos. Si los ingresos generados por este concepto alimentan las utilidades en lugar de aumentar las provisiones, el resultado sería un subsidio de los deudores bancarios a los accionistas en perjuicio de la seguridad de los depósitos bancarios. Este comportamiento se reforzaría cuando existen expectativas de salvamento por parte del gobierno o cuando el seguro de depósitos es generoso, configurando casos típicos de "riesgo moral".

Las prácticas contables también distinguen entre provisiones *generales* y *específicas*. En la mayoría de los países, el cálculo de las provisiones específicas se realiza caso por caso para los préstamos co-

merciales y de forma conjunta para los créditos de consumo. Las provisiones generales se estiman a partir de grupos de préstamos, o bien de la cartera total. En algunos países, se consideran como reservas y por lo tanto como capital, mientras que en otros se sustraen de los activos, lo cual genera diferencias importantes en términos tributarios. La evidencia indica que los métodos utilizados para calcular provisiones generales son más flexibles y admiten la posibilidad de criterios prospectivos, en tanto que las provisiones específicas exigen la comprobación de que se ha producido un deterioro en la calidad de los activos y no toman en cuenta, por lo tanto, las consideraciones sobre la evolución futura del riesgo.

En algunos países, las autoridades (gobiernos o bancos centrales) determinan directamente el nivel de las provisiones. En otros, el sistema combina estas fórmulas regulatorias con instrumentos de evaluación interna del riesgo que emplean los intermediarios financieros. Para ello se utilizan métodos estadísticos basados en datos históricos, información sobre grupos pares y modelos más explícitos para evaluar el riesgo. Algunos países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (*OCDE*) permiten la constitución de provisiones prospectivas basadas en experiencias pasadas y en las expectativas acerca del futuro. Sin embargo, la mayor parte se orienta al corto plazo, utilizando un horizonte de un año para evaluar el riesgo y no consideran las variaciones previsibles asociadas al ciclo económico.

El caso más importante de provisiones prospectivas es el esquema español que se adoptó en diciembre de 1999. La característica principal de este esquema es la estimación del "riesgo latente", calculado con base en la experiencia histórica del país para un período suficientemente largo, que cubra al menos un ciclo económico completo. El esquema ge-

nera una dinámica en la que se acumulan provisiones durante los períodos de expansión económica y se recurre a ellos en épocas de recesión (Poveda, 2000; De Lis *et al.*, 2001). La innovación principal de este sistema es el reconocimiento explícito de que se incurre en riesgos desde el momento en que se aprueban y se desembolsan los créditos, y no cuando quedan en mora.

Más concretamente, según este esquema, es necesario calcular provisiones "estadísticas" o actuariales de los riesgos latentes para categorías homogéneas de créditos, según las pérdidas previsibles para cada tipo de activo (préstamos, garantías, inversiones de cartera interbancarias o de renta fija), con base en un ciclo económico completo. Para ello se puede utilizar el modelo de gestión de riesgo de la institución financiera o bien el modelo estándar propuesto por el Banco de España. Este último establece seis categorías de activos, con coeficientes de provisión anuales que van de 0% a 1,5%. Estas "provisiones estadísticas" deben acumularse en un fondo, junto con las provisiones especiales (es decir, las tradicionales para préstamos vencidos y activos improductivos) y con los activos improductivos recuperados¹⁵. El fondo puede utilizarse para cubrir pérdidas de créditos, por lo que reemplaza de hecho a los fondos especiales si hay recursos disponibles en cantidades adecuadas. Si esto sucede, las provisiones tendrán una dinámica similar al ciclo de crédito bancario.

Aunque la acumulación y el uso de los recursos del fondo creado a partir de las provisiones estadísticas y específicas tienen una dinámica anticíclica, en realidad sólo reflejan el patrón cíclico del crédito bancario. Por lo tanto, el sistema es en sentido es-

tricto neutral con respecto al ciclo y no anticíclico, pero ciertamente mejor que las provisiones procíclicas tradicionales sobre pérdidas de crédito y que las provisiones anticipadas basadas en horizontes de corto plazo.

Por lo tanto, un sistema de estas características debe tener como complemento un conjunto de provisiones prudenciales estrictamente anticíclicas, decretadas por la autoridad reguladora para el sistema financiero en su conjunto, o por la autoridad de supervisión para instituciones financieras concretas, sobre la base de criterios objetivos. Entre estos criterios se podrían incluir el ritmo de crecimiento del crédito, el sesgo del crédito hacia los sectores caracterizados por riesgos sistemáticos o el crecimiento del crédito en moneda extranjera a empresas de sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente. También pueden fomentarse las provisiones prudenciales de carácter voluntario. En ambos casos, es esencial que se garantice la deducibilidad tributaria de las provisiones. De hecho, las reglas contables y fiscales contribuyen a las fallas en la evaluación de riesgos porque, en general, obligan a registrar hechos que ya han sucedido, generando incentivos contrarios al desarrollo de sistemas de provisiones que incorporen principios claros de prevención de riesgos.

El análisis precedente indica que una política para gestionar de forma adecuada los efectos macroeconómicos de los ciclos de financiamiento en los países en desarrollo debe estar compuesta de: i) provisiones prospectivas sobre riesgos previstos o latentes que deben realizarse cuando se otorga el crédito, con base en la evaluación del riesgo en que incurren los intermediarios financieros a lo largo del ciclo económico; y ii) provisiones prudenciales anticíclicas más discrecionales pero basadas en una serie de criterios objetivos. Las provisiones específicas de-

¹⁵ El sistema español exige, además, provisiones generales equivalentes a 0%, 0,5% y 1% para diferentes clases de activos.

ben ser manejadas junto con las prospectivas, como ocurre en el caso de España. Como se verá en la parte D, estas disposiciones debe complementarse con regulaciones en otras áreas. Las reservas o las provisiones generales tienen un papel menos claro que, de hecho, no se puede diferenciar del que cumple el capital a la hora de cubrir pérdidas no previstas.

Un sistema de provisiones de este tipo es, sin duda, superior al posible uso de los requisitos de capital para manejar los efectos del ciclo económico. Los requerimientos de capital deben estar basados en criterios de solvencia de largo plazo, más que en el desempeño cíclico. En la medida en que los países en desarrollo tienden a enfrentar una mayor volatilidad macroeconómica, puede haber motivos para exigir mayores relaciones de capital a activos de riesgo, pero no para que los requerimientos de capital sean anticíclicos.

En cualquier caso, también debe tenerse en cuenta, que al aplicar estándares más estrictos para el manejo de los riesgos macroeconómicos en los países en desarrollo (en términos de provisiones, capital u otras variables), se estarán incrementando los costos de la intermediación financiera, lo cual reducirá la competitividad internacional y creará incentivos de arbitraje para utilizar como alternativa la intermediación financiera internacional. Asimismo, es evidente que las políticas prudenciales no eliminan los riesgos que pueden generar las políticas macroeconómicas procíclicas.

D. Tratamiento prudencial de los riesgos de monedas y de plazos y de la volatilidad de los precios de los activos

La experiencia indica que los descálces de monedas y de plazos son aspectos esenciales de las crisis financieras de los países en desarrollo. Por este mo-

tivo, la regulación prudencial debe establecer reglas estrictas para prevenir los descálces de monedas (incluidos los que tienen relación con las operaciones de protección cambiaria y otras similares) y para reducir los desequilibrios entre los vencimientos de activos y pasivos de los intermediarios financieros. Además, debe establecer requisitos complementarios de liquidez para manejar tales desequilibrios.

En el primero de estos casos, la mejor regla es la prohibición estricta de los descálces de monedas en las carteras de los intermediarios financieros. Además, las autoridades debe supervisar cuidadosamente la intermediación de los créditos externos de corto plazo. Como se ha visto, el riesgo cambiario de las empresas no financieras, sobre todo de las que operan en los sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente, puede llegar a convertirse en riesgo crediticio para los bancos¹⁶. Este hecho subraya la necesidad de mejorar la vigilancia de los riesgos cambiarios de tales empresas y, probablemente, de crear regulaciones especiales sobre el otorgamiento de crédito a las empresas de sectores no comercializables que tengan una cantidad considerable de pasivos en moneda extranjera. En particular, se pueden establecer provisiones más restrictivas y/o ponderar el riesgo de estas operaciones, o bien prohibir estrictamente los créditos en divisas para empresas no financieras que no tengan ingresos en moneda extranjera; las regulaciones de la cuenta de capitales deben establecer normas complementarias que rijan el endeudamiento externo de estas compañías.

Además, la regulación prudencial debe garantizar un nivel apropiado de liquidez para que los intermediarios financieros puedan manejar los descál-

¹⁶ Puede verse un análisis de los riesgos asociados a los sectores no comercializables internacionalmente en Rojas-Suárez (2001).

ces que se originan entre los vencimientos de activos y pasivos, que son inherentes a la función esencial del sistema financiero de transformar los plazos, pero que generan riesgos asociados a la volatilidad de los depósitos y/o de las tasas de interés. Esto subraya el hecho de que los problemas de liquidez y solvencia están mucho más interrelacionados de lo que se suele pensar, sobre todo frente a perturbaciones de origen macroeconómico. Los requisitos de encaje, que en sentido estricto son un instrumento de política monetaria, proporcionan liquidez en muchos países, pero su uso cada vez menos frecuente hace necesario buscar nuevas herramientas. Es más, su estructura tradicional no está adaptada al objetivo específico de garantizar liquidez a los intermediarios financieros ante los descargos de plazos que mantienen en sus carteras. Una innovación importante en esta área es el sistema creado en Argentina en 1995, en el que los requisitos de liquidez se basan en los vencimientos residuales de los pasivos de las instituciones financieras (es decir, en el número de días que quedan para su vencimiento)¹⁷. Estos requisitos de liquidez (o un sistema de encaje con características similares) tienen la ventaja adicional de que ofrecen un incentivo directo al sistema financiero para mantener una estructura de pasivos apropiada. La calidad de los activos con los que se pueden cumplir los requisitos de liquidez es obviamente un factor crucial. En este sentido, debe señalarse que al permitir que estos activos se invirtieran en bonos del sector público, se creó un factor de vulnerabilidad del sistema financiero ante el riesgo de incumplimiento de la deuda pública, que se materializó en el 2001.

La valoración de los activos que se usan como colateral también resulta problemática cuando el pre-

cio de esos activos es volátil puesto que, en muchos casos, las evaluaciones ex-ante pueden ser sustancialmente superiores a los precios ex-post. Por este motivo, deben establecerse límites al valor de los activos que se pueden utilizar como garantía y reglas para ajustar los valores de los colaterales a las variaciones cíclicas de los precios. Una línea de acción en este sentido es el cálculo del "valor para préstamos hipotecarios" (*mortgage lending value*), un procedimiento de valoración aplicado en algunos países europeos que refleja las tendencias de largo plazo del mercado inmobiliario a partir de las experiencias previas (Banco Central Europeo, 2000).

V. CONCLUSIONES

En este ensayo se ha explorado el uso complementario de dos instrumentos para manejar la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica de los intermediarios financieros nacionales. Estos instrumentos deben ser considerados un complemento de políticas macroeconómicas anticíclicas y, ciertamente, ninguno de los dos puede anular los riesgos que pueden derivarse de políticas macroeconómicas procíclicas.

En términos generales, las experiencias innovadoras en materia de regulación de la cuenta de capitales durante la década de 1990 indican que estos instrumentos pueden resultar útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento externo como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas (posiblemente de carácter temporal). Las principales ventajas de los requisitos de encaje no remunerados basados en incentivos de precios, en los que Chile y Colombia fueron pioneros, son su sencillez, su carácter no discrecional y su efecto neutro en las decisiones de endeudamiento de las

¹⁷ Banco Central de la República Argentina (1995), pp. 11-12.

empresas. El sistema malasio, de corte más cuantitativo, demostró tener efectos macroeconómicos más fuertes en el corto plazo. Los controles cambiarios tradicionales, también de carácter cuantitativo, pueden resultar igualmente útiles si el objetivo de la política macroeconómica es reducir de forma sustancial la sensibilidad macroeconómica a los flujos internacionales de capital.

Las regulaciones directas de la cuenta de capitales pueden ser sustituidas, en parte, por mecanismos de regulación y supervisión prudencial. Sin embargo, el principal problema de esta opción es que la regulación prudencial tiene sólo efectos indirectos sobre los pasivos en moneda extranjera de los agentes no financieros y, de hecho, normas más estrictas de carácter prudencial pueden evadirse contratando créditos directamente en el extranjero. Por consiguiente, es necesario complementar estas medidas con otras que desincentiven el endeudamiento externo de estas empresas. Así, el encaje a los ingresos de capital puede ser más fácil de administrar que un sistema basado en regulaciones prudenciales. En el caso del sector público, la regulación directa de los créditos externos debe combinarse con una estrategia orientada a desarrollar mercados nacionales profundos de títulos de deuda pública.

La regulación y la supervisión prudencial deben tener en cuenta no sólo los riesgos microeconómicos, sino también los macroeconómicos, que están asociados a los ciclos de financiamiento externo. En particular, los instrumentos deben diseñarse de forma tal que introduzcan un elemento anticíclico en la regulación y supervisión prudencial. Más espe-

cíficamente, en este ensayo se propone una línea regulatoria en la que se combinen: i) provisiones prospectivas para riesgos latentes, que se calculan en el momento de otorgar el crédito, sobre la base de los riesgos crediticios previsible a lo largo del ciclo económico completo (ésta es la solución adoptada por las autoridades españolas), y ii) provisiones prudenciales anticíclicas más discrecionales, aplicadas por la autoridad regulatoria al sistema financiero en su conjunto, o bien por la autoridad de supervisión a instituciones financieras específicas, sobre la base de criterios objetivos (la tasa de crecimiento del crédito o el crecimiento del crédito destinado a determinadas actividades riesgosas). Los requisitos de capital deben regirse por criterios de solvencia de largo plazo y, como tales, no deben ser anticíclicos, pero puede ser recomendable que aquellos países que enfrenten fuertes fluctuaciones cíclicas exijan a los intermediarios financieros mantener mayores relaciones de capital a activos de riesgo.

Un sistema de regulación y supervisión prudencial anticíclico debe contar con regulaciones complementarias en otras áreas. En particular, la regulación prudencial debe establecer reglas estrictas para prevenir descualces de monedas, incluidos aquellos en que incurren las empresas que operan en sectores productores de bienes y servicios no comercializables internacionalmente, cuando se endeudan en moneda extranjera. Adicionalmente debe establecer requisitos de liquidez para manejar los descualces de plazos entre los activos y pasivos de los intermediarios financieros, y reglas para valorar los activos fijos que garantizan los préstamos.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, Manuel (1998), "Capital Inflow and Investment Performance: Chile in the 1990s", *Capital Inflows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), París y Santiago de Chile, Centro de Desarrollo de la OCDE/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Versión en español.
- ____ y Ricardo, Ffrench-Davis (2001), "Managing Capital Inflows in Chile", *Short-term Capital Flows and Economic Crises*, Stephany Griffith-Jones, Manuel F. Montes y Anwar Nasution (comps.), Nueva York y Helsinki, Oxford University Press/ Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (Widet), Universidad de Naciones Unidas.
- Ariyoshi, Akira *et al.* (comps.) (2000), "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", Occasional Paper N° 190, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Banco Mundial (1999), *Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1998-1999. Beyond Financial Crisis*, Washington, D.C.
- BCE (Banco Central Europeo) (2000), *Asset Prices and Banking Stability*, Francfort, abril.
- BCRA (Banco Central de la República Argentina) (1995), *Informe Anual*, Buenos Aires, octubre.
- BIP (Banco de Pagos Internacionales) (2001), *71° Informe Anual*, Basilea, junio.
- Bordo, Michael *et al.* (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, N° 32, abril.
- Borio, Claudio; Craig, Furfine y Philip, Lowe (2001), "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- Cárdenas, Mauricio y Felipe, Barrera (1997), "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, N° 1, octubre.
- Cárdenas, Mauricio y Roberto, Steiner (2000), "Private Capital Flows in Colombia", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- Cepal (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2002), *Growth with Stability: Financing for Development in the New International Context*, serie Libros de la Cepal, N° 67 (LC/G.2171-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas. Versión en español Cepal/Alfaomega
- ____ (1998), *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, serie Libros de la Cepal, N° 47 (LC/G.1997/Rev.1-P), Santiago de Chile, Cepal.
- Clerc, Laurent; Françoise, Drumetz y Oliver, Jaudoin (2001), "To What Extent are Prudential and Accounting Arrangements Pro- or Countercyclical with Respect to Overall Financial Conditions?", *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- De Gregorio, José; Sebastián, Edwards y Rodrigo, Valdés (2000), "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", *Journal of Development Economics*, vol. 63, N° 1, octubre.
- De Lis Fernández, Santiago; Jorge, Martínez y Jesús, Saurina (2001), "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers N° 1, Basilea, marzo.
- Díaz-Alejandro; Carlos, F. (1988), *Trade, Development and the World Economy. Selected Essays*, Andrés Velasco (comp.), Oxford, Basil Blackwell.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Guillermo Larraín (2002), "How Optimal are the Extremes? Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis", Wider Discussion Paper N° 2002/18, Helsinki, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/ Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (Wider). Versión publicada en libro Ffrench-Davis/Griffith-Jones.
- García, Márcio G.P. y Marcus Vinicius F. Valpassos (2000), "Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crisis: The Case of Brazil in the 1990s", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- Habermeier, Karl (2000), "India's Experience with the Liberalization of Capital Flows Since 1991", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi *et al.* (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Heyman, Daniel (2000), "Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política", *Revista de la Cepal*, N° 70, Santiago de Chile.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1998), *World Economic Outlook, 1998. Financial Crises: Characteristics and Indi-*

- cators of Vulnerability*, Washington, D.C., mayo. Versión en español.
- J. P. Morgan (1998), *World Financial Markets*, Nueva York, 7 de octubre.
- Kaplan, Ethan y Dani, Rodrik (2002), "Did the Malaysian Capital Controls Work?", en Edwards, S. y Frankel, J. editores, *Preventing Currency Crises Emerging Markets*. The University of Chicago Press for the NBER.
- Krugman, Paul y Lance, Taylor (1978), "Contractionary Effects of Devaluations", *Journal of International Economics*, N° 8.
- Larraín, Felipe; Raúl, Labán y Rómulo, Chumacero (2000), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Felipe Larraín (comp.), Ann Arbor, Michigan, The University of Michigan Press.
- Laurens, Bernard (2000), "Chile's Experience with Controls on Capital Inflows in the 1990s", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi et al. (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Le Fort, Guillermo y Sergio Lehmann (2000), "El Encaje, los Flujos de Capitales y el Gasto: una Evaluación Empírica", *Documento de Trabajo*, N° 64, Banco Central de Chile, febrero.
- Minsky, Hyman P. (1982), *Can 'It' Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe Inc.
- Mishkin, Frederic (2001), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6th Edition, Toronto, Addison Wesley Longman.
- Nayyar, Deepak (2002), "Capital Controls and the World Financial Authority. What Can we Learn from the Indian Experience?", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Ocampo, José Antonio (2003a), "International Asymmetries and the Design of the International Financial System", *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, Albert Berry (comp.), New Brunswick, New Jersey, Transaction Publishers, Versión definitiva publicada.
- _____(2003b), "Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in a Globalized World", *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt y Jaime Ros (comps.), Aldershot, Edward Elgar.
- ____y Camilo Tovar (2003), *Revista de la Cepal*.
- _____(1998), "Capital Flows, Savings and Investment in Colombia, 1990-1996", *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), París y Santiago de Chile, Centro de Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Versión en español.
- Otker-Robe, Inci (2000), "Malaysia's Experience with the Use of Capital Controls", *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Occasional Paper N° 190, Akira Ariyoshi et al. (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Palma, Gabriel (2002), "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Persaud, Avinash (2000), *Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*, Londres, State Street.
- Poveda, Raimundo (2000), *La Reforma del sistema de provisiones de insolvencia*, Madrid, Banco de España, enero.
- Rajaraman, Indira (2001), "Management of the Capital Account: A Study of India and Malaysia", New Delhi, Instituto Nacional de Políticas y Finanzas Públicas, marzo, inédito.
- Reddy, Y.V. (2001), "Operationalising Capital Account Liberalisation: The Indian Experience", *Development Policy Review*, vol.19, N°1, Instituto de Desarrollo de Ultramar, marzo.
- Reisen, Helmut (2002), "Ratings Since the Asian Crisis", Wider Discussion Paper N° 2002/02, Helsinki, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (Wider). Versión publicada en libro Ffrench-Davis/Griffith-Jones.
- Rodrik, Dani y Andrés, Velasco (2000), "Short-Term Capital Flows", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Rojas-Suárez, Liliana (2001), "Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets", Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, octubre, inédito.
- Ros, Jaime (2001), "From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: Mexico in the 1990s", *Financial Crises in 'Successful' Emerging Economies*, Ricardo Ffrench-Davis (comp.), Washington, D.C., y Santiago de Chile, Brookings Institution/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *NBER Working Paper Series*, N° 5563, Cambridge, Massachusetts, mayo.
- Stiglitz, Joseph E. (1994), "The Role of State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington, D.C., Banco Mundial.

- Stiglitz, Joseph E. y Amar Bhattacharya (2000), "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Taylor, Lance (1998), "Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilisation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6, noviembre.
- Turner, Philip (2002), "Procyclicality of Regulatory Ratios", *International Capital Markets. Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Valdés-Prieto, Salvador y Marcelo Soto (1998), "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile", *Empirica*, N° 25, Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2003), "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes", *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, Albert Berry (comp.), New Brunswick, New Jersey, Transaction Publishers, por aparecer.
- Williamson, John (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional, septiembre.