



FINANZAS *para el* CRECIMIENTO ECONÓMICO

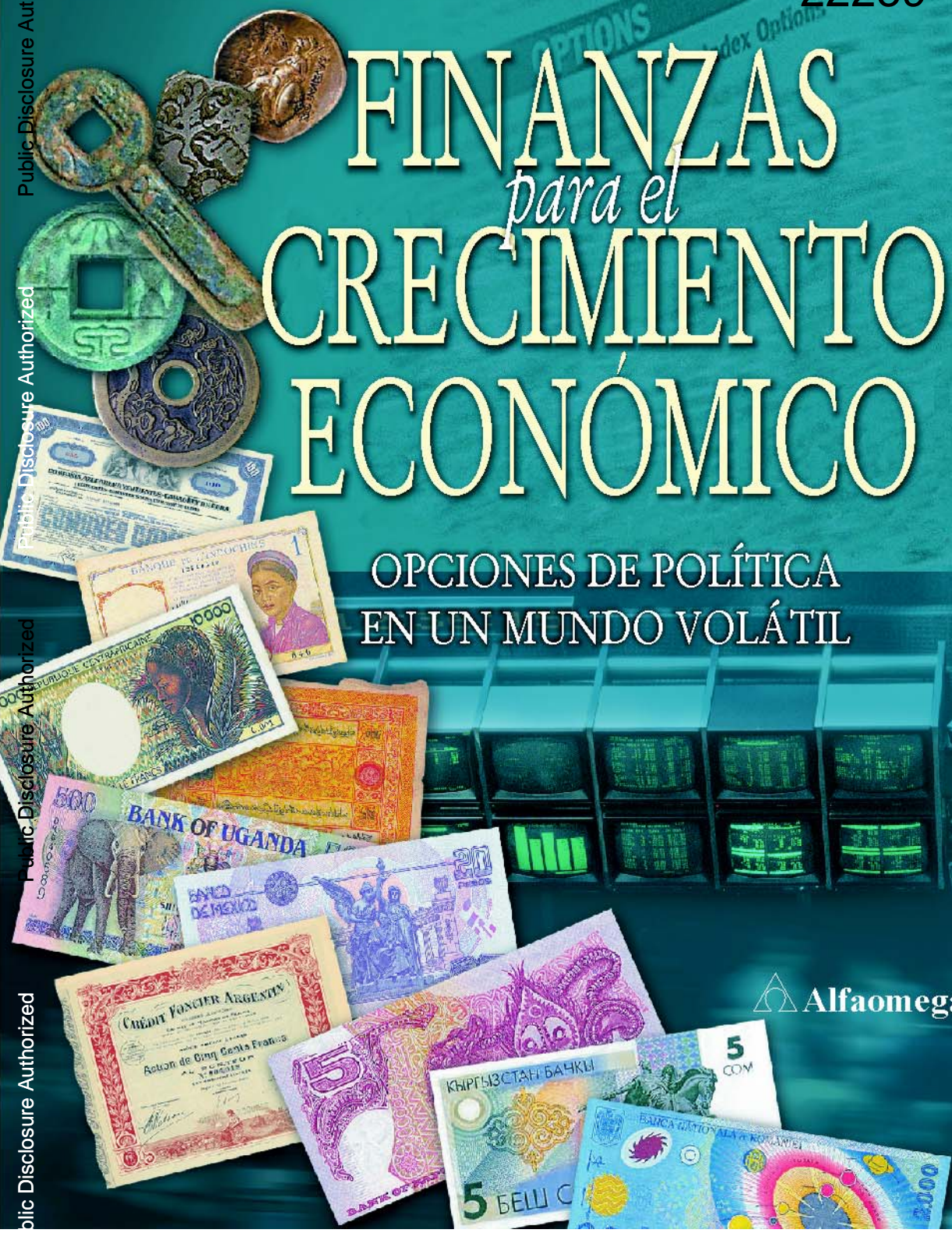
OPCIONES DE POLÍTICA EN UN MUNDO VOLÁTIL

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized



22239

ECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA

22239

FINANZAS PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Opciones de política en un mundo volátil

A WORLD BANK POLICY RESEARCH REPORT

Banco Mundial

 **Alfaomega**

Los resultados, interpretaciones y conclusiones que se expresan en este documento corresponden a los autores y no se deben atribuir de modo alguno al Banco Mundial, sus organizaciones afiliadas o los miembros de su Directorio Ejecutivo ni a los países a quienes éstos representan. El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que aparecen en esta publicación y no acepta responsabilidad alguna por las consecuencias que puedan derivarse de su utilización. Las fronteras, colores, denominaciones y otra información que aparezca en algún mapa de este volumen no implican juicio alguno respecto a la situación jurídica de algún territorio; tampoco indican que el Grupo del Banco Mundial reconoce o acepta dichas fronteras. El material de esta publicación está protegido por el derecho de propiedad intelectual. Las solicitudes de autorización para reproducir partes de esta publicación deben enviarse a la Oficina del Editor, a la dirección indicada. El Banco Mundial fomenta la difusión de su trabajo y normalmente concederá el permiso con prontitud y sin cargo alguno cuando la reproducción no tenga finalidades comerciales.

Título original de la obra: Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World.
Publicado por Oxford University Press

©2001 The International Bank for Reconstruction
and Development / The World Bank

Copyright © 2001 Banco Internacional de Reconstrucción
y Fomento / BANCO MUNDIAL
1818 H Street, N.W.,
Washington, D.C. 20433, EE.UU.
Todos los derechos reservados

Para esta edición:

© 2001 Banco Mundial en coedición
con Alfaomega Colombiana S.A.
Primera edición diciembre de 2001

ISBN: 958-682-309-1

© 2001 ALFAOMEGA GRUPO EDITOR, S.A. de C.V.
Pitágoras 1139, Col. Del Valle, 03100 México, D.F.

Traducción: María Elvira García Ogliastri
Diseño de cubierta: Banco Mundial
Fotografías de cubierta: Museo Británico y Danny Lehman/Corbis.
Edición y diagramación: Alfaomega Colombiana S.A.
Impresión y encuadernación: Quebecor World Bogotá.

Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia

ÍNDICE

PREFACIO	ix
EQUIPO DEL INFORME	xiii
ABREVIATURAS	xv
ASPECTOS GENERALES Y RESUMEN	xvii
RESUMEN	xxi
Las implicaciones políticas y aplicaciones específicas	xli
La próxima generación de investigación	xliv
Capítulo 1	
HACER EFECTIVAS LAS FINANZAS	1
Cómo ayudan las finanzas	4
Estructura	15
La infraestructura financiera	28
Acceso	40
Conclusiones	47
Capítulo 2	
PREVENIR Y MINIMIZAR LAS CRISIS	49
Por qué las finanzas han sido tan frágiles... y permanecen así	52
Regulación de bancos: instrumentando el mercado	66
Redes de seguridad del sector financiero	83
Conclusiones	99
Capítulo 3	
EL FRACASO GUBERNAMENTAL EN LAS FINANZAS	101
¿Burócratas como banqueros?	102
Los gobiernos como administradores provisionales	121
Conclusiones	137

Capítulo 4

¿FINANZAS SIN FRONTERAS?	139
La liberalización de la cuenta de capital: costos y beneficios	142
Los servicios financieros: permitir la oferta extranjera	145
Abrir el mercado de instrumento capital contable	153
Flujos de deuda, intereses y tasas de cambio	163
En el futuro: tecnología y comunicaciones	176
Conclusiones	180
 BIBLIOGRAFÍA	 183

LISTAS DE FIGURAS, RECUADROS Y TABLAS

FIGURAS

1	Profundización financiera e ingreso per cápita	xxii
2	Profundización financiera y crecimiento	xxiii
3	Relación de banca a mercado y PIB per cápita	xxiii
4	Pobreza en Asia Oriental antes y después de las crisis financieras	xxviii
5	Propiedad estatal de los activos bancarios e ingreso per cápita	xxxii
6	Sistemas financieros nacionales clasificados por tamaño	xxxvii
7	Comparación de la participación de la propiedad extranjera y estatal en países en crisis y sin crisis	xxxviii
1.1	Desarrollo financiero e ingreso per cápita	5
1.2	Desarrollo financiero en el tiempo	6
1.3	Impacto simple y modelado del desarrollo financiero sobre el crecimiento	8
1.4	Profundidad financiera y volatilidad macroeconómica	10
1.5	Contribución relativa del desarrollo financiero a la productividad e intensidad del capital	12
1.6	Tres medidas del desarrollo relativo de los bancos y los mercados de títulos organizados	17
1.7	Promedio de apalancamiento de firmas inscritas en las economías industrializadas y en desarrollo	22
1.8	Extensiones de la intermediación	23
1.9	Medidas del mercado accionario y el desarrollo bancario	25
1.10	Valor del mercado de firmas de propiedad familiar como un porcentaje del valor total del mercado de capital de las 20 firmas tope	26
1.11	“Y el dueño es... el grupo de la familia de Suharto”.	27
2.1	Costos fiscales totales (incremento en el monto de deuda pública) relativos al PIB en el año de la crisis	59
2.2	Estimativos de los costos fiscales y desaceleración productiva para 39 crisis bancarias	62

2.3	Volatilidad por regiones, 1970-99	63
2.4	Volatilidad en los mercados de activos	64
2.5	Clasificación de préstamos por debajo del estándar, 1997	73
2.6	Deuda subordinada en Argentina, 1996-99	84
2.7	Sistemas explícitos de seguros de depósitos: el incremento del seguro de depósito alrededor del mundo, 1934-1999	85
2.8	Cobertura del seguro de depósito	88
2.9	Seguros de depósito: beneficios netos	95
3.1	Propiedad estatal en la banca, 1998-99	103
3.2	Propiedad gubernamental de los activos bancarios	104
3.3	Argentina: préstamos no desempeñados, 1991	112
3.4	Préstamos a empresas estatales en Argentina	112
3.5	Propiedad gubernamental de los bancos durante la crisis del Asia Oriental	122
3.6	Evolución específica de tres bancos a través de una crisis: firme, rescatable y quebrado	133
4.1	Participación de las economías en desarrollo en el stock agregado monetario mundial (M2)	141
4.2	Incremento en la participación del mercado de bancos con propiedad mayoritaria extranjera, países seleccionados, 1994 y 1999	148
4.3	Impacto estimado de la entrada de bancos extranjeros en el desempeño bancario doméstico	151
4.4	Stock de posesiones extranjeras de (en bruto) deuda y capital, 1997	154
4.5	Fechas de liberalización del mercado de capitales	156
4.6	Impacto de la liberalización en la amplitud de los ciclos del precio de las acciones	159
4.7	Descuento del fondo nacional: México 1993-99	162
4.8	Rendimientos reales de las letras del tesoro para países industrializados y en desarrollo	169

RECUADROS

1.1	Utilizar coeficientes regresivos para observar los efectos políticos	9
1.2	Las finanzas como un sector exportador	15
1.3	Tiempo, ingreso e inflación: hechos estilizados sobre la profundidad financiera	19
2.1	La pobreza y las crisis	50
2.2	Sistema bancario de segundo piso	68
2.3	Propuestas de deuda subordinada	82
2.4	¿La existencia del seguro de depósito?	86
2.5	Valor implícito del seguro de depósito para los accionistas del banco	93
3.1	Economía política y política financiera	108
3.2	¿Puede la privatización bancaria ser sostenida?	113
3.3	La subida, la prolongación y caída de los bancos estatales en África	115

3.4	Saqueo en la República de Checoslovaquia	119
3.5	La intervención fija la etapa para la próxima crisis	127
3.6	Lecciones de la Corporación Financiera de Reconstrucción (Reconstruction Finance Corporation, RFC)	134
3.7	La experiencia sueca: ¿Un Saab en cada garaje?	136
4.1	Recibos depositarios y fondos nacionales	146
4.2	La pobre secuencia de la liberalización financiera de la República de Corea	167
4.3	La teoría de las crisis gemelas: moneda y banca	171
4.4	Los derivados y la evasión del control de capitales	172
4.5	Dolarización: Los efectos a través de la dolarización en el precio de los activos	174

TABLAS

1.1	Efectos sobre la disponibilidad del crédito de adoptar un modelo de récord de crédito sólo negativo para diferentes tasas de insolvencia	47
2.1	Colapsos financieros seleccionados (agrupados por el objeto de la especulación)	55
2.2	Hoja típica de balance	71
3.1	Impacto individual estimado de una propuesta acomodada para resoluciones políticas	126
4.1	Tasas de interés real	168

PREFACIO

El Grupo del Banco Mundial ha reconocido por largo tiempo que la reducción de la pobreza y el crecimiento dependen de sistemas financieros nacionales efectivos. Entender cómo las finanzas contribuyen al desarrollo –y cómo una buena política puede ayudar a garantizar su contribución– ha sido el enfoque de la mayoría de los esfuerzos investigativos del Banco Mundial en años recientes. Esta investigación incluye análisis sistemáticos de estudio de casos de la experiencia de países específicos, como también análisis econométricos recientes de amplios grupos de datos a través de los países... *Finanzas para el crecimiento* refleja esta investigación y la utiliza para desarrollar un punto de vista integrado de cómo la política del sector financiero puede usarse en el nuevo siglo para ayudar al crecimiento y la reducción de la pobreza.

Las finanzas trabajan ocultas; pero cuando las cosas van mal, las fallas del sector financiero son dolorosamente visibles. Tanto el éxito como el fracaso tienen en gran parte sus orígenes en el entorno político. La política necesita crear y apoyar la infraestructura institucional –en áreas como la información, la legislación y la reglamentación– que es esencial para el fácil funcionamiento de los contratos financieros. Sobre todo, los agentes políticos necesitan trabajar con el mercado para ayudar a alinear los incentivos privados con los intereses públicos. En tanto, el costo decreciente de las comunicaciones y la tecnología de información conduce a una mayor integración de los mercados financieros globales, los agentes políticos enfrentan nuevos desafíos para asegurar este alineamiento. Los gobiernos deben prepararse para rediseñar unas políticas que permitan hacer uso de las ventajas de las oportunidades resultantes de la integración global y defenderse de los riesgos asociados.

Este libro refleja la más reciente investigación que confirma algunos de los puntos de vista largamente sostenidos y desafía otros. Algunos comentaristas han considerado por largo tiempo las finanzas como irrelevantes para conducir una reducción de la pobreza; pero la evidencia muestra claramente que el desarrollo financiero tiene un papel fuerte e independiente para in-

crementar la prosperidad general. Los países que construyen un entorno institucional seguro para los contratos financieros y hacen posible la prosperidad del sistema bancario y de los mercados de títulos organizados, verán sus esfuerzos producir frutos en la lucha contra la pobreza.

La adecuada regulación de las firmas financieras es una parte esencial de esta historia. Pero la regulación resulta también crecientemente compleja y, en ese sentido, este libro brinda algunas pautas para negociar esta complejidad. Los agentes políticos deben poner especial atención en los incentivos creados por el sistema regulatorio: deben alinear los incentivos privados con el interés público de forma que el control de las instituciones financieras por parte de los supervisores oficiales esté apoyado por la supervisión de los participantes del mercado. Es evidente que el mejor resultado dependerá de las circunstancias de cada país; por ejemplo, en algunos países la introducción de un seguro de depósito explícito necesita apoyarse en un reforzamiento institucional complementario.

Aunque los gobiernos tienen mucho que hacer, hay áreas en donde el sector público tiende a carecer de ventajas comparativas, especialmente en la propiedad de las firmas financieras. De nuevo el problema es de consideraciones políticas y de incentivos. Entre otros problemas, las decisiones a menudo no están basadas en consideraciones de eficiencia, sino en deseos y gratificaciones que favorecen intereses de grupos particulares. Por esta razón, una privatización bien concebida puede rendir considerables beneficios sociales. Aun cuando en una crisis los gobiernos encuentran ventajoso tomar el control de los bancos, su objetivo debe ser salir nuevamente, tan pronto como sea práctico, teniendo presente las amenazas de insolvencia y saqueo por los miembros pertenecientes al banco, si la privatización tiene lugar demasiado rápido en un entorno institucional débil.

Muchos países confían exageradamente en las firmas extranjeras para proveer algunos servicios financieros, tendencia que inevitablemente continuará. Por alguna razón, los sistemas financieros de casi todas las economías son pequeños en relación con las finanzas mundiales. Por otra, la Internet y las tecnologías relacionadas incrementan la porosidad de las fronteras financieras nacionales. Aun cuando los gobiernos necesitan adoptar controles del capital sobre los flujos de entrada en algunas circunstancias, deberán ser prudentes para abstenerse de utilizar políticas que protejan las firmas financieras domésticas de la competencia extranjera. La evidencia demuestra que el crecimiento y la estabilidad en las economías nacionales se logran al asegurar el acceso a los más eficientes y prominentes proveedores de servicios financieros. Aunque la apertura financiera introduce nuevos canales para importar distorsiones económicas del extranjero, las ganancias superan estos riesgos.

Los nuevos desarrollos en las comunicaciones y en la tecnología informativa constituyen también un importante conductor para las finanzas. No sólo internacionalizarán las finanzas, sino que también ayudarán a extender su alcance, por consiguiente incrementan crucialmente el acceso de empresas pequeñas y otros hasta ahora excluidos en la práctica del sistema financiero formal. Por supuesto las finanzas informales continuarán siendo importantes y es uno de los temas tratados en el próximo “Informe del desarrollo mundial, 2001/2002: instituciones para el mercado” que será complementario de este libro.

Si se realizan, las reformas financieras propuestas aquí pueden tener importantes –a veces intangibles– efectos en la expansión de la prosperidad económica. Al mismo tiempo, muchas de estas reformas encontrarán oposición de los intereses de grupos poderosos. Los obstáculos son grandes. El Grupo del Banco Mundial está comprometido a continuar el trabajo con los países miembros, para desarrollar e implementar las reformas que los ayuden a diseñar políticas nacionales que estén firmemente basadas en la evidencia empírica y reflejen las buenas prácticas de otros países.

NICHOLAS STERN
Ejecutivo Vicepresidente y Jefe Económico
Banco Mundial, marzo 2001.

EQUIPO DEL INFORME

Este informe de investigación de política fue escrito por Gerard Caprio (Grupo de Desarrollo Investigativo y Estrategias del Sector Financiero y Departamento Político) y Patrick Honohan (Grupo de Desarrollo Investigativo) con la ayuda editorial de Mark Feige. Recoge resultados de la recopilación y síntesis de datos provenientes del programa de investigación sobre aspectos del sector financiero guiados por Paul Collier y Lyn Squire. La investigación original base de este reporte incluye trabajos de los autores y de Thorsten Beck, Craig Burnside, Robert Cull, Ash Demirgüç-Kunt, David Dollar, James Hanson, Philip Keefer, Leora Klapper, Aart Kraay, Ross Levine (ahora en la Universidad de Minnesota), Millard Long, Giovanni Majnoni, Maria Soledad Martínez-Peria y Sergio Schmukler.

Los autores se beneficiaron de las conversaciones y comentarios de la Junta del Sector Financiero y de Amar Bhattacharya, Biagio Bossone, Craig Burnside, Constantijn Claessens, Paul Collier, Simeon Djankov, Bill Easterly, Alan Gelb, Thomas Glaessner, James Hanson, Daniel Kaufmann, Hiro Kawai, Michael Klein, Daniela Klingebiel, Luc Leaven, Carl-Johan Lindgren (FMI), Millard Long, Giovanni Majnoni, Donal Mathieson (FMI), Frederic Mishkin (Universidad de Columbia), Ashoka Mody, Jo Ann Paulson, Larry Promisel, Jo Ritzen, Luis Servén y Mary Shirley, muchos de los cuales contribuyeron también con investigación básica. Una buena parte de la investigación se originó en los grandes proyectos investigativos del Banco Mundial: “Estructura financiera” (dirigido por Ash Demirgüç-Kunt y Ross Levine) y “Seguro de depósito” (dirigido también por Ash), y los datos recogidos en el más reciente proyecto “Regulación y supervisión bancaria” (por James Barth, Ross Levine y Gerard Caprio), llegaron a tiempo para contribuir a este libro. Los miembros del Grupo de Trabajo del Foro de Estabilidad Financiera sobre “Seguro de depósito” hicieron provechosas sugerencias al capítulo 2. Los autores reconocen la excelente asistencia investigativa de Anqing Shi, Iffath Sharif y Ying Lin y el maravilloso soporte administrativo de Agnes Yaptenco. Polly Means efectuó una excelente contribución a los gráficos y al diseño. El

equipo de Publicaciones del Banco Mundial coordinó el diseño del libro, la edición, la producción y la distribución.

Las opiniones expresadas en este informe no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Junta de Directores del Banco Mundial o de los gobiernos que ellos representan.

ABREVIATURAS

ADR	American depositary receipt (RD-Recibo depósito)
AMC	Asset management company (CAA-compañía de administración de activos)
DIS	Deposit insurance system (Sistema de seguro de depósito)
DR	Depositary receipt (RD-recibo depositario)
EU	European Union (UE-Unión Europea)
FDI	Foreign direct investment (IED-Inversión externa directa)
GCB	Ghana Commercial Bank
GDP	Gross domestic product (PIB-producto interno bruto)
GDR	Global depositary receipt
GNP	Gross national product (PNB-producto nacional bruto)
IAS	International Accounting Standard
IPO	Initial public offering (ofrecimiento inicial público)
LOLR	Lender-of-last-resort (Prestamista de última instancia)
LTCM	Long Term Capital Management (administración de capital a largo plazo)
M2	Broad money (oferta monetaria ampliada)
NAFTA	North American Free Trade Agreement (Tratado de Libre Comercio de América del Norte)
NBC	National Bank of Commerce
NPL	Nonperforming loans (préstamos no desempeñados)
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development (ODCE-Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica)
PPP	Purchasing power parity (paridad del poder de compra)
RFC	U.S. Reconstruction Finance Corporation (Corporación Financiera de Reconstrucción de los EUA).
SEC	Securities and Exchange Commission
SME	Small and medium-size enterprises (PIME-pequeñas y medianas empresas)
SOE	State-owned enterprise (empresas estatales)
UCB	Uganda Commercial Bank

ASPECTOS GENERALES Y RESUMEN

Tan pronto como se calmó la conmoción de la gran crisis financiera de 1997-98, se manifestaron las consecuencias desastrosas en los mercados financieros débiles. Pero aun sin crisis, tener un sistema financiero que trabaje bien en entregar servicios esenciales puede originar una enorme diferencia en el desarrollo económico de un país. Asegurar un sector financiero robusto con el mínimo riesgo de crisis es esencial para el crecimiento y para la reducción de la pobreza, como lo demuestran repetidamente los recientes resultados investigativos. La globalización agrega desafíos a todo el diseño del sector financiero y potencialmente reemplaza a los proveedores domésticos por internacionales en algunos de estos servicios, a la vez que limita el papel que el gobierno puede desempeñar, mientras ejecuta sus restantes tareas que son más difíciles.

La importancia de adoptar correctamente decisiones de política financiera de gran envergadura surge entonces como uno de los desafíos del desarrollo en el nuevo siglo. La controversia causada por las crisis tal vez ha señalado la debilidad de los puntos de vista de las políticas doctrinarias sobre cómo alcanzar el desarrollo. Entonces, ¿cómo pueden los agentes financieros posicionarse? Este libro busca entregar un método coherente para el diseño de las políticas financieras, que ayude a los funcionarios a encontrar opciones políticas prudentes capaces de adaptarse a las circunstancias locales y al tamaño de las oportunidades ofrecidas por el entorno internacional. Las finanzas pueden ser una fuerza poderosa para el crecimiento con opciones políticas adecuadas.

El libro no se apoya en la aplicación de algunos principios abstractos; al contrario, nuestras conclusiones están basadas en un análisis de la evidencia concreta. Aunque queda mucho por aprender, en los últimos años ha efectuado un enorme volumen de análisis empírico sobre estas materias, basado en un creciente cuerpo de datos estadísticos. Los resultados de esta investigación ayudan en gran parte a aclarar las opciones que están involucradas. Muchas creencias sostenidas por largo tiempo han encontrado por primera vez con-

Implementar políticas financieras es uno de los puntos claves para el desarrollo

Este informe presenta un análisis de la evidencia

firmación empírica detallada; y se han hecho algunos descubrimientos, tal vez sorprendentes.

En otras palabras, nosotros estamos solicitando a los agentes políticos que enfrenten algunos aspectos de las finanzas. Ahora es posible definir con alguna confianza la necesidad de reenfocar y profundizar la agenda política del sector financiero. En este estudio, nosotros identificamos y sintetizamos lo que creemos que son los resultados claves de la investigación reciente en el sector financiero, dirigida por el Banco Mundial y otros, señalando las opciones políticas que maximizarán el crecimiento y restaurarán el sector financiero como un sector clave para ayudar a contener la volatilidad —en vez de magnificarla—. Unos mensajes claves han resultado de esta investigación.

Las finanzas contribuyen a la prosperidad a largo plazo

Es obvio que las economías avanzadas han sofisticado sus sistemas financieros. Lo que no es obvio, pero está corroborado por la evidencia, es que los servicios provenientes de estos sistemas financieros han contribuido en una forma importante a la prosperidad de estas economías. Promueven el crecimiento y reducen la volatilidad, ayudando a los pobres. Lograr que los sistemas financieros de los países en desarrollo funcionen efectivamente para ofrecer servicios financieros a todo nivel —incluyendo el control de los administradores y la reducción del riesgo— es la tarea gratificada con el crecimiento económico.

La participación gubernamental en el sistema bancario continúa siendo amplia, no obstante que la evidencia demuestra que las metas de tal participación son raramente alcanzadas y que debilita el sistema financiero en lugar de fortalecerlo. La necesidad de reducir, aun cuando no necesariamente eliminar, la banca estatal en los países de ingreso bajo y medio, en donde ésta está ampliamente extendida, surge de esta evidencia. Sin embargo, la privatización debe diseñarse cuidadosamente si se pretende obtener beneficios y minimizar los riesgos de un colapso temprano.

Los gobiernos no son aptos para ofrecer servicios financieros aun cuando una crisis golpee

Los gobiernos opuestos a su papel de propietarios dentro del sistema bancario se encuentran forzados a ello durante una crisis. El objetivo o prioridad de las autoridades entonces debe ser salirse tan pronto como sea posible, utilizando el mercado, en vez de las agencias gubernamentales, para identificar a los ganadores y los perdedores. En crisis verdaderamente sistemáticas, parece inevitable utilizar los fondos públicos para recapitalizar algunos bancos, pero ellos deben utilizarse cuidadosamente para apalancar los fondos privados y el establecimiento de incentivos. Dilatar y crear medidas a medias —reflejadas en las políticas negligentes incluyendo la paciencia regulatoria, recapitalizaciones repetidas y sus semejantes— tienen un alto precio que afectará el sistema financiero y la economía por largos años.

Lograr un entorno eficiente y seguro para el mercado financiero requiere una infraestructura legal y práctica, así como de información verídica y oportuna, apoyada por reglamentaciones y controles que ayuden a construir y asegurar incentivos para los participantes del mercado. El éxito en este aspecto promoverá el crecimiento inclinado hacia los más pobres y estabilizará la economía alrededor de una senda de alto crecimiento; el acceso directo a las finanzas se extenderá a muchos hasta ahora excluidos.

Los incentivos son claves para limitar la indebida toma de riesgos y el comportamiento fraudulento en la administración y supervisión de los intermediarios financieros, especialmente en los bancos que son propicios a colapsos costosos. La inestabilidad y los colapsos son endémicos a los mercados financieros, pero no necesitan ser tan costosos como lo han sido en años recientes. Ellos reflejan el resultado de haber llevado el riesgo más allá de la tolerancia de riesgo de la sociedad. Estos costos son muy reales: representan un impuesto potencialmente persistente sobre el crecimiento. A corto plazo pueden aumentar la pobreza y pueden tener efectos de largo plazo en los más pobres a través de un bajo crecimiento y de la reducción de los gastos en áreas como la salud y la educación.

Los sistemas de seguro de depósito, un importante aspecto de la red de seguridad que apoya a la banca, están en crecimiento en los países en desarrollo. No es difícil ver por qué: un sistema confiable no sólo protege contra los retiros masivos de los depositantes, sino que además son políticamente populares –no menos con los propietarios locales de bancos pequeños. Sin embargo, la evidencia reciente muestra que los seguros disminuyen el control de los bancos. Aunque esto puede no haber debilitado tanto los sistemas bancarios en los mercados desarrollados como para que ellos ya tengan una regulación que eleva el riesgo de crisis y reduce el desarrollo del mercado financiero donde las instituciones son débiles. Entonces, las autoridades, considerando la existencia del seguro de depósito, deberían efectuar una revisión a sus marcos institucionales como primer paso dentro del proceso de la toma de decisiones. Una red de seguridad bien diseñada necesita ir más allá de la copia de los sistemas maduros y la evidencia empírica argumenta en favor de utilizar las fuerzas del mercado conocidas para limitar los riesgos asociados con la introducción del seguro de depósito.

Los bancos, los mercados de títulos y una serie de otros tipos de intermediarios y firmas financieras subsidiarias contribuyen a balancear el desarrollo financiero. Una preferencia radical a favor de los mercados o de los bancos

Pero el buen funcionamiento de los mercados necesita apoyo legal y regulatorio y una estrategia basada en la instrumentación de los incentivos

Buenas redes de seguridad necesitan buenas instituciones

no tiene justificación de acuerdo con la extensiva evidencia disponible. En cambio, el desarrollo de los diferentes segmentos del sistema financiero desafía a los otros segmentos a innovar para mejorar la calidad y la eficiencia y

La diversidad es buena para la estabilidad y el desarrollo

reducir los precios. Los segmentos existentes también evolucionan simbióticamente, pues la expansión de un segmento frecuentemente arrastra a los otros. El futuro de algunos de los sectores no bancarios, especialmente el de

los recursos provenientes de las pensiones privadas, depende fuertemente de las políticas gubernamentales sobre cuyo diseño necesita cuidadosa atención.

La mayoría de los países en desarrollo son demasiado pequeños para tener la capacidad de obtener recursos sin acudir a los beneficios de las finanzas globales, incluyendo el acceso a los servicios financieros externos o de las firmas financieras extranjeras. Facilitar la entrada de las firmas financieras extranjeras posicionadas al mercado local es provechoso: ellas traen competencia y mejoran la eficiencia y elevan la calidad de la infraestructura financiera. Además, son un importante catalizador para el tipo de desarrollo financiero que promueve el crecimiento. La liberalización está acompañada por algunos retrocesos, incluyendo el aumento del riesgo en algunas dimensiones, y necesitará supervisión cuidadosa. Otra consecuencia es la pérdida de negocios para las firmas financieras locales, pero el acceso a los servicios financieros es lo que importa para el desarrollo, no quién los provee.

El sector financiero ha sido por largo tiempo un adaptador de las innovaciones tecnológicas en el campo de la información y de las comunicaciones.

Abrir mercados puede promover el desarrollo —como ayuda la tecnología— especialmente por el acceso

La internacionalización de las finanzas (a pesar de los esfuerzos para bloquearla) es una de las consecuencias. Esto ha ayudado a bajar el costo de las acciones y del capital disponible para préstamos en promedio, pero también ha aumentado la vulnerabilidad de los flujos de capital. El futuro papel del “e-finance” en la aceleración del proceso de internacionalización no es fácil de predecir, pero sin

duda será sustancial. Si la volatilidad se incrementa, también las tecnologías administrativas del riesgo y sus instrumentos financieros asociados.

Algunas técnicas de información crediticia, incluyendo los mecanismos estadísticos, prometen hacer una importante contribución expandiendo el crédito del sector financiero formal hacia prestatarios de pequeña escala, que en la actualidad está muy limitado. Esto se logrará reduciendo la barrera de los altos costos administrativos de información y al mismo tiempo implementando cierto grado de subsidio de los costos que contribuya a la viabilidad de las instituciones de microcrédito dirigidas a los pobres y a los muy pobres.

En los anteriores aspectos generales que resumen los principales argumentos de los cuatro capítulos del libro, analizamos las principales implicaciones políticas y presentamos una aplicación sistemática e ilustrativa para las diferentes condiciones de los países. Este concluye con una perspectiva de futura agenda de investigación.

RESUMEN

Esta sección de los “Aspectos generales” resume el argumento de los restantes capítulos de este informe. Nos enfocamos en los principales resultados encontrados del informe empírico y en sus implicaciones primarias. Los argumentos detallados y los procedimientos se encontrarán en los respectivos capítulos junto con las referencias que sustentan esta investigación.

CAPÍTULO 1: HACER EFECTIVAS LAS FINANZAS

Existe un sólido cuerpo de investigación que sugiere que el mejoramiento de los acuerdos financieros precede y contribuye al desempeño económico. En otras palabras, el deseo ampliamente extendido de ver un sistema financiero funcionando efectivamente es garantizado por una clara y causal conexión con el crecimiento, la estabilidad macroeconómica y la reducción de la pobreza. Casi sin tener en cuenta cómo medimos nosotros el desarrollo financiero, a través de los países podemos observar una asociación entre el desarrollo financiero y el nivel de ingreso per cápita (Figura 1). La relación no es prueba de causalidad y muchos otros factores están involucrados, excepto la política de estabilidad macroeconómica. No obstante, en los últimos años la hipótesis de que la relación es causal (Figura 2) ha sobrevivido a una serie de pruebas econométricas.

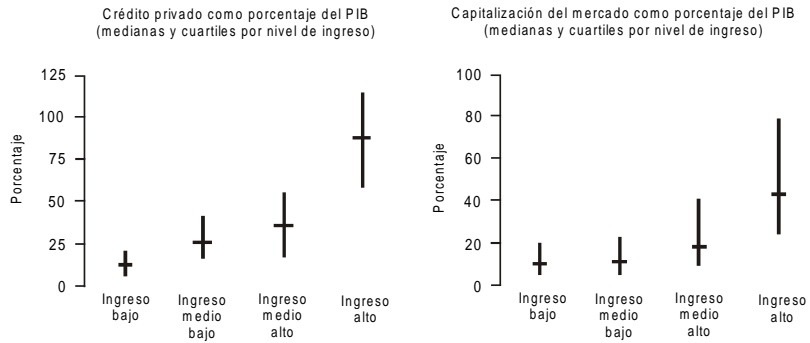
**La profundización
financiera genera
crecimiento**

La razón por la cual las finanzas son importantes para el crecimiento, a pesar de ser menos obvia, está en las funciones claves básicas que desempeñan las instituciones financieras. A un nivel, las finanzas obviamente incluyen la transferencia de fondos en el intercambio de bienes, servicios o las promesas de rentabilidad futura, pero a un nivel más profundo, el conjunto de instituciones que componen los planes financieros de una economía deben verse como ejecutores de numerosas funciones económicas claves:

- Movilizar los ahorros (para los cuales los resultados de otra forma serían mucho más limitados)
- Colocar los fondos de capital (especialmente para financiar inversiones productivas)
- Monitorear a los administradores (de manera que los fondos colocados sean gastados como se planificó)

Figura 1
PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA E INGRESO *PER CÁPITA*

La barra vertical muestra el rango entre cuartiles –la profundización financiera del 50% de los países en cada etapa de desarrollo, está dentro de este rango. La mediana es mostrada como una barra horizontal.



Nota: Este diagrama representa el promedio de datos disponibles en 1990 para cada uno de los 87 países.
Fuente: Base de datos de Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (BDL).

- Transformar el riesgo (reducirlo a través de los agregados y permitir que sea asumido por aquellos más capaces de soportarlo).

La rigurosa y diversa evidencia econométrica muestra que la contribución de las finanzas al crecimiento a largo plazo se alcanza principalmente al mejorar la productividad total de los factores en la economía, en lugar de hacerlo sobre la tasa de acumulación del capital.

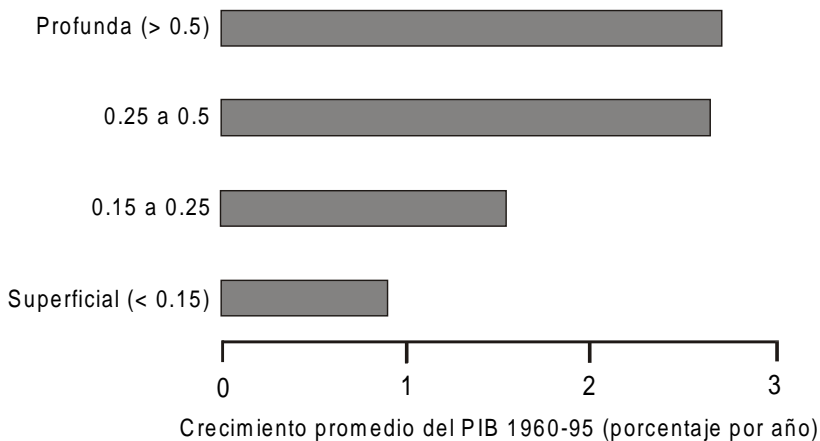
Es a través de su apoyo al crecimiento que el desarrollo financiero tiene su más fuerte impacto en mejorar los estándares de vida de los pobres. Aunque, algunos argumentan que los servicios del sistema financiero formal sólo benefician a los ricos, los datos dicen otra cosa. Además, los países con un sistema financiero fuerte y profundo en general se encuentran aislados de las macrofluctuaciones.

La banca y las acciones financieras son complementarias, no sustitutos

Es clara la evidencia sobre la importancia de cada uno de los dos más importantes componentes institucionales de las finanzas: los bancos y los mercados de títulos organizados. No hay soporte empírico para las políticas que artificialmente restringen uno a favor del otro. En realidad, el desarrollo de cada sector parece reforzar el desempeño del otro manteniendo el lado competitivo de las firmas financieras individuales. En tanto el sistema bancario está más arraigado en las economías en desarrollo que los mercados de títulos y otros sectores no bancarios (Figura 3), los agentes políticos enfrentan diferentes desafíos para tratar de asegurar que los bancos y

Figura 2
PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO

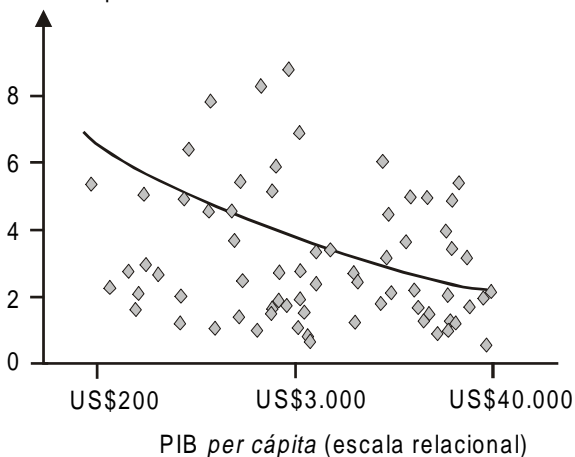
Relación de pasivos líquidos y PIB en 1960



Fuente: Datos del Banco Mundial.

Figura 3
RELACIÓN DE BANCA A MERCADO Y PIB *PER CÁPITA*

Relación de activos locales de los bancos a capitalización del mercado accionario



A niveles más bajos de ingreso per cápita, el valor de los activos bancarios tiende a ser un múltiplo mucho mayor que la capitalización del mercado accionario a diferencia de los países con altos ingresos.

los mercados alcancen su completa funcionalidad potencial. La estabilidad macroeconómica es obviamente una clave, pero otros aspectos se relacionan más estrechamente con el sostenimiento microeconómico de las finanzas.

Con tantos préstamos solicitados por las firmas de los bancos, el costo del préstamo depende de la eficiencia operacional y la competitividad del mercado bancario. A este respecto, el desempeño de las economías en desarrollo está atrasado. La liberalización en general ha sido asociada no solamente con tasas de interés en su totalidad más altas, sino también con una ampliación de los márgenes de la intermediación, que refleja al menos el incremento del poder del mercado por los bancos.

Un camino para reducir los costos financieros mediante el incremento competitivo en los mercados financieros es a través del desarrollo del financiamiento del capital (acciones). El desafío en este aspecto consiste en aliviar los problemas de la información asimétrica. La complejidad de gran parte de la economía moderna y de la actividad de los negocios ha incrementado la variedad de formas en las que los vinculados a las firmas pueden tratar de esconder el desempeño de la firma. Sin embargo, el progreso de la tecnología, la contabilidad y la práctica legal, han ayudado a mejorar las herramientas para la detección, pero al ponderarse, la información asimétrica entre los usuarios y los proveedores de los fondos no se ha reducido tanto en los países en desarrollo como se ha hecho en las economías avanzadas, esta situación puede deteriorarse.

La actual corriente de investigación de políticas apunta al deseo de medidas políticas que promuevan la producción y comunicación de la información; limiten el ejercicio del poder del mercado bien en la banca o por los

**Las finanzas necesitan una
infraestructura: leyes
e información**

vinculados, en contra de los accionistas; y asegure un funcionamiento eficiente de los mercados de títulos organizados. Estas políticas son probablemente las más eficientes si se dirigen a la infraestructura en lugar de hacerlo sobre las estructuras financieras. Es en el área legal en donde la investigación reciente de la infraestructura efectiva ha hecho más progresos –y en áreas que van más allá de la obvia y crucial necesidad de asegurar que los derechos de los acreedores puedan, en el caso de insolvencia, ser ejercitados rápidamente y sin costos–. El gobierno tiene una ventaja comparativa natural en el diseño e implementación de la ley y necesita trabajar para poner al día y redefinir las leyes y las prácticas legales, cuando se relacionan con los contratos financieros. Para complementar –o construir por la ausencia de– la acción gubernamental, hay un claro y práctico campo para los participantes del mercado con el fin de ampliar la estructura legal donde sea necesario. La práctica en algunos de los más exitosos y organizados mercados accionarios

ofrece buenos ejemplos de tales iniciativas privadas. Esto indica un camino futuro prometedor, especialmente donde el desarrollo de la ley pública es difícil.

Existe un debate entre los académicos sobre si el diseño preciso de las leyes es importante, con investigación reciente enfocada en contrastar el desempeño de los sistemas financieros con estructuras legales de diferentes orígenes. La evidencia indica que las principales ramas del origen legal, difieren en aspectos que son relevantes para el desarrollo financiero, especialmente en la protección diferencial que ellas tienden a ofrecer a los diferentes poseedores de capital. Estas diferencias han demostrado tener una influencia en el desarrollo relativo de los mercados de cartera y capital, sobre el grado en el cual las firmas están ampliamente apoyadas, o de manera más general, en la forma como esas firmas están financiadas externamente y, como consecuencia, sobre el desarrollo en general del sector financiero. El mensaje de política de estos resultados econométricos apuntan en una dirección: lejos de impedir el crecimiento, una mejor protección de los derechos de propiedad de los financistas externos favorece el desarrollo del mercado financiero y la inversión.

El crecimiento de los ahorros colectivos –incluidos los que se realizan a través de compañías de inversión y fondos mutuos como también los fondos de las pensiones y compañías de seguros de vida– puede en gran parte fortalecer la demanda del mercado de capital, como también ampliar el monto de los ahorros disponible para personas de riqueza moderada y generar la competencia para los depósitos bancarios. El impacto no está limitado al mercado accionario: en los mercados desarrollados y emergentes, las instituciones de ahorros contractuales han sido importantes para apoyar numerosas innovaciones financieras de mercado como los activos representados en títulos, el uso de las finanzas estructuradas y de los productos derivados, incluyendo índices de seguimiento de fondos y productos sintéticos que protegen a los inversionistas de los desplomes del mercado. El aprendizaje asociado y la formación de capital humano como administradores de fondos, permiten emplear tales técnicas y ayudan a incrementar calidad del riesgo administrativo a través de toda la economía. El crecimiento de estos fondos puede también añadir y asegurar financiamiento estable para segmentos de nichos claves del mercado financiero como las factorina, leasing y compañías de capital de riesgo. También se puede generar demanda para inversiones a largo plazo, por consiguiente ofreciendo una solución del mercado para una brecha percibida que muchos gobiernos han tratado de llenar a través de los años con soluciones administrativas

Por medio de ahorros colectivos se ayuda a reforzar y equilibrar el sistema

distorsionadas y costosas. La regulación de este sector es algo que requiere atención en muchos países.

Las medidas que tienen éxito en la profundización de los mercados financieros y limitan el ejercicio distorsionador del poder del mercado, tienen como resultado un mayor número de firmas e individuos con acceso al crédito a costos aceptables. Sin embargo, ¿qué pasa con los pobres y con los prestatarios pequeños. ¿Qué aspectos necesitan atención especial para asegurar que éstos no pasen desapercibidos a pesar del mejoramiento general en el desempeño de los sistemas financieros? No se pretende que el problema del acceso esté fácilmente resuelto. La experiencia muestra que las instituciones financieras formales son demoradas para incurrir en los costos de arranque para alcanzar una clientela dispersa y pobre (aun con los servicios de depósito mínimo). Sin embargo, al observar las mejoras, dos aspectos parecen cruciales: la información y los costos fijos relativamente altos de los préstamos a pequeña escala. La investigación reciente se interesa en los progresos en políticas y tecnologías y señala cómo reducir estas barreras.

Una gama de instituciones innovadoras y especializadas en microfinanzas, la mayor parte subsidiadas, ha sido establecida con importantes éxitos. La morosidad de los préstamos ha sido baja –más baja que en la generación anterior de programas de préstamos subsidiados que operaron en muchos países en desarrollo– y el alcance de las instituciones en términos de números absolutos, como también de grupos anteriormente olvidados como las mujeres y los muy pobres, ha sido importante. Este éxito se atribuye a la confianza en la innovación, por ejemplo, en el uso de contratos de préstamo en grupo que explotan las potencialidades del capital social y la presión para reducir la ilegalidad rampante, los incentivos dinámicos utilizando los programas regulares de reembolsos y el “seguimiento” de los préstamos o “préstamos progresivos” y estructuras superficiales de administración distribuida que reducen los costos y permiten a los prestamistas conservar las tasas del préstamo bajas a niveles razonables.

Aun sin subsidio, algunas de estas técnicas pueden aplicarse para micropréstamos a los estratos medios. Además, el uso eficiente de la información crediticia puede reducir el tamaño de los costos efectivos del préstamo por el sector financiero formal sin subsidio. La tecnología de los computadores ha reducido mucho los costos unitarios de recoger información sobre la historia de los prestatarios y otras características relevantes y ha mejorado la sofisticación con la cual estos datos pueden emplearse para una evaluación de la solvencia del crédito. Mientras el impacto de obtener esta

Las opciones políticas y la nueva tecnología expanden el acceso a las finanzas, especialmente en el área de las microfinanzas

información disponible altera los incentivos y el poder del mercado en una sutil –y no siempre favorable– forma, el crecimiento en el acceso a la información crediticia mejora la obtención de préstamos y reduce los costos de intermediación.

CAPÍTULO 2: PREVENIR Y MINIMIZAR LAS CRISIS

Las finanzas son inherentemente frágiles, en gran parte debido la incertidumbre en el tiempo que envuelve muchas transacciones financieras. No solamente es el dinero dado ahora con la promesa o la expectativa de dinero en el futuro, sino que esto se hace no obstante los problemas surgidos por información limitada y desigual que caracterizan a una de las contrapartes (selección adversa) y su consiguiente comportamiento (riesgo moral). Las finanzas no pueden ser efectivas sin crédito, pero el crédito significa apalancamiento y el apalancamiento significa riesgo al fracaso, a veces desatando una reacción en cadena. En estas condiciones, las expectativas pueden cambiar rápidamente, conduciendo a movimientos en los precios de los activos, lo cual a su turno puede ser exacerbado por la posibilidad del comportamiento de la multitud.

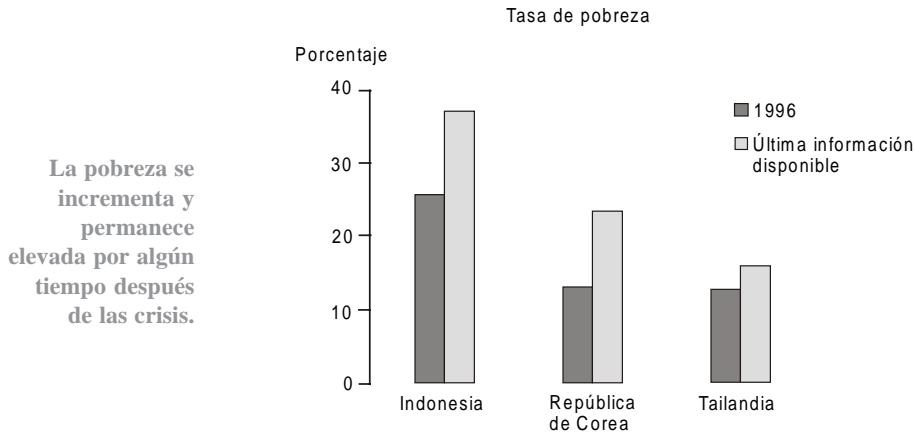
Las finanzas siempre incluyen riesgos

Los mercados financieros están en el negocio de hacer eficiente uso de la información, pero sustanciales y aun crecientes desviaciones de los precios de equilibrio son posibles, manifestándose ellos mismos en burbujas o “booms” y colapsos especulativos. Si los innumerables ejemplos históricos de colapsos de los precios de los activos no son suficiente evidencia de esto, la teoría también explica por qué los mercados financieros nunca serán totalmente eficientes y controlados cuando es costoso contratar y adquirir información. Experimentos controlados cuidadosamente confirman que los individuos no son totalmente racionales en evaluar el riesgo: dan demasiado peso a la experiencia reciente (demostración de miopía), comercializan en alteraciones del mercado sobre el ruido en vez de actuar sobre lo seguro y exhiben retroalimentación positiva (o momentum) hacia la compra porque los precios están en alza. Como también cuando la exacerbación de las fluctuaciones de los precios de los activos contribuye a la eufórica ola de préstamos bancarios –seguida por la reacción y el daño de la restricción al crédito– tales características del comportamiento también ofrecen un campo fértil para los fraudulentos esquemas Ponzi.

El sistema bancario es la parte más frágil del sistema financiero. Los banqueros tienen que colocar un valor confiable a los activos que adquieren (incluyendo la solvencia de los créditos de los prestatarios) pero el sistema bancario también añade las complicaciones no sólo en la transformación de

los vencimientos, sino de la deuda exigible, es decir, ofrece deuda financiera respaldada por el valor de los pasivos disponibles en forma de depósitos bancarios. La fragilidad particular de las finanzas y dentro de ellas de la banca, es cierta para todos los países, sin tener en cuenta el nivel de su ingreso como es corroborado por las crisis bancarias en varias economías industrializadas en los años 1980 y 1990. Pero la banca fuera del mundo industrializado es aún más peligrosa; allí las crisis han sido enormemente costosas, en términos de costos fiscales directos, reducción del crecimiento y la adversión a los programas de estabilización e incremento de la pobreza (Figura 4).

Figura 4
POBREZA EN ASIA ORIENTAL ANTES Y DESPUÉS
DE LAS CRISIS FINANCIERAS



Nota: La columna "última información disponible" se refiere a 1999 para Indonesia y Tailandia, y 1998 para la República de Corea, basada en encuestas de hogares. Las líneas de pobreza están establecidas en US\$1.50 por día (1993), excepto para Corea, donde la definición nacional de pobreza es de US\$8 por día.

Fuente: Banco Mundial.

Los países en desarrollo enfrentan numerosas fuentes adicionales de fragilidad. No sólo los problemas informativos en general son más pronunciados, sino que las economías en desarrollo son también más pequeñas y más concentradas en ciertos sectores económicos, o dependientes de productos de exportación particulares y, en consecuencia, están menos capacitadas para absorber los embates o compartir los riesgos aislados. Además, los mercados emergentes han visto una sucesión de cambios de regímenes, alterando el perfil de riesgo del entorno operacional en formas difíciles de evaluar, incluyendo especialmente desregulación financiera. De

otra parte, como la banca tiende a ser la fuerza dominante en los mercados financieros emergentes, hay más cartera exigible, menos acceso al capital externo para las firmas y, por consiguiente, mayor fragilidad. Los colapsos en los precios del capital no son inocuos, pero son claramente menos desgarradores que los colapsos bancarios, en donde se debe trabajar más.

La regulación y supervisión del sector financiero –las reglas del juego en el sector financiero y la forma en que son reforzadas– son esenciales para limitar el riesgo moral como también para asegurar que los intermediarios cuenten con los incentivos para colocar los recursos y desempeñar sus funciones prudentemente. Aunque ha habido una extraordinaria convergencia hacia los papeles, permanecen enormes diferencias en el entorno regulatorio alrededor del mundo y las debilidades en esta área sirven como una fuente potencial de vulnerabilidad en algunos mercados emergentes.

Aunque las regulaciones son necesarias, una clara lección de la investigación reciente e histórica es que, necesitan complementarse con la utilización de incentivos e información que permita maximizar el número de revisores bien informados y motivados de los intermediarios financieros. La diversidad en el conjunto de monitores para los bancos es deseable no sólo debido a las posibles diferencias en la información que ellos posean, sino también debido a los diferentes e incentivos poco claros que ellos enfrentan. ¿Quién puede monitorear los bancos? Hay tres categorías principales:

- Los propietarios, incluyendo la junta y la administración ejecutiva del banco, cuyo valor neto depende del desempeño prudente de su institución.
- Los mercados, es decir, todos los acreedores externos no oficiales y las contrapartes, los que no están bajo la presunción de estar “bajo fianza”.
- Los supervisores oficiales, quienes operan dentro de una estructura de incentivos bien construida.

Los factores antes mencionados deben ser tenidos en cuenta para enmendar la fragilidad en los mercados emergentes, lo que significa que ellos necesitan asegurar que las tres categorías de monitoreo están desempeñando sus funciones vigorosamente. Mayor información y problemas de incentivos ciertamente sugieren que es poco prudente concentrarse en uno solo de estos grupos. Y la alta volatilidad de estos mercados implica que aun adoptando “las mejores prácticas” de las economías industrializadas, pueden quedar cortos en el control del mercado.

**Utilizar el mercado
basado en incentivos
para complementar
las regulaciones**

Este informe recomienda que las autoridades vayan más allá de las directrices de Basilea. Es importante asegurar que los bancos estén bien diversificados, lo que en muchas economías pequeñas significa banca extranjera o regional. Motivar a los acreedores, por ejemplo obligando a los bancos a emitir deuda subordinada sin seguro, es una parte promisorio de la solución, pero requiere que las autoridades se centren en el mejoramiento de la información disponible para estos monitores y en la difícil tarea de asegurar que ellos estén a distancia de los bancos emisores. La atención a los incentivos de los supervisores también debe ser garantizada. Compensaciones presentes altas y especialmente futuras (a través de bonos o pérdida de generosas pensiones) necesitan acoplarse con la protección de ejecución legal en el presente por el desempeño efectivo de su trabajo.

Es necesario ir más allá de las directrices de Basilea

Ante la fragilidad financiera, los gobiernos ofrecen una red de seguridad de toda clase, virtualmente siempre a través de las facilidades del prestamista de última instancia, por medio del seguro de depósito explícito. El seguro de depósito es excesivamente popular en los mercados emergentes porque parece ser una forma efectiva para hacer frente a los pánicos bancarios, al menos en los países de alto ingreso, y ayuda a fomentar los bancos nativos. Actualmente la existencia de estos esquemas, sin embargo, empeora el entorno de la información y los incentivos incrementando la escala y frecuencia de las crisis. El establecimiento de un esquema de seguro de depósito formal puede resultar en mayor toma de riesgo; el riesgo moral de la vieja edad que tiende a ser asociado con la mayoría de las formas de seguro. Eso sería un argumento en contra de establecer un esquema formal, pero hay que reconocer que la ausencia de un esquema formal equivale al seguro de depósito implícito, tal vez ilimitado en su cobertura y potencialmente también impone riesgo moral. Entonces, debe comprobarse la adopción de un sistema explícito y cuál clase de sistema, empíricamente.

El peso de la evidencia de la investigación reciente sugiere que, en la práctica, en vez de reducir la probabilidad de una crisis, la adopción del seguro de depósito explícito “en promedio” está asociado con menor estabilidad del sector bancario y este resultado no parece manejarse por un proceso reversivo. La calificación “en promedio” es clave: el seguro de depósito no tiene efecto significativo en los países con fuertes instituciones, pero en entornos institucionales débiles tiene el potencial para desestabilizar. Esta consecuencia está reforzada por el hallazgo que los bancos, explotando la disponibilidad del seguro de depósito, toman mayores riesgos.

El seguro reduce el monitoreo de los depositantes, el cual no está suficientemente compensado por el monitoreo oficial donde las instituciones son

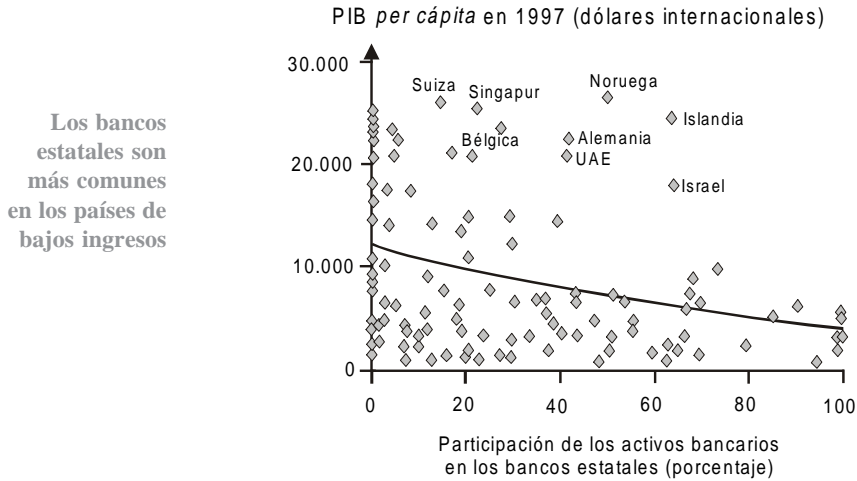
débiles. Sin embargo, en entornos institucionalmente débiles, tener el seguro de depósito explícito es asociado con menor desarrollo del sector financiero, además de la mayor probabilidad de crisis. Aunque puede ser paradójico que ofrece seguridad conduzca a reducir una actividad, parece que cuando en países débiles institucionalmente los contribuyentes ven a sus autoridades ofreciendo garantías explícitas, ellos entienden que el entorno no conduce a restringir el costo de estas garantías. El resultado será entonces que los aseguradores reales, o sea los contribuyentes, deciden esconder sus activos fuera del sistema bancario y tal vez fuera del país para evitar ser gravados por la cobertura. Este resultado contradice la doctrina popular según la cual el seguro de depósito promueve la profundización financiera –y por lo tanto el crecimiento– en los países pobres.

El papel de las buenas instituciones –medidas en esta investigación por los indicadores de la reglamentación de la ley, la buena gobernabilidad (una proxy para supervisión y regulación efectiva) y baja corrupción– entonces parece crucial en reducir las oportunidades para la toma de riesgo. El buen diseño del seguro de depósito ayuda a conducir a mejores resultados, pero considerando las demoras en mejorar la regulación, la supervisión, las reglamentaciones de la ley y otras instituciones básicas, las autoridades considerando la introducción del seguro de depósito, deben trabajar primero sobre las instituciones relacionadas para reducir la probabilidad de la excesiva toma de riesgo. Y para aquellos que ya tienen un seguro de depósito explícito, no es por ningún motivo recomendable que ellos deban terminar de pronto estos esquemas –hacer esto probablemente induce a crisis– pero en cambio deberían reconsiderar el diseño de sus sistemas a la luz de la evidencia presentada aquí. Al decidir sobre características del diseño, este informe argumenta que las autoridades deben construir sobre la evidencia empírica y en particular deben utilizar las fuerzas del mercado para asegurar la prudencia en vez de intentar copiar prácticas existentes –bastante diversas– de los países de alto ingreso. Es especialmente importante que los gobiernos no ofrezcan a los bancos una red de seguridad excesivamente generosa porque impide el desarrollo de otras partes del sector y potencialmente se comprometen con excesiva toma de riesgo.

CAPÍTULO 3: EL FRACASO GUBERNAMENTAL EN LAS FINANZAS

Más del 40% de la población mundial vive en países en los que la mayoría de los activos bancarios están en los bancos estatales. La propiedad gubernamental tiende a ser mayor en los países pobres (Figura 5). La propiedad estatal en el sistema bancario continúa siendo popular en muchos países por

Figura 5
PROPIEDAD ESTATAL DE LOS ACTIVOS BANCARIOS
E INGRESO *PER CÁPITA*



Fuente: Banco Mundial. Encuesta de Regulación y Supervisión Prudencial; La Porta, López de Silanes y Schleifer (2000)

La propiedad gubernamental de los bancos es mayor en los países pobres

numerosas razones. Primero, los proponentes del control estatal argumentan que el gobierno puede hacer un mejor trabajo en colocar el capital en inversiones altamente productivas. Segundo, existe la preocupación de que, con la propiedad privada, la excesiva concentración en el sistema bancario conduzca a limitar el acceso al crédito a muchos sectores de la sociedad. Tercero, un sentimiento popular relacionado –reforzado por los abusos y los problemas de administración de los bancos privados de muchos países– es que la banca privada está más inclinada a las crisis.

A pesar de las valiosas metas expuestas por los defensores de la propiedad estatal –y aunque hay casos aislados de éxito– el logro de estas metas ha sido generalmente elusivo, por decir lo menos.

El fracaso del gobierno como propietario se atribuye a los incentivos impuestos por el proceso político y los pocos casos de mayor éxito de los bancos estatales parecen relacionados con un entorno institucional fuerte y poderes políticos dispersos. Nueva e importante evidencia estadística resumida en el capítulo 3 confirma que la propiedad estatal generalmente es anteproducente para el desarrollo del sector financiero y para el crecimiento. Una mayor propiedad estatal de los bancos tiende a estar asociada con mayores diferen-

ciales de las tasas de interés, menos crédito privado, menor actividad en mercado accionario y menos crédito no bancario, aun después de controlar muchos otros factores. No sólo se afecta el desarrollo financiero: un estudio revela que los países que tenían una gran propiedad estatal de los bancos, durante 1970 crecieron más lentamente debido a su baja productividad, especialmente en los países pobres y donde la protección de los derechos de propiedad eran débiles. La colocación del crédito también está más concentrada donde la propiedad estatal es mayor, con las 20 firmas más grandes –a menudo incluyendo empresas estatales ineficientes– obteniendo más crédito. Además hay alguna evidencia de que la mayor propiedad estatal está asociada con la inestabilidad financiera.

Los incentivos políticos hacen de los gobiernos pobres banqueros

Hay excepciones: Alemania, por ejemplo, tiene poca propiedad estatal en el sector empresarial (fuera del transporte y las finanzas), lo cual ha reducido la tentación de colocar el crédito en las industrias gubernamentales. Sin embargo, la dura penalización por insolvencia o quiebra bancaria hace la vida fácil para la mayoría de los bancos, aun para aquellos que están controlados por el Estado. Sin embargo, aunque es posible para los países en desarrollo encontrar caminos para reducir el daño causado por el control estatal, limitar la banca pública probablemente hará fácil implementar reformas institucionales y políticas necesarias para evitar los abusos e ineficiencias de la banca estatal.

La escala potencial de ganancias de la privatización bancaria está apoyada por la investigación detallada del Banco Mundial, con base en amplia información y una gran experiencia en privatización, como es el caso de Argentina. Esta investigación sugiere que en un entorno de incentivos compatibles, el comportamiento de los bancos privatizados –reflejado en sus balances y sus estados de ingreso– con el tiempo empieza a parecerse al de los otros bancos privados. Esto es especialmente cierto en términos de la razón entre sus costos administrativos y sus utilidades y, más importante aún, en términos de los créditos extendidos a las empresas públicas que son consistentes con la evidencia mencionada sobre el mejoramiento de la colocación de los recursos. Como parte del proceso de privatización, los ajustes en nómina o el empleo de personal más eficiente, aunque son menos significativos para la economía en general, trabajan en la misma dirección.

La privatización puede conducir a un sector bancario más eficiente, pero el proceso debe manejarse con cuidado

El caso para la propiedad privada del sector bancario es de rigor, pero la transferencia a la propiedad privada en un entorno regulatorio débil puede conducir a la crisis: son testigos los ejemplos de México a principios de los

años 1990, Chile a finales de los años 1970 y numerosas economías en transición. Mientras la privatización abrupta y prematura puede ser peligrosa, así también puede existir una estrategia de retener el control estatal. No sólo existe la evidencia que esto reduce el crecimiento, sino también, señala como la experiencia checa, que la continuación del control público del sistema bancario parece facilitar el saqueo, es decir la práctica de las firmas que toman préstamos continuamente, sin la intención de pagar.

Para la mayoría de los países no es necesaria la privatización abrupta y total. Por alguna razón muchos países alcanzaron un avanzado estado de desarrollo con un modesto control estatal. Sin embargo, un sorpresivo movimiento hacia la privatización después de un largo período de control estatal parece particularmente peligroso. Las autoridades tienen que estar bastante seguras de su nivel de desarrollo institucional o vender a bancos extranjeros de gran prestigio, y deben estar seguras al arriesgar en esta apuesta. La estrategia preferida parece ser moverse deliberadamente, pero con sumo cuidado, hacia la privatización bancaria, mientras se preparan los bancos estatales para la venta y se redireccionan debilidades en el entorno de los incentivos en general. Además, la preparación del mejoramiento de la infraestructura podría incluir algún nexo entre compensación para los administradores ejecutivos de los bancos estatales con el futuro valor de la posprivatización del banco –opciones son una clase de acciones financieras, un enfoque que parece que ayudó en Polonia–. Este enfoque tiene éxito si el proceso es creíble, porque de otra forma la compensación diferida será tan fuertemente descontada para quedar con algún valor. Como se dijo, la venta de los bancos estatales a sólidos bancos extranjeros es una forma de traer buenas destrezas, novedosos productos y la capacidad de entrenar a los banqueros locales y facilita un fortalecimiento del entorno regulatorio. Como los bancos extranjeros cuidan celosamente su reputación, se ciñen a las más altas normas fiduciarias, tratamiento que incrementará la rapidez con la cual las decisiones de colocación son hechas sobre los principios del mercado, mientras se minimiza la posibilidad de una crisis.

Los gobiernos deberían intervenir sólo cuando la crisis es sistémica, y preparar una clara estrategia de salida

Cuando ocurre una crisis bancaria, las autoridades necesitan decidir cuándo y cómo intervenir. Los acreedores bancarios y supervisores deben proceder en la forma usual, es decir, caso por caso, a través de los canales establecidos, cuando el problema no es del sistema. Sin embargo, la propagación de la insolvencia bancaria puede forzar a un gobierno no dispuesto a tomar una significativa posición de control en el sector bancario y encontrarse involucrado en la reestructuración bancaria y de sus activos (por ejemplo, firmas no financieras) en el proceso. En muchos casos, las crisis sistemáticas han conducido a un incremento sustancial del

control gubernamental o “administración provisional”. Pero la evidencia de la eficacia limitada de los gobiernos como dueños de los bancos, sugiere que ellos no superarán el fracaso de la restructuración ni el colapso de los bancos.

Entonces, ¿cómo se puede decidir cuándo la crisis ha alcanzado proporciones sistémicas y cuándo debe el gobierno intervenir con otra ayuda? No es razonable hablar en términos de instrumentos mecánicos para esta clase de juicio. Por alguna razón, los datos relevantes llegan tardíos o son medidas imperfectas de la crisis. También cuando la economía se aproxima a límites conocidos, se incrementa el riesgo moral y los banqueros y los otros participantes del mercado toman excesivos riesgos. Las autoridades entonces tienen poca opción, excepto adelantar su intervención antes que la crisis empiece. Debido a tales problemas, la mayoría de las autoridades financieras han caído en la ambigüedad como la principal solución.

Una vez la decisión de intervenir se ha tomado, el gobierno tiene varias metas. La primera es mantener o restaurar un sistema financiero funcional. Esta meta es difícil de debatir aunque los mejores medios de hacerlo no son siempre claros. Segundo, el gobierno debe contener los costos fiscales de su intervención. El diseño de los planes de restructuración deben hacerse con cuidado de forma tal que la preocupación por minimizar los costos efectivos a corto plazo no se traslade a grandes pasivos fiscales a largo plazo. Sobre una tercera meta relacionada, los gobiernos deben asegurar que su restructuración ayude a minimizar las perspectivas de crisis posteriores —especialmente en términos de las estructuras de los incentivos implícitos.

Desafortunadamente, los programas gubernamentales de recapitalización de los fondos bancarios implementados en varios países —inyectando capital generalmente en forma de bonos en los bancos— pierden a menudo la oportunidad para crear los incentivos sólidos para un prudente comportamiento futuro. Esto entonces niega el mensaje que el desempeño pobre es costoso. La recapitalización sin establecer alguna demanda financiera correspondiente sobre el banco —y luego exigiendo esa demanda— no es más que una transferencia de los contribuyentes a los accionistas, que es el grupo que conserva el valor residual del banco.

Si los fondos gubernamentales deben ser inyectados, el gobierno se involucra. Los gobiernos que inyectan capital quieren estar seguros que es utilizado sólo donde se necesita para llenar un hueco de insolvencia y que en verdad no sea saqueado. Pero deben reconocer que ellos no están para funcionar bien como dueños bancarios; en concordancia, sus posesiones de capital en los bancos deben ser por un período limitado solamente. Una forma de alcanzar ambas metas es que las autoridades ofrezcan cierta suma de financiamiento disponible para la recapitalización de los bancos, pero sólo a aquellos que:

Utilizar el mercado para identificar los bancos “rescatables”

- Aseguren la obtención de fondos del sector privado en alguna proporción.
- Acepten restringir los dividendos y otros retiros por los vinculados al banco por algún tiempo (así mismo los contratos para los administradores ejecutivos deben estructurarse para enfatizar que la compensación este acorde con el desempeño diferido).
- Adhieran a requerimientos de transparencia estricta

La virtud de este enfoque es que excluye al gobierno o a las agencias gubernamentales encargadas, de la selección de los ganadores, un proceso que se ha desarrollado para abusar. Al declarar abiertamente los términos sobre los cuales se ayudará a los bancos y a sus nuevos accionistas y al asegurar que esos términos ofrezcan buenos incentivos para que el banco reestructurado pueda seguir adelante, el gobierno está haciendo el mejor uso de las fuerzas del mercado mientras minimiza su intervención directa.

CAPÍTULO 4: ¿FINANZAS SIN FRONTERAS?

Junto con la rápida –aunque desigual– expansión de la deuda internacional y de los flujos de capital incluyendo inversión extranjera directa (IED), también tiene lugar un agudo incremento de la oferta de los servicios financieros en muchos países en desarrollo por parte de firmas financieras extranjeras. La globalización financiera incrementa el potencial para obtener el crecimiento y otros beneficios de las finanzas pero también incrementa los riesgos.

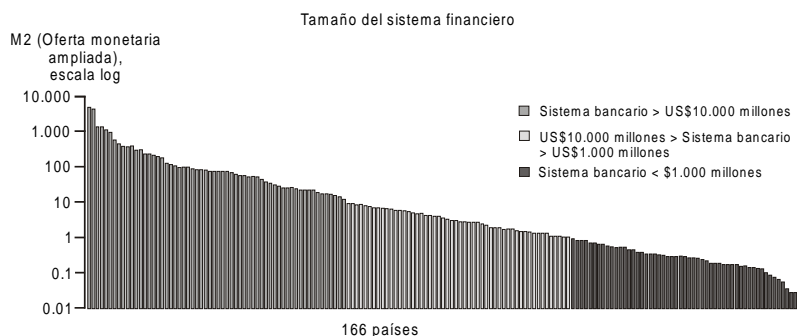
En un mundo donde aun el más grande de los países en desarrollo tiene sistemas financieros cuyo tamaño es demasiado pequeño comparado con la escala y movilidad de las finanzas globales, las decisiones políticas necesitan reenfocarse sobre el limitado pero importante marco de acción política doméstica para maximizar la capacidad de cada país para asegurar la mejor provisión de los servicios financieros, de cualquier fuente y para disipar los riesgos de importar la volatilidad.

Aparte de China, Brasil es el único país en desarrollo con aproximadamente el 1% del sistema financiero mundial. Los sistemas financieros de los países en desarrollo son pequeños y deben manejarse teniendo esto en cuenta

Consecuencias de ser pequeño

(Figura 6). Los sistemas financieros pequeños están por debajo de su nivel de desempeño. Ellos sufren de una concentración de riesgos: cuanto más pequeño el sistema financiero, es más vulnerable a los embates externos y menos capacitado para aislar o cubrir esos embates, a menos que el sistema financiero esté seguramente integrado en el sistema financiero mundial a través de vínculos de propiedad y de portafolio. Los sistemas financieros pequeños también ofrecen pocos servicios a costos unitarios altísimos, en parte porque ellos no pueden explotar las economías

Figura 6
SISTEMAS FINANCIEROS NACIONALES CLASIFICADOS POR TAMAÑO



Los activos totales del sistema financiero en cerca de una tercera parte de todos los países es menor de US\$1.000 millones; la otra tercera parte tiene sistemas financieros menores de US\$10.000 millones

Fuente: International Financial Statistics

de escala y en parte por falta de competencia. La regulación y supervisión son desproporcionadamente costosas y aun un esfuerzo bien consolidado presionaría fuertemente para asegurar la estabilidad si las finanzas son restringidas a las instituciones domésticas que operan localmente. Muchos sistemas financieros no tienen una mínima escala eficiente y entonces tienen mucha utilidad servicios financieros como outsourcing de otras.

Cuando la cuenta de capital se ha liberado, trae consigo una montaña rusa (sube y baja). Sin lugar a dudas con los incentivos equivocados esto ha sido una amenaza. Pero también ha habido ganancias tangibles de la liberalización externa y sobre todo hay una infalibilidad adicional de la mayor apertura a los mercados de capital extranjeros y de las instituciones financieras. A pesar del enorme volumen de literatura en el tema, no hay un cercano consenso entre profesionales sobre si el impacto neto de la liberalización total de la cuenta de capital es favorable o no al crecimiento, la pobreza o la volatilidad.

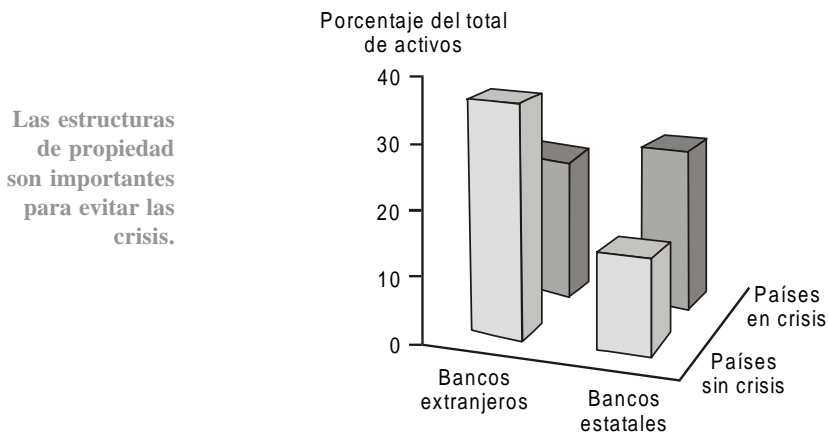
Los gobiernos no pueden esperar mantener por más tiempo la brecha permanente y amplia entre las tasas de cambio actuales y las tasas de mercado, y las tasas de interés reales al por mayor, sin la panoplia de los controles administrativos sobre el comercio internacional como también sobre los pagos hasta un monto que es considerablemente perjudicial para el crecimiento y los niveles de vida. Esta premisa no excluye formas moderadas de control, incluyendo impuestos y restricciones sobre la admisión de compañías de servicios financieros extranjeras (como los bancos), sobre la compra de capita-

les locales por los extranjeros y sobre los movimientos internacionales de capitales. Sin embargo, la evidencia sugiere que tales restricciones deben utilizarse muy cuidadosamente.

La internacionalización de la oferta de servicios financieros, incluyendo la entrada de prestigiosos bancos extranjeros y otras firmas financieras, puede ser un poderoso generador de eficiencia operacional y competencia y también probar finalmente ser una fuerza estabilizadora (Figura 7).

La entrada de bancos extranjeros puede fortalecer el sistema Algunos países se han demorado en admitir firmas financieras extranjeras en los mercados locales, por temor a que ellas desestabilicen el sistema financiero local y saquen a las firmas financieras locales de los negocios, con el resultado final que los sectores particulares y las particulares necesidades nacionales sean pobremente atendidas. No hay evidencia, sin embargo, que la presencia local de los bancos extranjeros haya desestabilizado el flujo del crédito o restringido el acceso a las pequeñas firmas. En cambio, la entrada de estos bancos se ha asociado con significativas mejoras en la calidad de la regulación y de la divulgación. La verdadera amenaza de la entrada ha sido a menudo suficiente para galvanizar a los bancos domésticos en cuanto a examinar sus estructuras de costos y la gama y calidad de sus servicios, con el resultado que la entrada extranjera ha probado no ser tan lucrativa para los entrantes como para los ya existentes.

Figura 7
COMPARACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE LA PROPIEDAD EXTRANJERA Y ESTATAL EN PAÍSES EN CRISIS Y SIN CRISIS



Fuente: Barth, Caprio y Levine (2001c).

Pueden surgir imponderables: la presión sobre los bancos domésticos de la competencia extranjera presenta prudenciales riesgos si erosiona el valor de la franquicia de los operadores de alto costo, al punto que ellos empiezan a jugar por la supervivencia. También existe el riesgo de la entrada de algún banco extranjero menos prestigioso que pruebe ser poco sólido. Evidentemente estas consideraciones refuerzan la urgencia de fortalecer una regulación cuidadosa. La llegada de prestigiosos bancos extranjeros está usualmente asociada con un amplio incremento de la transparencia (especialmente si los bancos traen mejores prácticas contables con ellos).

Los desarrollos estructurales más dramáticos en las finanzas internacionales para los países en desarrollo durante la pasada década, han sido el crecimiento interfronterizo de las inversiones de capital, bien en la forma de inversión extranjera directa (donde el inversionista toma una posición de riesgo) o en la forma de inversiones de portafolio en capitales inscritos o no inscritos. Los dramáticos colapsos de los mercados accionarios en Asia Oriental en 1997 y 1998 alejaron mucho el brillo de lo que parecía ser casi una liberalización exenta de problemas de varias decenas de mercados de capital en las dos décadas anteriores, y originaron preguntas acerca de las consecuencias, beneficios y costos de la liberalización del mercado de capital.

A pesar de algunos retrocesos, la liberalización del mercado de capital ha bajado el costo del capital sin demasiado incremento en la volatilidad

Para un país que tiene un activo mercado de capital, abrir ese mercado a los inversionistas extranjeros es un paso decisivo que tiene la expectativa de influenciar el nivel y la dinámica de los precios de los activos. Más de treinta bolsas de tamaño considerable en economías de mercados emergentes, emprendieron una significativa liberalización concentrada en su mayor parte en un período de diez años desde mediados de los 1980 a mediados de los 1990. Así que es natural preguntar: ¿Ocurrieron en la práctica los efectos que se esperaban? ¿Los precios de las acciones fueron más altos en promedio de lo que de otra forma hubieran sido? ¿Ocurrió un incremento o una reducción en la volatilidad de los precios de las acciones?

En la práctica estas preguntas son más difíciles de responder de lo que parece a primera vista. En general los resultados investigativos sugieren que los precios del capital se han incrementado y por tanto se ha reducido el costo del capital, sin un indebido incremento en la volatilidad. La apertura ha acelerado también las mejoras en la divulgación y la eficiencia de los mercados accionarios locales, incluso aunque han perdido algo de su participación del incremento de los negocios en la inscripción y la comercialización de los capitales locales.

Antes de la explosión en las inversiones de capital internacionales, la clásica forma de las finanzas internacionales incluía flujos de deuda: deudas y créditos internacionales. Aunque medidas cuidadosamente diseñadas como impuestos pueden en alguna forma ser efectivas para moderar los flujos de deuda a corto plazo, la apertura a los flujos internacionales inevitablemente impacta las tasas de interés domésticas y la tasa de cambio. Aquí es donde los riesgos se presentan y donde las políticas macroeconómicas, fiscales y monetarias han sido dirigidas para contener estos riesgos. La exposición de los intermediarios financieros y otros a los riesgos de la tasa de cambio puede directa e indirectamente ser una fuente severa de problemas.

La liberalización financiera doméstica es posible aun sin abrir la economía a los movimientos de capital internacional, pero con la apertura resulta inevitable. La liberalización de la cuenta de capital debilita y distorsiona un sector financiero doméstico reprimido y eventualmente obliga a la liberalización doméstica. Si el proceso es diseñado para un tiempo largo, la liberalización parcial de las finanzas domésticas y externas resulta en un verdadero riesgo e instaura una situación difícil.

La liberalización tanto de las finanzas domésticas como de las internacionales resulta en una convergencia de los movimientos de la tasa de interés, aunque los países en desarrollo están experimentando algún incremento en la volatilidad de la tasa de interés y una prima de riesgo estructural, que en parte refleja los riesgos de la tasa de cambio y otras políticas.

Los continuos desarrollos en la tecnología de la computación y las comunicaciones parecen configurar la forma en la cual los servicios financieros son ofrecidos alrededor del mundo. El impacto sobre las economías en desarrollo será hasta cierto punto, una aceleración de las tendencias de los últimos años, pero también habrá cambios cualitativos. Las economías de escala para algunos servicios financieros están declinando, pero se incrementan para otros, mientras la sinergia entre los servicios financieros y otros servicios económicos también está cambiando y a menudo incrementándose. Esto alterará la organización de la industria con la consolidación en algunas áreas y la fragmentación en otras.

Este proceso presenta algunas oportunidades para los proveedores de servicios financieros en pequeños países en desarrollo especialmente donde el esparcimiento de los productos financieros deja subproductos que pueden producirse eficientemente con costos hundidos bajísimos y explotar sus ventajas de localización en vez de su escala. Sin embargo, el mayor beneficio potencial en perspectiva para los países en desarrollo será para los usuarios de los servicios financieros, inclu-

**Cada vez más los países
pueden escoger cuáles
servicios financieros
comprar y cuáles
construir**

yendo servicios que no se habían desarrollados bien —como pensiones y otras formas de ahorros colectivos— y los pagos internacionales. La tecnología permitiría a esos países el acceso a los servicios en términos comparables a los de los consumidores en los países avanzados, especialmente cuando la distancia física del proveedor empieza a perder parte de su importancia. Sin lugar a dudas la presencia acelerada de la Internet empezará a hacer disponibles las transacciones financieras internacionales directas aun para las firmas pequeñas y los individuos.

La probable rapidez de estos desarrollos y la amplitud con la cual desplacen la necesidad de una presencia local de las compañías de servicios financieros son poco claras. La pregunta que se debatirá cada vez más es si los pequeños países en desarrollo necesitan tener mercados de títulos valores locales y de deuda en el sentido tradicional y aun cuánto del sistema bancario necesita ser doméstico. Para los encargados de las políticas en los países en desarrollo las preguntas se transfieren a considerar la estabilidad de las instituciones financieras domésticas ante el incremento de la competencia. El acceso a los servicios financieros extranjeros impondrá mayor utilización de divisa extranjera y esto acentuará los riesgos de la tasa de cambio y la volatilidad de la tasa de interés para los países que opten por conservar su propia divisa. Una vez más será necesario estar atentos.

IMPLICACIONES POLÍTICAS Y APLICACIONES ESPECÍFICAS

El enfoque general que surge de este estudio es claro. La evidencia sobre la importancia de la infraestructura financiera sólida es más importante que cualquier otro punto de vista. Los sistemas financieros sin regulación fracasarán, a menudo catastróficamente, pero el tipo equivocado de regulación es contraproducente. El tipo de regulación *correcto* es “incentivos compatibles”, esto es, diseñados con la perspectiva de asegurar que los incentivos creados para los participantes del mercado ayuden a lograr sus metas en vez de impedirlos. Específicamente, el tipo de regulación correcto:

Las políticas financieras deben estar conscientes del mercado

- Trabaja con el mercado pero no lo deja todo al mercado
- Retiene las autoridades alejadas de las transacciones, y así reduce las oportunidades de conflictos de interés y corrupción.
- Promociona la toma de riesgo prudente, lo cual significa que los riesgos los asumen los más capaces de hacerlos, por ejemplo remover las distorsiones que conducen a demasiado pocos: inversión directa, capital financiero, financiamiento a largo plazo y pocos préstamos a las firmas pequeñas y a los pobres.

En pocas palabras, esta política financiera es conoecedora del mercado.

El tipo *equivocado* de regulación incluye la represión financiera –el mantenimiento de tasas reales de interés negativas por debajo de mercado y colocación del crédito forzado–. Las políticas represivas, en muchos casos la respuesta equivocada a una primera ronda de crisis, crean algunos de los problemas que vemos hoy, incluyendo la subinversión en aspectos específicos y en la infraestructura que son necesarias para apoyar un sistema financiero basado en el mercado. El diseño de la red de seguridad financiera también requiere atención cuidadosa si no es para convertirse en otro tipo de regulación mal ubicada.

Otra solución errónea es la excesiva confianza en un solo tipo de monitoreo para vigilar la intermediación. La supervisión cuidadosa es por ahora una característica universal de la política financiera, pero los supervisores están fuertemente presionados para conservar el nivel con la tecnología financiera y la rapidez con la cual el perfil de riesgo de los bancos puede cambiar. Un importante apoyo a la supervisión oficial directa será obtener la ayuda de los participantes del sector privado para que los inversionistas bien consolidados tengan algo de riesgo en la viabilidad continua de los bancos y por lo tanto el incentivo para monitorearlos. Establecer incentivos apropiados para los supervisores –reconocidos en algunos casos durante el siglo XIX– ayudará también y es una idea cuyo retorno es demandado por largo tiempo. Las estructuras políticas que incrementan el riesgo de que las reformas mencionadas serán demoradas necesitan también trabajarse; en la opinión de algunos estudiosos es aquí donde deben buscarse las causas más profundas de la ola de crisis de la pasada década.

Las recomendaciones de este informe son mutuamente apoyadas en vías ampliamente conocidas. Por ejemplo, los sistemas financieros que no están apoyados por sistemas de incentivos y por la infraestructura efectiva no serán encomendados con muchos ahorros de la sociedad. Una conexión menos obvia es que los países que ofrecen seguro de depósito fuertemente subsidiado o un marco regulatorio negligente perderán los beneficios de un sistema financiero diversificado porque perderán la oportunidad del desarrollo del mercado de capital y no-bancario. Igualmente, el control estatal excesivo es malo para la competencia y generalmente caracteriza el desestímulo activo o pasivo de los bancos extranjeros.

La condición actual del sistema financiero en muchos países está lejos del ideal y lograr las metas establecidas aquí parece imposible. Pero hay implicaciones prácticas para todos los tipos de países y todos los tipos de condiciones iniciales. Sin intentar ofrecer un diseño detallado táctico para las

reformas en cada caso y sin pretender hacer justicia a la verdadera diversidad de condiciones de los países, es valioso describir brevemente las implicaciones políticas que pueden establecerse para los agentes políticos en el contraste de cuatro escenarios específicos. Aunque las condiciones iniciales que enfrentan los encargados de las políticas difieren ampliamente, los principios de políticas adecuadas que resultan de los hallazgos hechos tienen una aplicación igualmente amplia.

a) *Un país pequeño de bajo ingreso dominado por instituciones financieras estatales*

Representamos un país de bajo ingreso como muchos en África –pero también en otras partes– donde el legado de represión financiera y control estatal ha impedido el desarrollo de un vigoroso sistema financiero privado. Las lecciones del capítulo 3 son las más relevantes para este país. El control gubernamental ha resultado en crédito dirigido a las entidades estatales de eficiencia baja; los incentivos y la capacidad profesional son débiles en el sector bancario y hay una herencia oculta de préstamos dudosos. La prioridad para el Estado debe ser salirse de su posesión bancaria y crear una estancia política creíble suficiente para atraer bancos internacionales prestigiosos.

La infraestructura legal necesita ponerse en orden, como se analizó en el capítulo 1, aunque es probable que el fortalecimiento judicial es el punto más débil. En la regulación financiera, la independencia política de los supervisores es un hecho (capítulo 2). La protección legal clara para ellos es crucial. La tentación de apoyar los bancos privados emergentes con un sistema de seguro de depósito debe resistirse en vista de los efectos de riesgo moral mostrados.

Aunque este país necesita servicios financieros no bancarios, como los mercados de títulos, es probablemente demasiado pobre y pequeño para sostener un mercado de títulos líquido propio (capítulo 4). Las autoridades necesitan procurar remover las barreras que previenen a los prestadores y prestamistas del acceso a los mercados de capital internacional. Evidentemente esto necesitará apoyarse en políticas macroeconómicas estables y sostenibles, así como las políticas que inducen a la macroestabilidad pueden amplificarse por la apertura de los mercados de capital. Lograr escalas mínimas eficientes –en la infraestructura del mercado y en aspectos como el sistema de pagos– será un desafío. Explorar las posibilidades de la cooperación regional sobre estos frentes puede dar frutos. Si la democracia es débil y los conflictos étnicos altos, prevalecerá un significativo nivel de incertidumbre, lo cual demorará la entrada física de bancos extranjeros buenos, y reducirá la densidad de la población. “E-finance” o unirse a un sistema financiero regional es la mejor esperanza de obtener acceso a los servicios financieros de alta calidad.

b) *Una economía en transición con débil reglamentación de la ley*

Cuando las legislaciones son débiles, el sector financiero no funciona bien. Atacar esta situación será el principal desafío. El mensaje del capítulo 1 es que los participantes del mercado tienen que anexar formalidades legales a los contratos privados para establecer reglas que den paso a regulaciones que puedan ser verificadas fácilmente y reforzadas, posiblemente utilizando el fortalecimiento a través de jurisdicciones externas.

Debido a que la credibilidad de las instituciones domésticas es débil, es difícil alinear los incentivos privados con las metas sociales. Ciertamente será indeseable instituir el

seguro de depósito, observado en el capítulo 2, aunque será difícil retirar el seguro de los existentes bancos estatales, los que retienen una importante cantidad de ahorros familiares en numerosas economías en transición. Conseguir la credibilidad para permitir a las instituciones extranjeras entrar y competir en el mercado al por menor es una solución preferible, la cual es además una razón para la privatización de muchos de esos bancos tan rápido como sea posible (propuesta en el capítulo 3), aunque con cuidado para asegurar que los nuevos dueños tengan un significativo capital en juego.

Esta economía tiene una cuenta de capital abierta de facto, con los participantes del mercado obteniendo ya los servicios financieros de sistemas externos (capítulo 4). Será mejor reconocer esto a través de una liberalización formal, de modo que tal acceso no sea una actividad subterránea o ilegal.

c) Un país de ingreso medio-bajo con predominio bancario surgiendo de una crisis

Muchos países de ingreso medio y con predominio bancario experimentaron crisis bancarias asociadas con un indebido peso de la deuda. Los mensajes de política son claros cuando ellos buscaron recobrase de estas crisis. Es importante mantener al Estado fuera del papel directo en la restructuración tan rápido como sea posible, incluyendo la utilización del sector privado para identificar los bancos y las firmas no financieras que son apropiadas para sobrevivir. En el mediano plazo, las autoridades necesitan encontrar caminos para disminuir la confianza en la deuda financiera a corto plazo. Mejorar la protección de los accionistas minoritarios, como anotamos en el capítulo 1, es necesario para ayudar a incrementar la posibilidad de emitir capital afuera. Y sin duda, las mejoras en la obtención y confiabilidad de la información proyectará las finanzas no bancarias.

También es importante un mejor monitoreo del sistema bancario. Aun en el caso de que la crisis se ocasionara por factores externos, cada crisis virtualmente descubre bancos que se han aventurado lejos en la frontera del riesgo y que conllevarán una gran fracción del costo fiscal. Un mejor monitoreo es crucial para convencer a los participantes del sector financiero que los incentivos han cambiado y además para asegurar que los que tomaron el excesivo riesgo no estén "en fianza". A menudo, aun si un sistema de seguro de depósito formal no estaba instituido antes de la crisis, la cobertura abierta existe ahora y es importante que ésta empiece a limitarse tan pronto como posible. Si los bancos son aún frágiles, sin embargo, se requiere un gran cuidado, e introducir un requerimiento de deuda subordinada –trabajar los problemas del reforzamiento anotados en el capítulo 2– puede mejorar el monitoreo e incrementar la participación de pasivos sin garantías. Luego con el tiempo las autoridades pueden anunciar un programa de reducción del tope de los depósitos cubiertos por un sistema explícito. El sistema alemán de seguro de depósito privado y responsabilidad mutua entre los bancos privados es el esquema que puede recomendarse como una forma de maximizar el monitoreo del mercado para los países con un número limitado de bancos.

El monitoreo oficial de los bancos también necesitará mejoras, y corregir el "balance del terror", observado en el capítulo 2, complementará en gran parte la independencia del banco central y permitirá una vigorosa vigilancia.

Admitir bancos extranjeros también puede ayudar a estabilizar y mejorar el sector, y los países de ingreso medio probablemente tengan entrantes buenos, en tanto que el capítulo 4 muestra cómo puede ser beneficiosa la apertura a los mercados de capital internacional.

d) Un país de ingreso medio-alto con un sistema financiero aún superficial

El desarrollo financiero de algunos países de ingresos medios altos permanece por debajo del promedio. Ellos parecen tener todas las bases, pero les falta profundidad, condiciones financieras y una gama completa de servicios. Aquí también los resultados investigativos de cada capítulo son relevantes. A menudo las condiciones del crédito están ausentes debido a incertidumbre macroeconómica y estructural. Si la inflación alta ha sido culpable en el pasado, demostraciones convincentes de un compromiso largamente establecido para bajar la inflación son importantes. Aunque la dolarización (o la adopción de cualquier otra moneda) es una solución de este dilema, también puede crear problemas adicionales en tanto que el país no está en el área de la moneda óptima con su socio. Otra solución, la cual también ayuda a asegurar la calidad de la vigilancia regulatoria, son términos fijos y largos para el director del banco central, y terminar con la facultad del primer ministro o del ministro de finanzas para removerlo sin una sólida mayoría del parlamento.

El desarrollo de oferentes financieros de largo plazo –seguro e instituciones de ahorros contractuales– contribuirá a la profundización de ese fin del mercado como lo ha hecho en Chile sin distorsiones costosas. Los mercados con servicios pobres pueden beneficiarse de la competencia. Si hay todavía una participación significativa (20% o más) del sector bancario en manos del Estado, mayor privatización ayudará a este respecto. Limitar el papel de los bancos estatales incrementa, como se observó, el desarrollo del sector financiero no bancario, lo cual mejorará la competencia y los proyectos cortos y largos de los mercados financieros. Estos sistemas financieros más sofisticados retienen muchos servicios financieros locales, pero contarán con el mercado internacional para la expansión del riesgo y para más exóticos servicios.

La tecnología de la estadística y la información del crédito pueden adoptarse para ayudar a mejorar el alcance del sistema financiero y el acceso de las pequeñas empresas a él (capítulo I). Las condiciones de los incentivos y la capacidad de las autoridades para supervisar a los intermediarios efectivamente puede extenderse enormemente en este un tanto entorno sofisticado por la confianza sobre los requerimientos diseñados cuidadosamente que tienen el efecto de traer monitores adicionales del sector privado en la escena.

LA PRÓXIMA GENERACIÓN DE INVESTIGACIÓN

Este informe representa la culminación de una generación de investigación sobre el sector financiero, no la primera generación, pero tal vez la primera que se ha basado sistemáticamente sobre datos estadísticos a través del mundo. Los resultados de la investigación ofrecen soluciones de “primer orden” a los agentes políticos: principios generales de acción y un sentido de estrategia. También destaca asuntos políticos claves para la próxima generación de investigación. En muchos casos, la solución de primer orden necesita más amplificación y especificación más allá de los principios generales.

Por ejemplo, dados los principios de la regulación basada en incentivos del capítulo 2, ¿cuáles aspectos particulares de la regulación y supervisión bancarias ameritan mayor prioridad en etapas diferentes de desarrollo? O para

el caso deducir la banca pública en muchos países es claro ¿pero qué tan lejos irán las autoridades y qué tan rápido? Y dados los peligros asociados con la privatización bancaria, ¿cuáles son las lecciones sobre cómo efectuar este proceso? Aunque la investigación ha empezado en esta área, después de las privatizaciones es demasiado pronto para ofrecer respuestas definitivas sobre los efectos en el largo plazo. También, aunque un enfoque básico para la reestructuración bancaria es propuesto en este volumen, una exploración más sistemática de las conexiones entre la reestructuración bancaria y empresarial, hecha por estudios de caso de países con crisis sistemáticas, ayudará a guiar las decisiones de las autoridades en una crisis.

Otra área de ignorancia relativa es cómo las normas de buen gobierno y la propiedad en el sector financiero afectan las estrategias de las reformas. Cuando los vinculados internamente u “oligarcas” controlan los bancos y otros intermediarios importantes, ellos están capacitados para influenciar o aun tomar control del aparato regulatorio y no existe la vigilancia efectiva. Aunque muchos aceptan que “una talla no sirve a todos”, una importante prioridad en el proceso de las reformas es llegar con reglamentaciones prácticas y pautas para que las autoridades conozcan cuándo es seguro proceder a lo largo de diferentes reformas. Los 3 casos de estudio de los episodios de reestructuración de bancos producirán lecciones útiles en general, pero especialmente en esta área, como dar importancia a los diferentes enfoques para prevenir la excesiva concentración de la propiedad y el control.

Nuestro análisis de la entrada externa también revela una gama de preguntas amplias acerca de las normas de transferencia de la propiedad de las firmas financieras y concentración de propiedad que necesitan investigación profunda. Y, aunque la represión financiera es casi una cosa del pasado en la mayoría de los países, el gravamen a las finanzas es aún un problema urgente que espera una síntesis, tanto con tanto respecto a impuestos de transacciones nuevas, para competencia gravable internacional, o para otros aspectos.

Los desarrollos en camino en “e-finance” prometen cambiar el panorama financiero en los mercados emergentes y en los maduros. El probable descenso en el costo de entrar a los mercados extranjeros incrementará grandemente el tamaño que los residentes de casi todas las economías “importen” sus servicios financieros. Esta área necesita ser monitoreada para identificar los problemas políticos, las opciones y las soluciones. Los agentes políticos quieren ciertamente conocer cómo esto afectará el crédito para las empresas pequeñas y medianas, aunque pueden existir otros efectos que necesitan ser estudiados. Y mientras “e-finance” puede mejorar la estabilidad a largo plazo, en el corto plazo el incremento en la competencia tiene consecuencias desestabilizadoras. Existe también una demanda para conocer cómo los paí-

ses están manejando estas presiones y como están regulando los “e-banks” y los intercambios electrónicos.

Las tendencias anotadas o recomendadas aquí –mejor infraestructura, mejora de incentivos, menos control estatal y una actitud receptiva a importar servicios financieros– contribuirán directa o indirectamente a una considerable expansión en el papel de los intermediarios no bancarios y los mercados de capital. Cómo regular eficientemente estos mercados para contener el riesgo sistemático será *la* pregunta clave para la investigación en los próximos años.

Los últimos años han visto saltos impresionantes en nuestra comprensión de la importancia del sector financiero en el desarrollo y en el conocimiento básico para muchos puntos claves, pero hay todavía mucho por aprender.

**Ir más allá de los principios
generales y monitorear los
efectos de “e-finance”**

Capítulo 1

HACER EFECTIVAS LAS FINANZAS

*“El dinero es el mayor factor en la vida y el que peor se utiliza.
La gente no sabe cómo cuidarlo, cómo abonarlo,
cómo regarlo y cómo hacerlo crecer”.*

*Dicho por Margayya, el “experto financiero” en la grandiosa
novela de R.K. Narayan (1952).*

En años recientes la mayor parte del enfoque renovado en los sistemas financieros de los países en desarrollo refleja la rápida y a menudo espectacular profundización en la escala y complejidad de los sistemas financieros de los países avanzados. Esta profundización evidencia que la naturaleza del progreso económico contemporáneo es más intensiva financieramente que lo que se pensaba antes, y que los agentes políticos de los países en desarrollo necesitan poner más atención para asegurar que los sistemas financieros de sus países puedan y en realidad funcionen efectivamente.

Las economías se están volviendo intensivamente financieras

Por las buenas razones antes observadas, los encargados de las políticas alrededor del mundo tienen como prioridad el fortalecimiento financiero: todo el mundo parece querer construir profundos y más sofisticados sistemas financieros con la expectativa que esto contribuirá significativamente al desempeño económico. Esta perspectiva no está exenta de controversias, pero en contra del punto de vista opuesto de que las finanzas escasamente siguen y se adaptan a los progresos reales económicos, existe un cuerpo sólido de investigación empírica que sugiere fuertemente que las mejoras en los planes financieros preceden y contribuyen al desempeño económico.

Entonces surge la pregunta sobre cómo un país puede desarrollar un sistema financiero más efectivo. ¿Grande es siempre mejor? ¿Existe una preferencia por la forma de las finanzas en términos de su relativa importancia de los diferentes tipos de intermediación o de mercados? ¿Y qué acerca de los elementos de la infraestructura necesarios para apoyar las finanzas? Estos aspectos han resultado el sujeto de un activo debate investigativo especialmente en la década pasada cuando los sistemas financieros de las economías en transición tuvieron que ser contruidos de las ruinas y requirieron de los encargados de diseñar las políticas y de los académicos regresar a los primeros principios. Los contrastes entre la forma y los enfoques hacia la estructura y la infraestructura en las diferentes economías avanzadas han resultado

el centro del examen, paradójicamente en el momento cuando estos contrastes han empezado a erosionarse.

Hay una clara conexión entre las finanzas y el desarrollo

En tanto que todavía hay mucho por aprender del análisis comparativo de las causas y consecuencias del desempeño contrastado del sector financiero, la investigación reciente permite establecer numerosas conclusiones. *El deseo ampliamente extendido para ver un sistema financiero que efectivamente funcione es garantizado por su clara conexión causal con el crecimiento, la estabilidad macroeconómica y la reducción de la pobreza.* Los intentos para discriminar entre los diferentes tipos estructurales de finanzas externas a través de una preferencia por el sistema bancario sobre el mercado financiero, o viceversa, no son garantizados y podrían ser contraproducentes.

El deseo ampliamente extendido para ver un sistema financiero que efectivamente funcione es garantizado por su clara conexión causal con el crecimiento, la estabilidad macroeconómica y la reducción de la pobreza. Los intentos para discriminar entre los diferentes tipos estructurales de finanzas externas a través de una preferencia por el sistema bancario sobre el mercado financiero, o viceversa, no son garantizados y podrían ser contraproducentes.

El funcionamiento efectivo de todos estos mercados en acuerdos en el tiempo, requiere un apoyo de la infraestructura para la divulgación de la información, el reforzamiento de los contratos y un comportamiento competitivo. Esta infraestructura contractual e informativa debe inclinarse en la dirección

Un sistema financiero que funcione bien requiere un apoyo en infraestructura

de proteger los intereses de los *proveedores* de fondos externos: los intereses a largo plazo del posible *usuario* serán pobremente atendidos por una infraestructura que ofrezca a los proveedores potenciales tan poca protección que ellos retengan sus fondos. Además la estructura debe confeccionarse en tal forma que limite el ejercicio del poder del mercado no solamente para la banca sino también para los vinculados –bien sea en una firma o en los mercados de títulos– contra los accionistas externos.

de proteger los intereses de los *proveedores* de fondos externos: los intereses a largo plazo del posible *usuario* serán pobremente atendidos por una infraestructura que ofrezca a los proveedores potenciales tan poca protección que ellos retengan sus fondos. Además la estructura debe confeccionarse en tal forma que limite el ejercicio del poder del mercado no solamente para la banca sino también para los vinculados –bien sea en una firma o en los mercados de títulos– contra los accionistas externos.

Hasta qué tamaño todos estos servicios financieros serán –o necesitarán ser– ofrecidos en el país por firmas financieras domésticas, en vez de ser importados u ofrecidos por firmas extranjeras, es una pregunta clave a la cual retornaremos en el Capítulo 4.

Es importante hacer una pausa en este momento para clarificar que lo que entendemos por desarrollo financiero, incluye tanto las instituciones como las funciones. Empezando con el dinero mismo, las instituciones especializadas, incluyendo los intermediarios, los mercados y los agentes, tienden a resultar enormemente penetrantes en las actividades financieras de la economía y desplazan los acuerdo bilaterales. Sin embargo, es valioso tener en cuenta, especialmente en las economías en desarrollo, que gran parte de las finanzas están provistas dentro de la familia, a través de sociedades y los negocios no corporativos. Aun, mientras las finanzas pueden y existen sin firmas financieras especializadas, nuestra discusión está limitada a las finanzas *organizadas*, esto es, con recursos procesados, intermediados

Es importante hacer una pausa en este momento para clarificar que lo que entendemos por desarrollo financiero, incluye tanto las instituciones como las funciones. Empezando con el dinero mismo, las instituciones especializadas, incluyendo los intermediarios, los mercados y los agentes, tienden a resultar enormemente penetrantes en las actividades financieras de la economía y desplazan los acuerdo bilaterales. Sin embargo, es valioso tener en cuenta, especialmente en las economías en desarrollo, que gran parte de las finanzas están provistas dentro de la familia, a través de sociedades y los negocios no corporativos. Aun, mientras las finanzas pueden y existen sin firmas financieras especializadas, nuestra discusión está limitada a las finanzas *organizadas*, esto es, con recursos procesados, intermediados

o administrados por firmas financieras especializadas o comercializados en los mercados organizados¹.

Más importante que la forma institucional tomada por estas firmas y mercados son las funciones básicas que desempeñan las finanzas. Mientras la actividad financiera más evidente se relaciona con la transferencia de fondos en el intercambio de mercancías, los servicios, o la promesa de rendimiento futuro, es esencial cavar profundo. De hecho el grupo de instituciones que componen los acuerdos financieros de la economía pueden verse como proveedores del grueso de las necesidades de la economía para numerosas funciones más allá que la simple comercialización y transferencia (Levine, 1997; ref. Merton y Bodie, 2000); las principales funciones de las finanzas son:

- Movilizar los ahorros (por lo cual las salidas en otra forma serán más limitadas)
- Colocar los fondos de capital (especialmente para inversiones financieras productivas).
- Monitorear los administradores (así que los fondos colocados se gastarán como se programó).
- Transformar el riesgo (reducirlo a través de la agregación y permitir ser llevado por aquellos más capaces de soportarlo).

Además del enfoque sobre los sistemas de pago, la mayoría de los textos versan acerca de las funciones sobre la movilización y colocación, pero las funciones de monitoreo y la transformación del riesgo también son cruciales. Aunque el sector financiero no tiene monopolio en el inventario del capital intelectual de la economía, son estas funciones profundas las que justifican caracterizar el sector como el cerebro de la economía.

El monitoreo significa que los intermediarios no solo reúnan la información sobre las firmas y coloquen los préstamos o inversiones, sino también el continuo seguimiento de la actividad de los receptores y ejercer control corporativo bien sea por el fortalecimiento de los compromisos sobre contratos existentes o finalmente retirar o no renovar sus financiamientos. Estas actividades son valiosas precisamente debido a que la información es difícil de adquirir y costosa de verificar. En esta forma, los intermediarios sirven como

1. Las finanzas organizadas cubren los mercados e intermediarios financieros *formales*, como también las entidades tales como ahorros rotativos y asociaciones de crédito (*rosocas*) los cuales, aunque especialmente organizados para las finanzas, son informales en el sentido de no tener una existencia legal o caer dentro del marco de la regulación gubernamental. Ha sido importante en muchos países en desarrollo distinguir entre éstas y el surgimiento de intermediarios financieros sin regulación ofreciendo títulos, o tomando depósitos, del público en general (*ver* capítulo 2). La mayor parte de los datos empleados en este estudio se refieren sólo al sector financiero formal.

“monitores delegados” (Diamond, 1984), sin lo cual sería difícil separar la propiedad y la administración de las firmas.

De forma semejante la transferencia del riesgo y la mitigación puede subestimarse: la variedad de los instrumentos financieros asociados y el hecho que ellos ocasionalmente tengan un efecto diferente resulta a menudo en que esta función reciba menos peso del que merece. Algunos riesgos pueden aliviarse simplemente por el acceso a la liquidez. Entonces los empresarios con acceso a ahorros líquidos –los propios y los de otros– estarían deseosos de comprometerse en proyectos muy riesgosos pero con alto rendimiento que incrementa el crecimiento, o los inversionistas estarán deseosos de financiar un proyecto (o país) si ellos saben que pueden salirse por la venta, sin que su acción reduzca el precio tanto que la opción cese de tener valor. Los riesgos específicos que todos enfrentan –desde huracanes o “El Niño” para los agricultores, hasta cambios tecnológicos para los e-empresarios– también pueden suavizarse al compartir los riesgos con los inversionistas. Instrumentos especializados son inventados regularmente para desbaratar o reempacar varios riesgos.

CÓMO AYUDAN LAS FINANZAS

Buscamos las mayores contribuciones de las finanzas al desempeño económico en tres dimensiones. La primera, y probablemente la más importante, es si hay una contribución general al *crecimiento* económico promedio a largo plazo; la segunda, si adicionalmente contribuye a la reducción de la *pobreza*; y la tercera, si las finanzas obtienen éxito en *estabilizar* la actividad económica y los ingresos. Los recientes resultados de la investigación sugieren un papel positivo sin ambigüedades para las instituciones financieras formales en todas las tres dimensiones.

Casi sin tener en cuenta cómo medimos el desarrollo financiero, podemos observar una relación entre el desarrollo financiero y el nivel del ingreso per cápita a través de los países (Figura 1.1). Tal vez la asociación no prueba

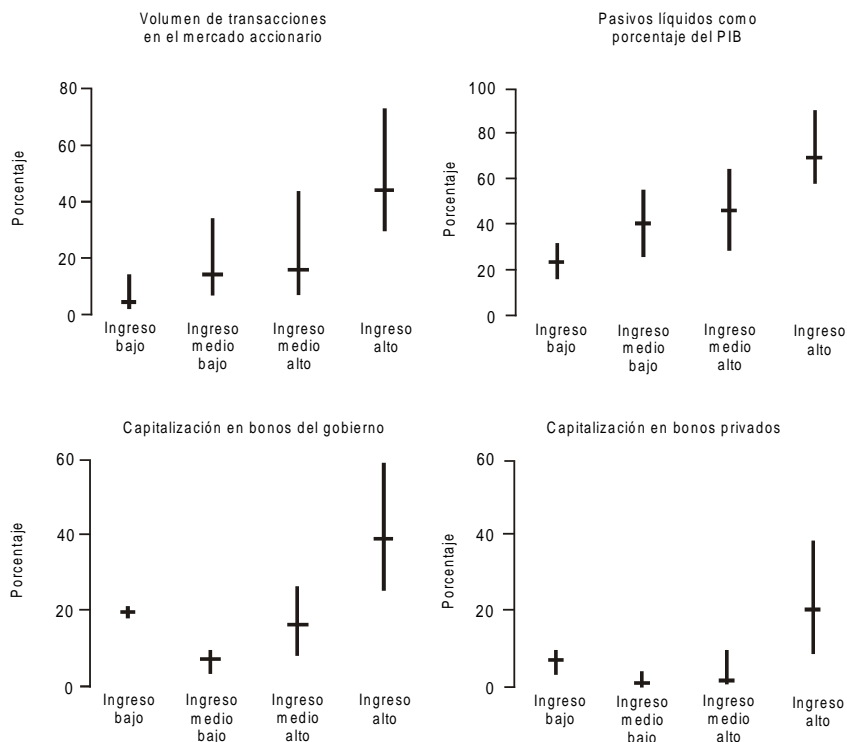
El desarrollo financiero causa crecimiento

casualidad y como las figuras muestran, aún hay una amplia variación entre el nivel del desarrollo financiero entre los países y sus niveles de ingreso comparables, y esta variación persiste sobre el tiempo (Figura 1.2). No obstante, sobre los años pasados, la hipótesis de que hay una relación de causalidad ha sobrevivido consistentemente a una serie de experimentos econométricos.

La exploración empírica formal de este punto data de los últimos 30 años y hay una continua acumulación de evidencia². Posiblemente la indicación

2. Se dice que Goldsmith es el pionero (1969), y entre los primeros en desarrollar esta iniciativa empírica entre países estuvieron Gelb (1989), King y Levine (1993a y b) y Gertler y Rose (1994). Levine (1997) ofrece un examen calificado de la literatura teórica y empírica.

Figura 1.1
DESARROLLO FINANCIERO E INGRESO *PER CÁPITA*



El incremento del ingreso está asociado generalmente con mayor profundidad financiera. Los movimientos del mercado accionario, pasivos líquidos de bancos y cuasi-bancos, y la capitalización de los bonos están generalmente asociados con mayor profundidad financiera.

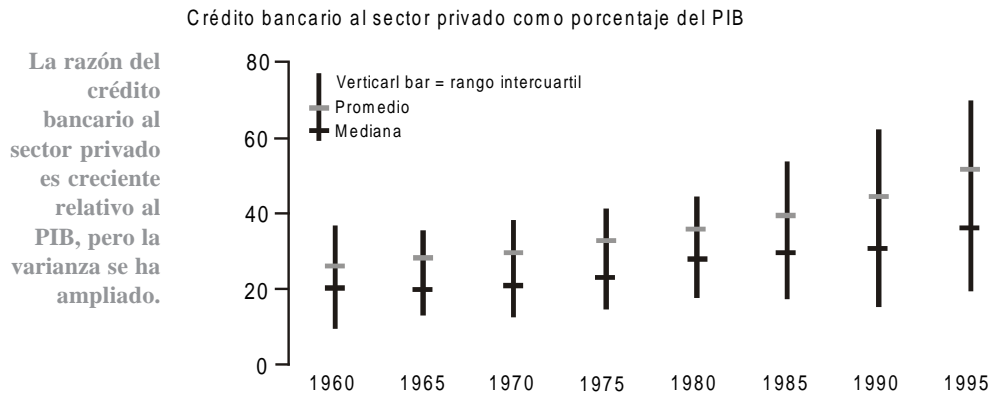
Nota: Esta figura representa el promedio de datos disponibles en los años 1990 para cada uno de los 87 países. La barra vertical muestra la escala intercuartil; la profundización financiera del 50% de los países en cada etapa de desarrollo está entre este rango. La mediana se muestra como una barra horizontal. Los datos para el mercado de bonos en los países de ingreso bajo están disponibles sólo para China e India.

Fuente: Base de los datos BDL.

básica más significativa de una causalidad es el hecho —evidente en la figura 2 de los aspectos generales— que el nivel del desarrollo financiero desde 1960 ayuda a predecir el crecimiento económico subsecuente aun después de tomar en cuenta otros determinantes conocidos del crecimiento (incluyendo el efecto logrado de un bajo nivel inicial de ingreso per cápita y el nivel de 1960 de matrícula escolar). Demostrado primero por King y Levine (1993a), para el crecimiento económico hasta 1989, este poder predictivo continúa cuando los datos del crecimiento son añadidos para los años consecutivos.

Probablemente el más persuasivo de los estudios recientes (Levine, Loayza y Beck 2000) utiliza un conjunto de datos más rico para el período 1960-

Figura 1.2
DESARROLLO FINANCIERO EN EL TIEMPO



1995 para hacer una evaluación más comprensiva en detalle del punto clave: ¿Puede el proceso de crecimiento económico retroalimentarse por sí mismo sobre el desarrollo financiero en vez de sea al contrario? Algunos aspectos del sector financiero son determinados claramente anteriores al crecimiento reciente, y lo que Levine, Loayza y Beck muestran, en esencia, es que el nivel de desarrollo financiero de cada país puede predecirse en parte por uno de los factores anteriores, es decir el origen de su sistema legal (esto es, en cuál de las tradiciones están basados el británico, el francés, el alemán o el escandinavo)³. Como veremos no es este solo el papel para los factores legales en nuestra discusión, pero en el contexto presente ellos ofrecen el *instrumento* econométrico esencial. Levine, Loayza y Beck llegan a mostrar que el nivel pronosticado de desarrollo financiero está también correlacionado con crecimiento a largo plazo (también aun después de controlar otros determinantes estándares del crecimiento); por lo tanto parece gobernar la idea que la conexión finanzas-desarrollo es toda o en su mayoría una causalidad reversada.

3. Entre las dificultades estadísticas pasadas por estas variables de origen legal está el test de Hansen sobre identificación de instrumentos. Además de usar el instrumento de origen legal, Levine, Loayza y Beck (2000) también emplean una técnica de panel dinámico instrumental con las mismas conclusiones esencialmente. Contrastes de series de tiempo también se emplearon con conclusiones similares por Neusser y Kugler (1998) y por Rousseau y Watchel (1998), aunque sus datos están limitados a los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

La medida favorable del desarrollo financiero de Levine, Loayza y Beck es la razón del crédito bancario (o casi-bancario) al sector privado, expresado como un porcentaje del PIB. El énfasis en el sector privado refleja el hecho que el crédito al gobierno no incluye las funciones de colocación, monitoreo y administración riesgosa. De esta manera no es una medida de la profundidad financiera, tal como la proporción del dinero al PIB. No es tampoco exactamente una medida del papel del sector privado en la colocación del crédito; una mejor medida de este aspecto es la proporción entre los activos del banco central y los activos de los otros bancos. Es valioso anotar que ambas medidas alternativas también se correlacionan con el crecimiento del PIB y que sobreviven la prueba por causalidad reversada. Y resultados similares son obtenibles por las medidas de la capitalización de los mercados accionarios y la liquidez, discutidos posteriormente.

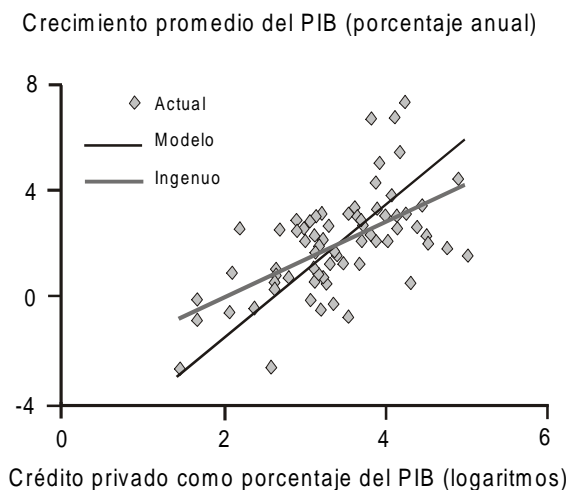
Aún más alto que lo predicho por una regresión simple de las tasas de crecimiento sobre el desarrollo financiero, el tamaño de los efectos estimados es sustancial (Figura 1.3): el doble de la razón del crédito privado (es decir, del 19% del PIB al promedio de la muestra de 38) está asociado con una tasa de crecimiento promedio de casi el 2% más alto de largo plazo (Recuadro 1.1). Seguramente ni ésta ni otras proporciones del sector financiero son variables de política y el desarrollo saludable del sector depende sobre la calidad de la infraestructura y el entorno de los incentivos sobre los cuales funciona⁴.

Es a través del apoyo al crecimiento que el desarrollo financiero tiene su más fuerte efecto en mejorar los estándares de vida de los pobres. Algunos argumentan, sin embargo, que los servicios del sistema financiero formal sólo benefician a los ricos, y aun sugieren que hay un precio a pagar por el crecimiento apoyado en las finanzas en la forma de un empeoramiento de la distribución del ingreso en las economías desarrolladas financieramente. No obstante, evidencia empírica disponible está en contra de tal relación: por el contrario, las medidas del desarrollo financiero son, si acaso, positiva (aunque débilmente) correlacionadas con la participación del quintil más bajo de la distribución del ingreso. Observan que la

El crecimiento guiado por las finanzas es en pro de los pobres y generalmente una fuerza estabilizadora, pero puede amplificar los shocks inflacionarios en los países de ingreso bajo y medio

4. Al remplazar el promedio de la razón del crédito privado al PIB del Congo (Kinshasa) con el de Malasia o Tailandia, predice un incremento en la tasa de crecimiento promedio del Congo de más de 6% anual, no lejos de la diferencia actual de cerca del 7% entre las tasas de crecimiento del Congo y cualquiera de los otros dos. Obvio, tales cálculos necesitan hacerse con cuidado, como se indica en el Recuadro 1.1.

Figura 1.3
 IMPACTO SIMPLE Y MODELADO DEL DESARROLLO FINANCIERO
 SOBRE EL CRECIMIENTO



Fuente: Levine, Loayza y Beck (2000).

pobreza en un país está determinada por el número de pobres y sus ingresos. El rápido crecimiento afecta ambos. La literatura reciente sobre la interrelación entre desigualdad y crecimiento señala la importancia de la desigualdad de la riqueza en desestimular el crecimiento, y una retroalimentación del crecimiento en la dirección de reducir la desigualdad. El análisis de Li, Squire y Zou (1998) de datos sobre desigualdad en 49 países sugiere que el desarrollo financiero es un catalizador positivo en ambas relaciones. Está estadísticamente asociado entre los países no solamente con más alto crecimiento, cualquiera que sea el nivel de la desigualdad de la riqueza, sino también con más baja desigualdad de ingreso (medido bien por el coeficiente de Gini o por la participación del tope del quintal), cualquiera que sea la tasa de crecimiento. Además la investigación es necesaria para ver si estos resultados son válidos a través del tiempo como también a través los países.

Sin embargo, los resultados no son razonables. Por ejemplo, tener acceso a formas seguras de ahorros puede proteger a los agricultores pobres de los diferentes *shocks* idiosincráticos que enfrentan, al reducir la probabilidad de que un mal año los colocará en las estadísticas de la pobreza, y el acceso a otros servicios financieros puede permitirles adoptar tecnologías más avanzadas.

Recuadro 1.1

UTILIZAR COEFICIENTES REGRESIVOS PARA OBSERVAR LOS EFECTOS POLÍTICOS

Es tentador utilizar los coeficientes regresivos estimados para proyectar qué sucede en un país si una de las variables explicativas fuera cambiada por la política. Para empezar, se necesita reconocer las limitaciones del análisis de regresión; los riesgos del ruido y de los datos incompletos y la probabilidad que las especificaciones alternativas del modelo puedan alterar los resultados cuantitativos. Aun cuando nos satisface que la regresión seleccionada es tan buena como lo esperamos en el presente estado de conocimiento, tres pruebas adicionales deben satisfacerse antes de utilizar la relación estimada para predecir el impacto de política.

Primera, la relación debe estar libre de sesgos endógenos. Segunda, no deben omitirse las variables relevantes que están correlacionadas con la variable que está siendo manipulada. Tercera, la variable realmente debe ser controlable¹.

Tomar la relación discutida en el texto: crédito privado → crecimiento. Al menos los dos primeros problemas son claramente relevantes y tienen que controlarse.

El primer punto de la endogeneidad (perdidamente referenciada en el texto como “causalidad reversada”) es lo que se ha manejado en la literatura citada por medio de instrumentos; esto puede alterar considerablemente el impacto de la medida, a menudo –aunque no siempre– reduciéndola.

El segundo punto es también muy importante. En verdad, es claro que la variable del crédito privado es solamente una proxy para un multidimensional pero inmedible impacto de los intermediarios financieros en la productividad. Trabaja en las regresiones porque tiende a correlacionarse con las otras dimensiones, pero si es una prioridad enfoque de la política gubernamental, la correlación tradicional con las variables omitidas y no observables, no ocurrirá la esperanza del impacto sobre el crecimiento. (Un problema análogo es bien conocido en la teoría de la estabilidad monetaria, donde se denomina ley de Goodhart). En síntesis, el simple incremento del crecimiento del crédito no es garantía de un crecimiento del producto a largo plazo.

La controlabilidad puede ser un aspecto en cuanto a los factores institucionales discutidos más tarde en el texto y otras partes. ¿Tenemos realmente una forma confiable de *medir* las mejoras de la legalidad, es decir, de la calidad de la administración? Aquí la dirección de un cambio de la política apropiada es más fácil de identificar que su probable impacto cuantitativo.

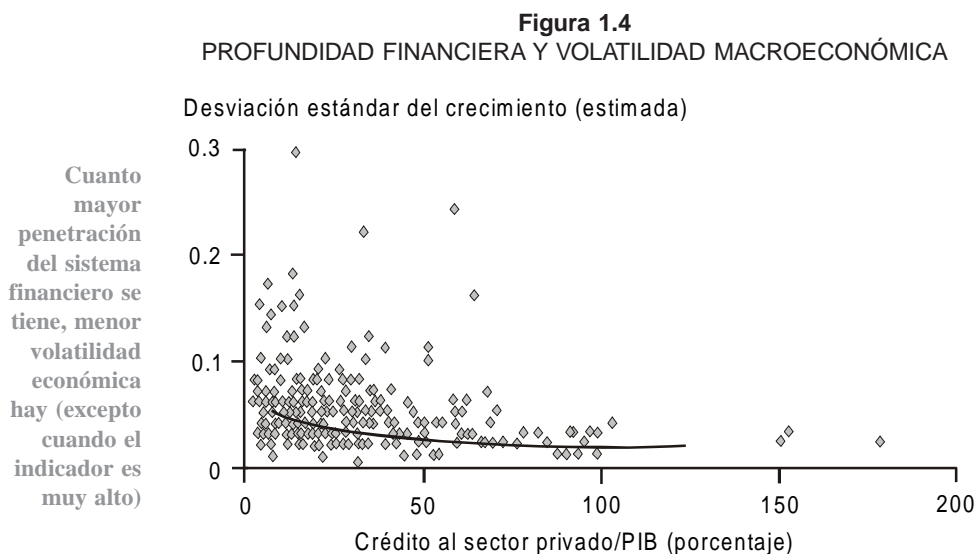
1. Controlabilidad no implica sesgo de endogeneidad excepto cuando la variable se ha manipulado por la política en respuesta a alteraciones en la relación estimada.

¿Qué podemos decir acerca de la función de la reducción del riesgo? A nivel macroeconómico, una amplia gama de instrumentos financieros, incluyendo los contratos de seguro, pueden agrupar el riesgo, como también transferirlo a aquellos más deseosos de soportarlo⁵. Y de acuerdo con la

5. Hay una discusión interesante de la demanda para la reducción del riesgo en Ferranti y otros (2000).

investigación reciente parece que el desarrollo financiero también tiende a reducir la volatilidad económica agregada. Por ejemplo, Easterly, Islam y Stiglitz (2001) encontraron que el nivel del desarrollo financiero (medido nuevamente por el indicador del crédito privado discutido anteriormente) es un fuerte y significativo factor explicativo en una regresión que explica la volatilidad del rendimiento del crecimiento en algunos 60 países. Duplicar el crédito privado del 20% del PIB a 40% reduce la desviación estándar del crecimiento del 4 al 3% anual (Figura 1.4). Es importante que esta mejora no es sostenida con una mayor profundización financiera: en verdad, los estimativos de los autores sugieren que valores muy altos de la medida del crédito privado del desarrollo financiero podrían asociarse con una *muy alta* volatilidad del crecimiento del producto, aunque los datos en esta serie están dispersos. Otro signo de cuidado de este estudio es que la volatilidad en los agregados monetarios está también asociada con la volatilidad del rendimiento.

Las finanzas son mejores en protegerse contra algunas clases de *shocks* que otras. Como lo demuestran Beck, Lundberg y Majnoni (2001), el desarrollo financiero (medido con el indicador del crédito privado) aísla el crecimiento del producto de de los *shocks* en los términos de intercambio, pero realmente parece resaltar el impacto de los *shocks* inflacionarios sobre la



Nota: La figura muestra los datos de crédito al sector privado/PIB y los estimados en una regresión de la desviación estándar del crecimiento anual del PIB sobre la profundidad financiera (condicional sobre otras variables de control).

Fuente: Basado en Easterly, Islam y Stiglitz (2001).

volatilidad del producto en los países de ingreso bajo y medio. Probablemente no es sorprendente que los choques inflacionarios importan más en una economía más profundamente monetizada, pero también este es un signo de alerta que la expansión de las finanzas no está libre del riesgo. En verdad, una mayor penetración del sector financiero sin las características institucionales y de los incentivos recomendados en este informe puede conducir a un pobre manejo o aun al aumento del riesgo, en vez de mitigarlo⁶.

La evidencia empírica agregada señala entonces que el desarrollo financiero tiene efecto claro sobre el crecimiento a largo plazo, también es estabilizador y está en pro de los pobres. La conexión del crecimiento y las finanzas está especialmente bien apoyada por una serie de metodologías diferentes, pero ¿cuáles mecanismos están involucrados y pueden reforzarse para un diseño de política bien concebida? Además, ¿hay riesgos al considerar la profundización financiera como una decisión rápida del crecimiento o motor a corto plazo?

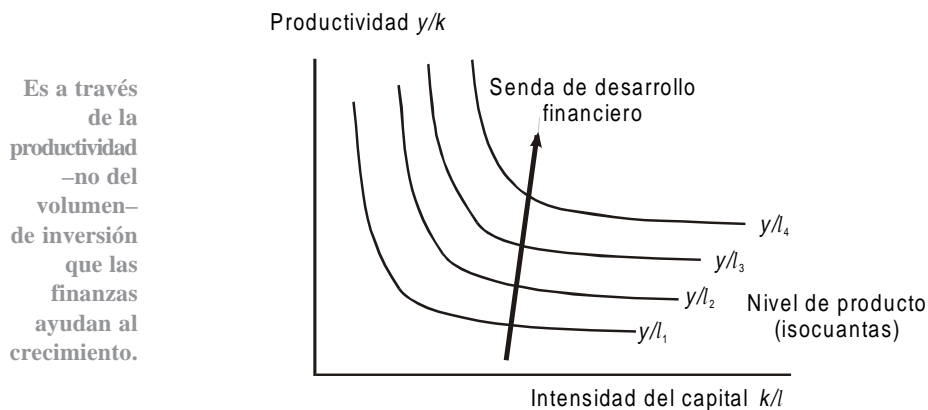
Una exploración empírica adicional de Beck, Levine y Loayza (2000) ha ayudado a destacar los probables canales a través de los cuales las finanzas contribuyen al crecimiento a largo plazo. Ellos muestran que el desarrollo financiero no está correlacionado confiablemente con las proporciones de los ahorros nacionales o con la profundización del capital (Figura 1.5: donde la flecha es casi vertical en vez de casi horizontal). *Por consiguiente, la contribución de las finanzas al crecimiento de largo plazo es mejorar la productividad total de los factores de la economía en vez de la cantidad de capital.*

Ésta se integra bien con los resultados de Bandiera y otros (2000, basados en un examen detallado del proceso multidimensional de la liberalización financiera en ocho países durante un cuarto de siglo) en que las reformas liberalizadoras ayudan al desarrollo financiero y no incrementan con seguridad el ahorro agregado. Por el contrario, las indicaciones son que la liberalización en general, y en particular aquellos elementos que relajan las restricciones de liquidez, se asocian con una caída en los ahorros. En general una tasa de ahorros baja es bastante compatible con un crecimiento más rápido si se presenta con la mejora de la eficiencia en la colocación de fondos invertibles.

Aunque el papel de las finanzas en la contribución al crecimiento es a través de su contribución a la productividad en vez de la cantidad de capital, la mayoría de los sistemas financieros desarrollados aumentan la disponibili-

6. Los problemas múltiples de las altamente monetizadas economías centralmente planificadas a continuación de la liberalización se citan como un ejemplo aquí; semejante al inapropiado uso de los derivados en México, 1994, descritos en el Capítulo 4.

Figura 1.5
CONTRIBUCIÓN RELATIVA DEL DESARROLLO FINANCIERO
A LA PRODUCTIVIDAD E INTENSIDAD DEL CAPITAL



Fuente: Basado en los resultados econométricos de Levine, Loayza y Beck (2000).

dad de finanzas externas a más firmas y específicamente tienden a favorecer los sectores económicos donde, por una razón u otra, las firmas necesitan requerir finanzas afuera. Entonces, cuando Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998) compararon la tasa de crecimiento actual de varios miles de firmas de

Más finanzas significan financiamiento externo para más firmas y en sectores específicos

30 países con la capacidad de cada una de las firmas estimada de financiar el crecimiento de largo plazo con recursos internos, ellos encontraron que una gran proporción de las firmas en las economías financieramente desarrolladas estaban creciendo más rápido que este nivel. Esto

sugiere que el desarrollo financiero en este sentido está asociado con un acceso más amplio a las finanzas externas. De manera semejante, al mirar el financiamiento agregado de las firmas en 36 sectores manufactureros en más de 40 países, Rajan y Zingales (1998) encontraron que eran los sectores económicos que, basados sobre la experiencia de Estados Unidos, necesitan depender más de las finanzas externas que crecen con más rapidez en las economías más desarrolladas financieramente.

Mayor confiabilidad en las finanzas externas representa una mejora, si las firmas financieras especializadas son buenas para monitorear los usuarios de los fondos. Sin embargo, este nivel de firmas y los resultados sectoriales no señalan necesariamente una mayor eficiencia en la colocación de los recursos invertibles. Después de todo, las mejoras en la eficiencia requieren des-

viar las finanzas de ciertas firmas o sectores. Un estudio reciente de Wurgler (2000) utilizando también datos sectoriales, y en alguna forma cierra el círculo al mostrar que la inversión sectorial responde más al crecimiento del producto sectorial en las economías desarrolladas financieramente. Dicho de otra forma, en las economías menos desarrolladas financieramente un desplome del producto en cierto sector es menos probable que resulte en que la inversión sea pérdida en ese sector, y viceversa. Evidentemente, ésta también es una medida imperfecta de la colocación eficiente, pero brinda luz adicional sobre el proceso en camino, el cual aparentemente incluye la movilización de –aunque no necesariamente un incremento en– los ahorros, la recolocación de fondos invertibles y un incremento confiable en los proveedores externos de financiamiento a las firmas, y como tal un mayor monitoreo externo de los administradores de las firmas.

Las finanzas también impactan el crecimiento positivamente a través de períodos cortos. Levine, Loayza y Beck dividen sus 35 años de datos en 7 subperíodos iguales y encuentran que las correlaciones de las tasas de crecimiento con el nivel del desarrollo financiero todavía son tan altas como en un período más largo. En verdad, si acortamos el período aun más, nosotros podemos encontrar correlaciones aún más fuertes entre la expansión del crédito privado y el crecimiento económico, pero puede ser una falacia (error). Después de todo es necesario distinguir entre (a) el crecimiento sostenido basado sobre ganancias productivas estables ayudado por la colocación cuidadosa de los recursos del capital y el monitoreo de los administradores, y (b) el crecimiento transitorio basado en insostenibles tasas de capital prestado.

Esto nos alerta respecto a la necesidad de ser cautelosos al empujar la expansión del crédito como una forma de alcanzar el crecimiento fundamentado en las finanzas. Más grande no *necesariamente* mejor. Para estar seguros esta es una marca distinguible de las economías avanzadas con ingreso alto en que sus sistemas financieros son grandes en términos de:

- El monto de los fondos intermediados y procesados.
- El número y el rango de firmas en su integridad y los servicios que ellos proveen.
- Los recursos económicos empleados.

Los resultados econométricos que hemos descrito sugieren que la asociación es en alguna extensión causal, pero es casi obvio que una acelerada precipitación hecha por las economías en desarrollo para emular la escala de los sistemas financieros avanzados es poco prudente y potencialmente costo-

Las finanzas también trabajan a corto plazo, pero hay que estar conscientes: más grande no necesariamente es mejor

sa. Por ejemplo, los intentos para precipitar la profundidad financiera (mejorar el crecimiento económico invirtiendo la ecuación finanzas-crecimiento) pueden y tienen un mal resultado:

- La ingeniería demasiado precipitada hacia un rápido crecimiento en el crédito doméstico conduce a inflación y depreciación o a insolvencia institucional (obtener este derecho es, en parte, materia de la política de estabilización macroeconómica –algunos de los más grandes fracasos aquí tienen asociación con oleadas de entradas de flujos de capital externo, discutido en el capítulo 4).
- La creación de bancos públicos para forzar la cooperación de la intermediación puede en cambio ahogar la creación de la capacidad financiera (ver capítulo 3).
- La protección del sector de los servicios financieros como una “industria naciente” puede conducir a costos excesivos y servicios pobres (Recuadro 1.2).

Las lecciones de política, en cambio, deben derivarse de la observación detallada de los procesos por los cuales los sistemas financieros de las economías avanzadas han evolucionado para ofrecer soluciones a los requerimientos financieros de las firmas –y unidades familiares– en entornos económicos complejos, y por lo tanto ofreciendo la plataforma para adicionales avances productivos. En una gran extensión, estos procesos han sido basados en el

Los agentes políticos deben enfocarse en la efectividad de los sistemas financieros

mercado y muchos de ellos ocurrieron en períodos cuando existía poca actividad gubernamental directa en los mercados financieros. Los gobiernos de los países en desarrollo que desean construir sobre este éxito hacen lo mejor al responder a las necesidades del mercado –en verdad no a las necesidades particulares de los participantes individuales del mercado, sino a las necesidades del funcionamiento del mercado en general–. En otras palabras, la ayuda no está en tratar de promover directamente la expansión del sector financiero, sino en adoptar las políticas que permitan a los participantes del sistema financiero entregar los servicios en los cuales ellos se especializan con la efectividad máxima, y asegurar en particular que las funciones de penetración más necesitadas por cada economía que puedan ofrecerse por las finanzas estén adecuadamente provistas.

Desde que desarrollar estos servicios incluye externalidades considerables y efectos de todo el sistema, una posición pasiva no es suficiente (ref. Stiglitz, 1994). Los agentes encargados de las políticas deben trabajar con el mercado para asegurar el desarrollo financiero óptimo en los dos aspectos, ayudar a coordinar el desarrollo de estructuras de mercado interconectadas y también crear la infraestructura necesaria para las finanzas.

El turno es ahora para las estructuras y la infraestructura.

Recuadro 1.2
LAS FINANZAS COMO UN SECTOR EXPORTADOR

Aquí hay una perspectiva alternativa válida que se ha visto como relevante, especialmente para algunas economías muy pequeñas. Es ver las finanzas como un sector de exportación potencial importante. En alguna extensión un negocio de exportación de finanzas exitoso puede verse como una extensión de las finanzas domésticas efectivas. Las inmensas ganancias netas de exportación de los servicios financieros del Reino Unido reflejan el legado de un cuarto de milenio de liderazgo tecnológico en las finanzas, construido sobre la experiencia holandesa a finales del siglo XVII y puesto inicialmente al servicio del financiamiento de la guerra gubernamental. La sofisticación tecnológica y de capital humano también ayudó a Hong Kong y Singapur a alcanzar roles comparables en su región. Existe alguna tendencia natural de las finanzas internacionales para concentrarse en un número pequeño de centros, cada uno reflejando un "pool" de liquidez y experiencia, y numerosos centros regionales financieros se han beneficiado de la existencia de los sistemas financieros reprimidos en su vecindario geográfico. (Además, los servicios financieros de rutina de oficina pueden exportarse sin requerir inversión sistemática alta ni recursos humanos). Desafortunadamente pocos han obtenido éxito. Muchos países que intentan desarrollar las finanzas como un negocio de exportación no tienen desarrollado el requisito legal regulatorio y las estructuras supervisoras; en cambio han buscado emplear impuestos agresivos o competencia regulatoria. Los que fueron previstos como centros de expertos financieros han resultado algunas veces poco más o menos que centros para lavado de dinero.

ESTRUCTURA

La pregunta sobre cómo escoger el diseño general de un sistema financiero surge de pronto y agudamente con el colapso de la economía planificada y el urgente requerimiento de crear una nueva estructura financiera en más de una veintena de economías en transición. Casi inmediatamente, un debate latente entre los méritos de del "mercado" intermediado o no intermediado financieramente viene a la palestra. Este debate nos ha enseñado mucho acerca de la forma como los sistemas financieros trabajan, en particular, cómo aparentemente diferentes estructuras institucionales pueden desempeñar en diferentes formas, pero con similar eficiencia, las mismas funciones económicas.

Deuda y capital: los elementos estructurales básicos

Aunque las premisas del debate –los sistemas financieros basados en la banca y los sistemas basados en el mercado pueden estar inequívocamente clasificados en su habilidad para proporcionar los servicios financieros necesarios para el crecimiento y la prosperidad– parecen, como veremos, ser falsas, es realmente verdadero que las estructuras institucionales alrededor del mercado bancario y de títulos han evolucionado a menudo y por largo tiempo de manera bastante diferente en los países.

¿Cómo son externamente financiados los fondos necesarios de una especulación, cuando son demasiado grandes para ser provistos por los mismos promotores? Los proveedores externos del financiamiento necesitan convenirse por adelantado de que las rentabilidades obtenidas están acordes a los riesgos involucrados y continuar vigilando posteriormente.

Una estrategia financiera para los proveedores y usuarios de los fondos es confiar en un banco: un intermediario más o menos grande especializado que tome el riesgo de financiar los capitales especulativos sobre sus propios libros, pongan en común el riesgo de muchas capitales especulativas, y logre economías de escala evitando la duplicación en la valoración y el monitoreo. A su turno el banco es sostenido sobre una cuerda apretada a través de su confianza en la financiación a corto plazo por un gran número de depositantes, lo cual tiene también la ventaja de dar liquidez a los depositantes. La financiación bancaria claramente tiene sentido cuando la información acerca de la solvencia del crédito es fácil de interpretar pero costosa de adquirir –como por ejemplo en una industria desarrollada, los depositantes no tienen razones para desacuerdos con la información administrativa basada en los juicios del banco.

Una estrategia financiera alternativa es vender directamente a los proveedores de los fondos la exigibilidad financiera del capital jugado. Si hay muchos desacuerdos sobre las ventajas de una acción especulativa, ésta sería una mejor forma de permitir a los agentes financieros comprometerse en las especulaciones en que ellos creen. Vender las reclamaciones financieras en un mercado abierto, donde hay tanto optimistas como pesimistas entre los ofrecedores de fondos, sería una mejor apuesta para aquellos que buscan las finanzas para la innovación que tratar de confiar es el juicio de un intermediario monolítico (Allen y Gale, 2000).

La liquidez de estas exigibilidades está asegurada teniéndolas inscritas en una bolsa de títulos organizada; sin tal liquidez, los inversionistas de fondos comunes del mercado abierto serán limitados.

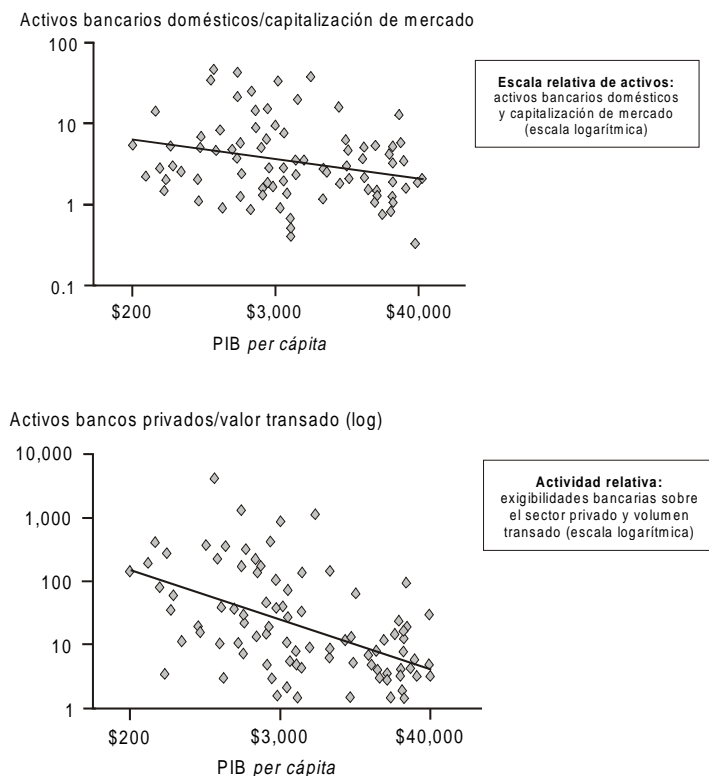
Los sistemas financieros formales en la mayoría de los países están dominados por los bancos, pero en algunos de los países más avanzados la proporción de la capitalización del mercado accionario a los activos bancarios es muy alta, y hay una tendencia general para incrementar la proporción mercado-abanca con el nivel de desarrollo en el tiempo y a través de los países (Figura 1.6, Recuadro 1.3). ¿Implica esto que pueda ser una meta de política el incremento del papel de las finanzas basadas en el mercado?

Esta pregunta se ha analizado extensivamente en la reciente investigación econométrica, con una conclusión resonante: la tendencia de un incremento general en la participación del mercado financiero con desarrollo económico “no” parece ser causal. Si uno toma las regresiones de los modelos de crecimiento, discutidas anteriormente, y las adapta añadiendo varias medidas de

la razón mercado-a-banca, los resultados fallan consistentemente en mostrar algún impacto estadístico significativo de estas medidas de estructura en el crecimiento. Parece no tener efecto, bien sobre la composición sectorial del crecimiento o sobre la proporción de las firmas que crecen más rápidamente de lo que se pueden financiar con recursos internos; aun las utilidades bancarias no parecen afectadas. Este es el caso sin tener en cuenta si la proporción que se emplea se relaciona con el volumen de los activos (depósitos bancarios, capitalización del mercado accionario) o eficiencia (margen neto de interés, rotación accionaria)⁷.

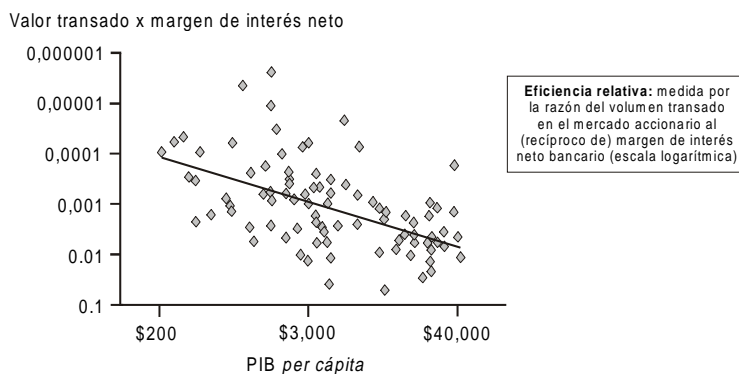
La banca y el mercado financiero sustentan el crecimiento económico

Figura 1.6
TRES MEDIDAS DEL DESARROLLO RELATIVO DE LOS BANCOS Y LOS MERCADOS DE TÍTULOS ORGANIZADOS



7. Levine y Zervos (1998a y b), Demirgüç-Kunt y Levine (1999), Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2000a), Demirgüç-Kunt y Huizinga (2000a), Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2000).

Figura 1.6 (Cont.)
TRES MEDIDAS DEL DESARROLLO RELATIVO DE LOS BANCOS
Y LOS MERCADOS DE TÍTULOS ORGANIZADOS



Fuente: Base de los datos BDL.

No necesitamos concluir que el tipo de financiamiento no importa. Un aspecto de lo que parece que ha sucedido es que las firmas en las economías exitosas han encontrado una mezcla de mercado de capital y desarrollo bancario que atiende a sus propias necesidades financieras particulares y las estructuras institucionales; cuanto más alto el nivel del ingreso, probablemente pesará más la balanza hacia el capital. La tecnología de la producción y las condiciones del mercado de productos que enfrentan diferentes firmas juegan un papel en inducir diferentes enfoques en las decisiones financieras. Así esta evidencia por ningún medio corre en contra de la necesidad de un apropiado grado de diversidad en los canales de financiamiento en cada país. En cambio, el mensaje debe ser que tanto el desarrollo de la banca como del mercado financiero ayudan al crecimiento económico: cada uno puede complementar el otro.

Para estar seguros, la política también influencia la importancia relativa de los bancos y los mercados accionarios en algunos países. A menudo las políticas que favorecen un segmento tienen el efecto de ahogar el otro, con el resultado que el sistema financiero no desarrolla el rango óptimo de estructuras para sus necesidades. Por ejemplo, en muchos países las políticas de restringir la información o sujetar los dividendos a múltiples gravámenes ahogan el desarrollo de capitales y ayuda a relaciones de deuda financiera, especialmente cuando los intereses pagados son deducibles. Similarmente, la represión relativa de los sistemas bancarios de la India y Corea comparados con menos intervencionismo en el sector no bancario contribuyó claramente al desarrollo del último en los años 1980 y 1990. La restricción, de la mitad de los años 1930, que impedía a los bancos comerciales de los Estados Unidos

Recuadro 1.3

TIEMPO, INGRESO E INFLACIÓN: HECHOS ESTILIZADOS SOBRE LA PROFUNDIDAD FINANCIERA

Aún antes de examinar las determinantes institucionales del desarrollo financiero y la relación causal entre las finanzas y el crecimiento, ciertas regularidades empíricas pueden detectarse en los datos macroeconómicos, conectando la profundidad financiera, la inflación y el PIB *per cápita* con una significativa variación a lo largo del tiempo.

Para la profundidad monetaria (M2/PIB), los análisis de panel de corte transversal de series de tiempo con 2.700 observaciones que cubren más de 120 países para más de 35 años de los datos de BDL (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine 2000a) nos permiten cuantificar esas relaciones macroeconómicas y sugiere un número de hechos estilizados:

Profundidad monetaria

- Se incrementa cerca de tres puntos porcentuales por cada US\$1.000 de incremento en el PIB per cápita,
- y cerca de un cuarto de un punto porcentual cada año,
- pero cae cerca de la mitad de un punto porcentual por cada aumento del punto porcentual en la tasa de inflación a mediano plazo.

La importancia de la inflación, especialmente la alta inflación, en obstruir el desarrollo financiero es recalcada por Boyd, Levine y Smith (publicación próxima). Sus regresiones, las que incluyen una amplia lista de variables de control y examinan efectos no lineales de la inflación, confirman el tamaño promedio del impacto inflacionario sobre la profundidad financiera observado anteriormente. También muestran que los países con alta inflación obtienen desarrollo financiero más bajo, pero que, más allá de cierto punto, un incremento adicional en la inflación tiene poco impacto adicional.

La tendencia creciente en la profundidad financiera no ha prevenido una secular reducción en la tasa mundial de crecimiento. Parece paradójico a la luz de la proposición que los sistemas financieros profundos ayudan a generar el crecimiento. Una interpretación es que los cambios tecnológicos en el tiempo han incrementado la intensidad financiera del crecimiento, implicando que los sistemas financieros más profundos son requeridos para lograr la misma tasa de crecimiento de antes.

Nota: Estos resultados son las relaciones estimadas a largo plazo (cointegración) del mecanismo de corrección de un error imponiendo coeficientes comunes a través de los países, excepto para un país con efecto fijo. Método de estimación: GLS con ponderaciones de corte transversal.

tomar significativos capitales en propiedad en las firmas no financieras ayudó a hacer al menos las grandes firmas más seguras en el mercado accionario, como tuvieron las restricciones del origen del país sobre la diversificación geográfica de los bancos. El punto principal es que estas restricciones no impidieron al sistema financiero estadounidense apoyar adecuadamente el consecuente crecimiento de EU. Un caso contrastante es el de los bancos del Reino Unido: si bien la política pública no impuso ninguna restricción comparable en sus actividades, también dejó campo para una sustancial contribución del mercado accionario al desarrollo del sistema financiero del Reino Unido y la economía.

Las razones para contrastar el comportamiento de las diferentes instituciones financieras en diferentes países continuará debatiéndose. Lo que los resultados de la investigación reciente han establecido es que ellas importan mucho menos de lo que anteriormente se pensó, y que los mismos servicios financieros importan más que la forma en que se presten. En verdad, la variedad de los servicios necesarios va más allá de lo que puede medirse en los datos agregados para la escala y la actividad de los bancos y los mercados.

Una razón por la cual la dicotomía entre los bancos y los mercados no ayuda mucho a predecir el crecimiento es que no corresponde de cerca a la dicotomía entre la deuda y el capital⁸. Una serie de instrumentos financieros diferentes son necesarios para permitir a las firmas en diferentes circunstancias obtener una adecuada estructura de su financiamiento. La deuda es el

La asimetría de información limita el acceso al capital en los países en desarrollo, y junto con los problemas legales, limita la disponibilidad de deuda a largo plazo

instrumento clásico que puede utilizarse para disuadir a los *insiders* en una firma exitosa de pretender que ellos están incapacitados para remunerar a los financieros externos⁹. Con contratos de deuda simple los pagos no se suponen condicionales al desempeño de la firma, y la insolvencia instrumentará una transferencia del control (bien de una subsidiaria, o de la propia firma) a los financiadores externos. *Provista esta transferencia de control puede confiarse que tendrá lugar en verdad* (y como se discute posteriormente, esto es sin lugar a dudas garantizado para países en desarrollo), esto les da a los prestamistas la confianza que, aun si ellos no pueden

monitorear el desempeño de la firma muy confiablemente, estarán en la capacidad de entrar, tomar control y hacer efectivo el valor de la firma en el evento de insolvencia.

Una reflexión histórica interesante ayuda a confirmar que la verificabilidad de los resultados es el punto central. En algunos de los primeros contratos tipo deuda, especialmente los préstamos de los viajes en barco (marítimos) de la antigüedad, se efectuaron pagos en parte condicionales sobre uno de los aspectos verificables del éxito, ya que el deudor no tenía que atender el préstamo a menos y hasta que el barco financiado retornara, en cuyo caso, como con los “bonos chatarra” (*junk bonds*) de tiempos más recientes, ellos pagaban retributivamente.

8. Por ejemplo, la media de la proporción deuda a capital para las firmas de la gráfica 1.7 está débilmente correlacionada ($R = -0.40$) con el indicador de mercado vs. estructura bancaria, adaptados por Demirgüç-Kunt y Levine (2001).

9. Usamos el término para incluir administradores, directores y accionistas dominantes de una firma.

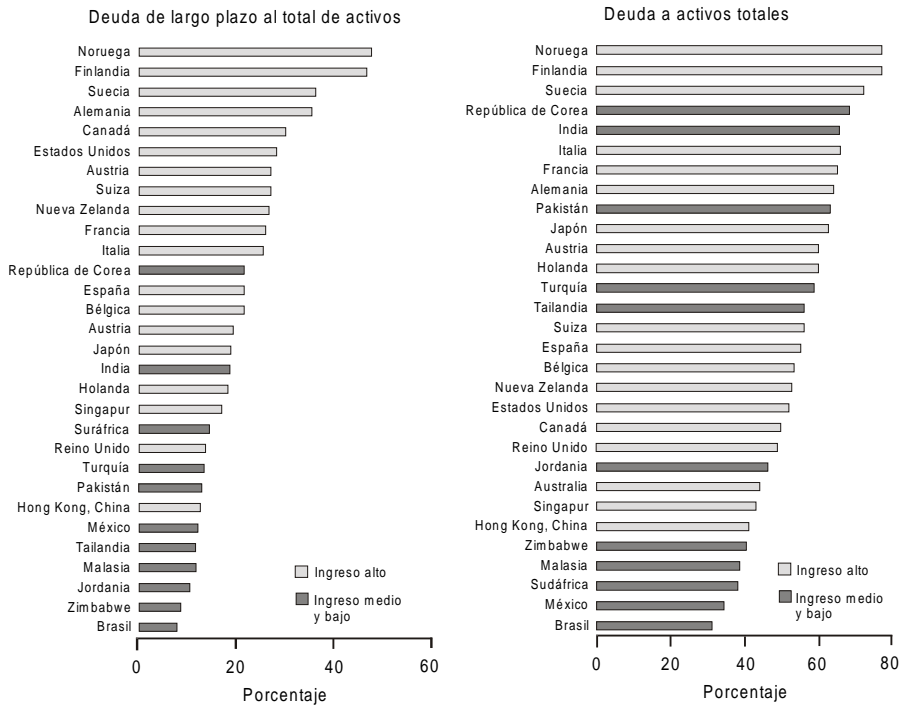
Y es importante que se deje algo para tomar control: la deuda es la más disponible para las firmas con activos tangibles (estimados por Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999) basados en las cuentas financieras de una gran muestra de compañías inscritas en los países desarrollados y en desarrollo, indica que, reemplazar US\$100 de activos intangibles con tangibles incrementará la confianza en la cartera financiera en promedio entre US\$36 y US\$51).

La complejidad de gran parte de la economía moderna y de la actividad de los negocios ha incrementado en gran parte la variedad de formas como los *insiders* pueden tratar de esconder el desempeño de la firma. Sin embargo el progreso en la tecnología, la contabilidad y las prácticas legales han ayudado también a mejorar las herramientas de detección, y el equilibrio de asimetría de información entre el usuario y el proveedor de los fondos no se ha reducido tanto en los países en desarrollo como en las economías avanzadas y puede haberse deteriorado. El problema del monitoreo limita el potencial para las firmas tener acceso a capital por fuera y este problema es más agudo en los países en desarrollo.

En verdad, el acceso a la deuda financiera de largo plazo es limitado en los países en desarrollo, aun para las firmas líderes. Probablemente las causas son no solamente las asimetrías de información y poca claridad general, sino también una pobre legislación colateral y eficiencia judicial débil, hace difícil escribir contratos fuertes o reforzarlos en los estratos judiciales. El examen de los extractos financieros aun de las compañías inscritas muestra claramente que la proporción de los activos totales financiados por deuda es pequeña –y mucho más pequeña si limitamos nuestra atención a la deuda a largo plazo– en aquellos países en desarrollo para los cuales los datos están disponibles que en la mayoría de los países industrializados (Figura 1.7) El bajo promedio de vencimiento de la cartera emitida por las firmas en los países en desarrollo no está totalmente explicado por mayor inflación –aunque no hay nada como la inflación para ahogar los mercados de cartera a largo plazo–. Esto no significa que esas firmas han sustituido el capital externo. Mientras los datos no nos permiten identificar separadamente el capital externo, la presunción debe ser que estas firmas han obtenido financiamiento sustancial por retención de ganancias y por financiamiento de capital de los vinculados a la firma; aquellos que no están impedidos por el problema de la asimetría de información. Esta es una razón para la creciente importancia de la inversión privada de capital.

La mayoría de los préstamos de las firmas en las economías en desarrollo proviene de los bancos y el costo de este financiamiento también depende de la eficiencia operacional y competitividad del mercado bancario. A este res-

Figura 1.7
PROMEDIO DE APALANCAMIENTO DE FIRMAS INSCRITAS EN LAS ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS Y EN DESARROLLO

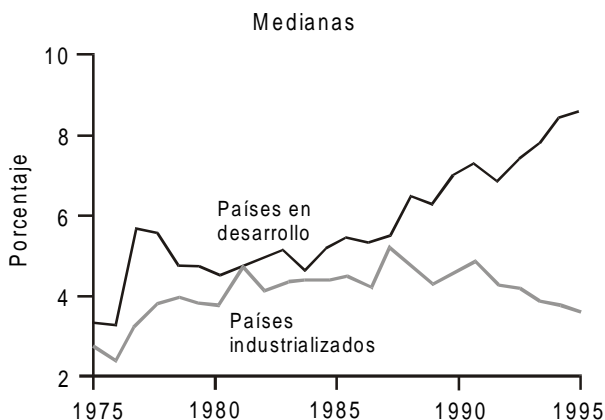


Nota: Los datos son un promedio de la información recogida en 1981-1990.
Fuente: Basado en Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999).

pecto, también, el desempeño de las economías en desarrollo subyace. Una aproximación a este desempeño es el margen de intermediación. Los indicios son que la liberalización de las tasas de interés bancarias han ampliado este margen (Figura 1.8); en verdad, mientras la mediana del promedio de la extensión cotizada en las economías avanzadas se encogió durante la segunda mitad de los años 1990 sobre 300 puntos básicos, la gráfica correspondiente para las economías en desarrollo continuó ampliándose más allá de los 800 puntos básicos. Algunos de estos incrementos reflejarán mas valor de los préstamos refinanciados en el entorno liberalizador, reflejan mejor el alto riesgo de insolvencia en el típico portafolio bancario de

Prestar de los bancos es costoso en los países en desarrollo, pero el desarrollo del mercado de capital ofrece una fuerza competitiva contrarrestante

Figura 1.8
EXTENSIONES DE LA INTERMEDIACIÓN



Las ganancias competitivas y eficientes reducen los márgenes en los países industrializados; la liberalización ha permitido una gran reflexión del riesgo en los márgenes de los países en desarrollo.

Nota: El gráfico muestra las tendencias en la mediana de la intermediación para los bancos en los países industrializados y en desarrollo, 1975-1999.

Fuente: Honohan (2001a).

un país en desarrollo¹⁰. Algunos, tal vez, reflejarán un ejercicio que incremente el poder del mercado por los bancos y banqueros en los mercados bancarios internamente liberalizados; especialmente donde el capital se ha erosionado por las crisis bancarias, los bancos serán sensibles para utilizar sus nuevas libertades para construir el capital a través del ejercicio del poder del mercado. La necesidad potencial de medidas de política para protegerse contra la concentración del poder del mercado a continuación de la liberalización bancaria es evidente, pero las autoridades se demorarían en efectuar esto si el capital de los bancos es bajo debido a problemas anteriores: esto será como un cuasi-impuesto escondido sobre los clientes bancarios para restaurar la capitalización adecuada (véase capítulo 2).

La concentración de la banca es también demostrablemente perjudicial para el crecimiento industrial, pero, como lo muestra Cetorelli y Gambera (2001), los efectos son complicados por el hecho que los sistemas bancarios no competitivos son particularmente adaptados para beneficiarse de las relaciones de préstamo con las firmas jóvenes con pesados requerimientos finan-

10. Una explicación adicional está en la conexión entre más altas tasas de interés del financiamiento y el altísimo riesgo de prestar (ref. Agénor, Aizenman y Hoffmaister, 1999).

cieros. (En un mercado no competitivo, los bancos pueden esperar que sus inversiones iniciales al establecer una relación prestamista con tales firmas sea gratificada con una larga corriente de ganancias). En verdad, el efecto perjudicial de la concentración se encontró más baja en sectores probablemente con predominio de tales firmas.

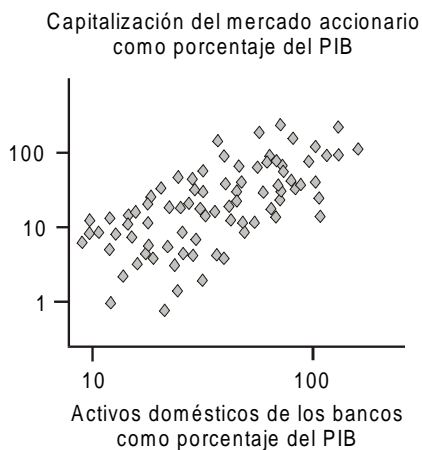
El desarrollo de los mercados de títulos valores –capital como también cartera– puede ofrecer una fuerza contrabalanceante al exceso de utilidades en la banca. En verdad, la profundidad bancaria parece correlacionarse con la liquidez de los mercados a través de los países (Figura 1.9). Al intentar entender el desarrollo del mercado accionario, es fácil distraerse por los grandes mercados de capital anónimos que han resultado muy importantes en las economías avanzadas, hasta el punto que uno olvida el hecho que, en los países en desarrollo, aun las firmas inscritas en el mercado accionario a menudo tienen el grueso de su capital en menos de inversionistas que están relacionados cercanamente. En verdad, en términos históricos, la primera utilización extensiva de las finanzas de capital formal no fue realmente para obtener un mercado anónimo, sino que sirvió como una forma de transferir la propiedad entre círculos de asociados en negocios limitados, y así es para la mayoría del capital hoy, especialmente (obvio), pero no solo, para las firmas sin inscripción¹¹.

Aun más, si los problemas de la información asimétrica pueden superarse o aliviarse, el capital externo es claramente un instrumento financiero que puede ofrecer ventajas considerables para el usuario y el proveedor de los fondos. El capital financiero permite a los promotores vinculados y administradores de las firmas el tiempo para completar los proyectos estratégicos a largo plazo y para recobrase de dificultades inesperadas sin tener que incurrir en los costos de reorganización. Aunque los poseedores de capital tienen derechos de propiedad básicos y están por ganar mucho si la firma resulta muy exitosa, estas ventajas dependen del funcionamiento efectivo de la junta de directores dando a todos los accionistas el tratamiento justo.

Cuando esto no puede asegurarse, el capital puede ser vendido a los inversionistas sólo a un descuento. Esto ha sido dramáticamente mostrado para el Este de Asia en los estudios de Claessens y otros (1999a, b), quienes han documentados cuidadosamente la estructura básica de propiedad de 3.000 firmas inscritas en nueve países, examinando el control de grupo y familia, y entonces el grado de control de facto por administración o por los accionistas dominantes, a menudo a través de estructuras piramidales que son común-

11. Baskin y Miranti (1997) documentan la utilización de los capitales comunes en el siglo XIX y principios del XX.

Figura 1.9
MEDIDAS DEL MERCADO ACCIONARIO Y EL DESARROLLO BANCARIO



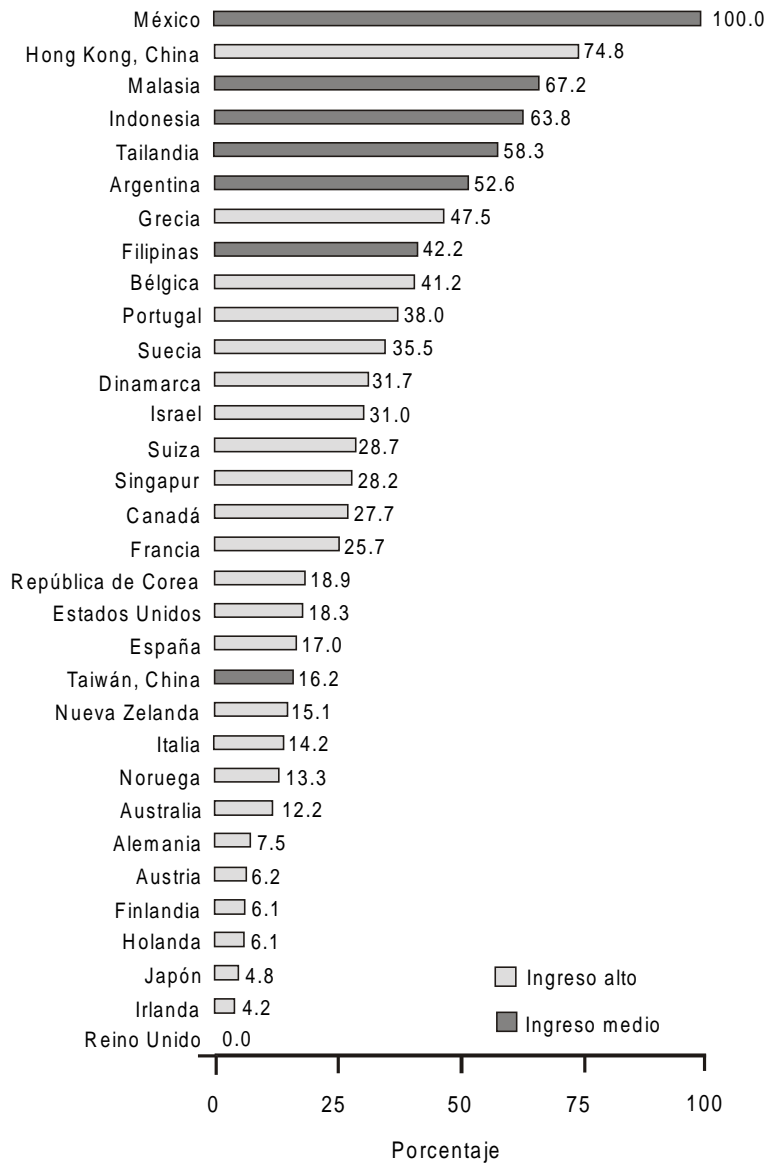
Fuente: Base de los datos BDL.

mente encontradas, y no sólo en esa región (Figuras 1.10, 1.11)¹². Hasta algún punto, tales estructuras reflejan la enorme concentración del poder económico en los países en desarrollo (un punto que tiene consecuencias para la conducta de la regulación prudente también, discutida en el Capítulo 2). El incremento en la concentración de la propiedad daña el desempeño del mercado accionario de estas acciones, las cuales se comercian con un descuento para compensar a los financistas externos por la probabilidad de que sus intereses serán relativamente olvidados. También aquí vemos que el funcionamiento del mercado no puede apoyarse siempre para alcanzar el óptimo, y en este caso las que sufren son las normas del buen gobierno de la firma y la colocación de los recursos.

Alguna protección puede ser provista por los informes financieros verídicos y comprensivos y por las leyes que requieren de los directores trabajar en el mejor interés de todos los accionistas. Obvio, si las leyes y su fortalecimiento dependen en la práctica del aval de la misma élite que controla gran parte de la mayoría de las firmas de la economía, ellos no se apresurarán a

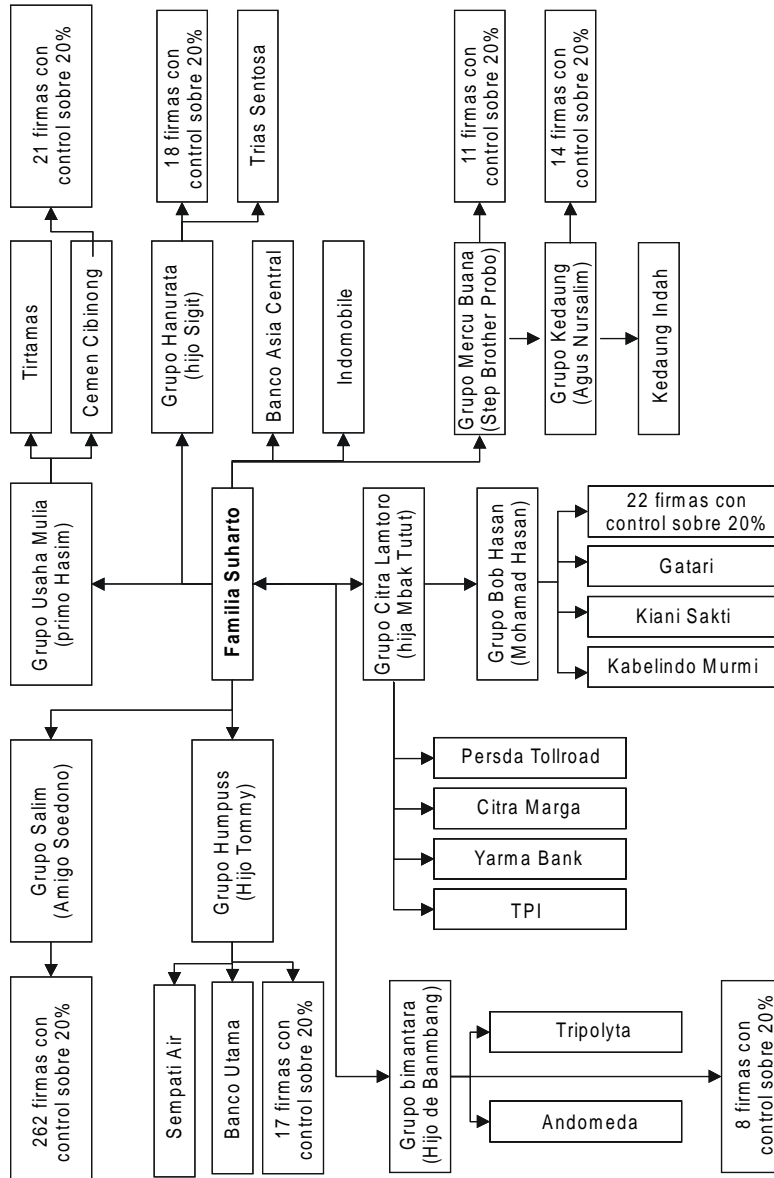
12. Cf.: La porta, López-de-Silanes y Schleifer (1999a) para los países avanzados. Un estudio de Khanna y Palepu (1999) del monitoreo de los grupos industriales de la India también enfatiza del efecto frío de la oscuridad de las inversiones externas. Observa, sin embargo que algunos países se apoyan fuertemente en la propiedad familiar, de acuerdo con la Figura 1.10, y tienen fuerte experiencia y desempeño económico boyante.

Figura 1.10
VALOR DEL MERCADO DE FIRMAS DE PROPIEDAD FAMILIAR COMO
UN PORCENTAJE DEL VALOR TOTAL DEL MERCADO DE CAPITAL
DE LAS 20 FIRMAS TOPE



Fuente: La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999a); Claessens, Djankov y Lang (2000).

Figura 1.11
 "Y EL DUEÑO ES... EL GRUPO DE LA FAMILIA DE SUHARTO".



Fuente: Claessens *et al.* (1999a).

proveer su aprobación. Todavía más, los *insiders* no siempre se benefician en términos netos de un ambiente en el cual ellos no pueden comprometerse creíblemente a un tratamiento justo de los accionistas externos.

Estas clases de requerimientos parecen más importantes que simplemente establecer una organización formal para facilitar la comercialización de las acciones. No obstante, una vez los requisitos esenciales para la emisión de capitales por las firmas han sido establecidos, resulta importante asegurar que los procedimientos de la comercialización y las prácticas en el mercado accionario organizado también sean tales que la liquidez adecuada sea obtenible a precios justos. El rápido desarrollo de las prácticas y la tecnología de los mercados maduros hacen mucho más fácil que en el pasado adoptar e implementar la comercialización y descubrir los mecanismos de precios que son efectivos y, en pocas palabras, asegurar la integridad del mercado para la comercialización de bonos y capital (cf. IFC, 1998).

La alimentación forzada de un mercado accionario local, tal vez, como se ha intentado en muchos países pequeños, puede ser montar el caballo antes de ensillarlo. Nuevas y numerosas bolsas bursátiles se han establecido en los años recientes a pesar de condiciones adversas. Muchas tienen liquidez extremadamente baja y un muy pequeño número de acciones negociadas. Especialmente con oportunidades crecientes para las alianzas internacionales y la inscripción y la comercialización interfronteriza, es incierto cómo puedan y deban sobrevivir estas bolsas. Retornaremos al papel de los sistemas financieros pequeños en el Capítulo 4.

LA INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

Si lo necesario es facilitar el funcionamiento efectivo de los mercados de cartera y capital –permitiéndoles responder a las demandas colocadas en ellos

Es mejor enfocar las políticas en el desarrollo de una infraestructura sólida, que en estructuras específicas

por las necesidades de los proveedores y usuarios de los fondos– todavía queda la pregunta ¿cuáles medidas de política son apropiadas? La respuesta que naturalmente surge de los resultados de investigación que hemos considerado y de la experiencia desagradable del control gubernamental de los intermediarios financieros (discutido en el Capítulo 3) es que estas políticas son probablemente más efectivas si están dirigidas a la infraestructura¹³ en vez de directamente a las propias estructuras financieras.

13. El término “infraestructura financiera” intenta capturar el marco de reglamentaciones y sistemas dentro del cual planean, negocian y desempeñan transacciones financieras las firmas y familias. Como tal,

Las lecciones del examen de la estructura financiera apuntan a la conveniencia de medidas de infraestructurales políticas que promuevan la producción y comunicación de la información; limiten el ejercicio del poder del mercado, bien en la banca¹⁴ o por los *insiders* contra los accionistas; y aseguren un funcionamiento eficiente de los mercados organizados de valores.

¿Pero cuáles deberían ser estas medidas de política? Por ejemplo, ¿cuáles reglamentaciones y procedimientos limitan la tendencia para los participantes a una falsa presentación de la información relevante, para evadir compromisos que ellos han garantizado, y explotar la fuerza del mercado? (Aquí nuestro primer principio de formación de políticas de los aspectos generales viene a la mente: “Trabajar con el mercado, pero no dejarlo al mercado”).

Es en el área legal que la investigación reciente sobre sistemas financieros efectivos ha hecho más progresos, y en áreas que van más allá de la necesidad obvia y crucial para asegurar que los derechos de los acreedores puedan, en el evento de una insolvencia, ser ejercitados con rapidez y sin mayores costos. El gobierno naturalmente tiene una ventaja comparativa en el diseño e implementación de la ley. Un posible enfoque de diseño de políticas en el campo legal es actualizarse y redefinir las leyes y las prácticas legales en las áreas que afectan las finanzas: llevar la estructura legal a las mejores prácticas, como está definida en una de las más economías avanzadas.

Hace algunos años una sorpresiva declaración, apoyada por investigación cualitativa detallada, arrojó dudas sobre esta prescripción. En una serie de trabajos, La Porta, López-de-Silanes, Schleifer y Vishny (1997, 1998) sugirieron que la opción de la tradición legal no es inocua. Específicamente, ellos declararon que los sistemas legales derivados de la ley común inglesa son más eficaces que los derivados del código napoleónico, en términos de favorecer el desarrollo financiero y en apoyar el crecimiento económico en general. (De acuerdo con su investigación, el desempeño de las otras dos familias legales reconocidas por los académicos legales, la alemán y la escandinava, se ubican entre las dos anteriores).

Estos resultados iniciales de La Porta, López-de-Silanes, Schleifer y Vishny pueden interpretarse, por ejemplo, en términos de la protección relativa que

**Sistemas legales
diferentes ofrecen
protección diferente**

incluye las estructuras legales y regulatorias (incluyendo los mecanismos fortalecimiento de la reglamentación y contratos); recursos supervisores y prácticas; provisión de información (por ejemplo, reglamentaciones y prácticas contables y de auditoría, agencias de crédito, agencias de rating, registros públicos); facilidades de liquidez; sistemas establecidos de pagos y títulos; y sistemas de bolsa (por ejemplo servicios de comercialización e inscripción, reglamentaciones de comercialización, plataformas de comunicación e información).

14. La apertura como un tratamiento que limita el poder del mercado en la banca se analiza en el Capítulo 4.

es formalmente garantizada por las diferentes tradiciones legales a los administradores de una firma, el control de los accionistas y otros *insiders* en contra de los agentes financieros externos, incluyendo tanto a los acreedores y accionistas minoritarios. En verdad, los autores identifican un conjunto de aspectos de mercado que indican esta protección relativa en la ley. Por ejemplo, si una firma se declara en quiebra, ¿puede un acreedor asegurado tomar la subsidiaria o una demora automática en tal toma lo elimina (una demora automática evidentemente protege a los *insiders* de acreedores asegurados)? ¿Tiene la administración derecho a permanecer con el control de la firma que se ha colocado para la reorganización bajo protección de una corte? ¿Existen provisiones obligatorias para votar por medio de un apoderado por correo? ¿Tienen todos los accionistas iguales derechos de voto y un derecho de compra para participar en cualquier nueva emisión de acciones (al proteger a los accionistas minoritarios)? ¿Puede una pequeña minoría de accionistas insistir en llamar una asamblea general extraordinaria de accionistas? ¿Pueden los directores ser enjuiciados por el tratamiento opresivo a los accionistas?¹⁵.

Mientras los diferentes mercados de referencia no pueden asignarse un valor cuantitativo en términos del grado de protección que ellos ofrecen, la norma es bastante clara: al utilizar datos de 49 países alrededor del mundo, la protección relativa está cercanamente correlacionada entre los países con las cuatro formas de clasificación del origen legal y con características de reglamentaciones legales que a su vez están asociadas con el origen legal. Significativamente, los fuertes derechos de los accionistas (medidos crudamente por un promedio de los mercados) están asociados con un mayor número de firmas inscritas y con más alta capitalización del mercado accionario; los derechos de los acreedores fuertes están asociados con un alto nivel del crédito bancario y bonos financieros. Este resultado, que la protección legal ayuda a mantener el desarrollo del mercado financiero, está confirmado y reforzado por el trabajo de Levine, Loayza y Beck (al cual ya se ha hecho referencia y que nuevamente utiliza la variable del origen legal como un instrumento para ayudar a controlar la posibilidad de la causalidad reversada).

Entonces el origen legal está correlacionado con el desarrollo financiero y las finanzas ayudan al crecimiento económico, pero es un error acelerarse a decir que el propio origen legal fue el mayor determinante causal del crecimiento económico. El trabajo econométrico más reciente sugiere que las sendas de causalidad son más complejas. Dos estudios recientes proponen

15. En verdad, la ley común inglesa ve a los directores como fiduciarios de los accionistas con el deber de lealtad a ellos (Johnson, McMillan y Woodruff, 1999).

mecanismos alternativos, cada uno de los cuales parece describir los datos más exactamente. Ambos enfatizan las condiciones históricas en los países que adoptan sistemas legales de los países centro europeos.

- El primero (Acemoglu, Johnson y Robinson 2000) distingue entre las colonias que fueron explotadas por el poder colonial y las que fueron establecidas por los colonialistas: sólo en la última (identificada económicamente por tasas de mortalidad bajas experimentadas por los colonialistas) podrían los beneficios de una bien diseñada legislación y de otras instituciones tener un efecto.
- El segundo trabajo (Berkowitz, Pistor y Richard, 2000) enfatiza lo que ellos llaman legalidad, esto es, el grado en el cual las instituciones legales en realidad trabajan efectivamente. El origen legal también se correlaciona con la legalidad y con la misma calificación. Pero Berkowitz, Pistor y Richard toman una dirección diferente y argumentan que los países donde los sistemas legales foráneos fueron directamente trasplantados del país de origen a un entorno no receptivo (o aun a un entorno receptivo si el trasplante fue indirecto y por lo tanto en alguna forma imperfecto) fracasaron en desarrollar una legalidad efectiva.

Cada uno de estos puntos de vista conduce a variables explicativas diferentes y los resultados econométricos indican que cada una de estas variables es más eficaz respecto al origen legal como una explicación del crecimiento económico. Probablemente el mensaje clave de estos estudios no es que el desarrollo exitoso requiera un liderazgo colonial benevolente, sino más bien que la naturaleza de la interacción histórica con los centros europeos fue frecuentemente destructiva o contraria a la efectividad de las instituciones locales.

La última palabra sobre esta materia no ha sido escrita pero aun si no es por sí misma una fuerte influencia causal independiente sobre el crecimiento económico, el debate y el análisis del papel del origen legal ha profundizado nuestra comprensión de las estructuras legales en el funcionamiento de los sistemas legales. La investigación ha mostrado que la protección diferencial de los distintos poseedores de capital tiene una influencia sobre el desarrollo relativo de los mercados de cartera y capital, en el grado en el cual se mantienen ampliamente las firmas, o más generalmente el grado al cual ellas están financiadas externamente, y además, sobre el desarrollo general del sector financiero.

Específicamente, la proposición de que el origen legal influencia el desarrollo financiero no contradice estadísticamente las teorías colonialistas y de

La protección de los derechos de propiedad favorece el desarrollo del mercado financiero y la inversión

trasplante discutidas anteriormente. En verdad, Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2000b) muestran que el origen legal continúa siendo un factor explicativo importante para varias medidas del desarrollo financiero en las regresiones de corte transversal entre los países. (Es la persistencia de esta conexión a que nos permite utilizar el origen legal como un instrumento para ayudar a identificar el impacto de causalidad de las finanzas sobre el crecimiento, discutido anteriormente). La variable colonial también parece estar correlacionada significativamente con el desarrollo financiero y en menor grado la variable del trasplante¹⁶.

Y el mensaje de política de los resultados econométricos sistemáticamente apuntan en una dirección: lejos de impedir el crecimiento, la mejor protección de los derechos de propiedad de los financistas externos favorece el desarrollo del mercado financiero y la inversión¹⁷.

Pensemos que esta observación es demasiado obvia, recordemos que esta perspectiva –atractiva y convencional para los proveedores de financiamiento– no es infalible. En verdad hay algo por decir sobre bases teóricas del punto de vista alternativo que los proveedores de las finanzas no deberían protegerse

Aunque la teoría muestra que demasiada protección a los acreedores impide las iniciativas empresariales, la evidencia sugiere que el mayor riesgo es el de la protección insuficiente

demasiado. Después de todo, el crecimiento depende de las iniciativas empresariales, la cual es provista por los promotores internos de la firma; dándoles insuficiente protección legal podría empañar su entusiasmo hacia nuevas especulaciones. Desde otra perspectiva, podemos ver que ofrecer demasiada protección a las reclamaciones sobre la subsidiaria estimula la pereza de los bancos, los que fracasan explotando sus espe-

cialidades en la función social de la evaluación y monitoreo del proyecto, confiados en cambio en tomar la subsidiaria y en su protección legal (este escenario es trabajado teóricamente por Manove, Padilla y Pagano, 2000).

Y se debe evitar elaborar contratos completos y de carácter forzoso mas allá de su verdadero valor. Como Keynes (1923) memorablemente señaló: “los absolutismos de los contratos... son los padres reales de la revolución”. Estos y otros argumentos similares tienen un grado de validez, pero el juicio

16. Sorpresivamente una variedad de variables políticas de estructuras fracasan en su desempeño en predecir el desarrollo financiero en este estudio; retornamos a factores políticos en el Capítulo 3.

17. En casos extremos, aun un sector financiero líquido deseoso por prestar no encontrará acreedores si los derechos de propiedad están protegidos insuficientemente. Johnson, McMillan y Woodruff (1999) ofrecen alguna evidencia interesante de Europa Oriental y de la antigua Unión Soviética (países que, incidentalmente, no están incluidos en la muestra legal de La Porta y otros) mostrando que, en 1997, fue la diferencia en la percepción de las firmas de la seguridad de sus derechos de propiedad la que determinó sus deseos para invertir, y no cualquier aspecto del acceso a las finanzas externas.

neto debe ser empírico, y aquí toda la evidencia reciente apunta a que son los problemas de protección insuficiente de los retenedores de reclamaciones, en de que lo contrario. La ausencia de una “cultura del crédito”, esto es, el incentivo y la práctica de los acreedores para pagar, provoca la respuesta predecible de los posibles prestamistas. Además, la ausencia de restricciones sobre el abuso del poder interno para esconder los recursos de una firma de la vista de la minoría de los accionistas los hace reacios a proveer el capital financiero en el futuro. El fracaso en establecer estas normas retiene el desarrollo de los mercados financieros, y por lo tanto limita el acceso empresarial a un adecuado rango de instrumentos financieros a un costo razonable.

A pesar del retiro del gobierno de muchas esferas de la actividad económica, y aunque las reglamentaciones excesivas y contraproducentes para los mercados financieros tienen a menudo problemas, es muy difícil negar que el gobierno necesita tener un papel en este campo de asegurar la adecuada infraestructura financiera¹⁸. Donde el gobierno se ha ausentado totalmente de su responsabilidad final de licenciamiento y supervisión prudente de los bancos, de la regulación de las emisiones públicas y la comercialización de los títulos, o de crear y apoyar el sistema legal necesario para resolver los conflictos en materia de contratos, los resultados han sido malos.

Por lo tanto, el primer principio clave que por ahora es casi evidente por sí mismo: al diseñar e implementar las políticas para el sector financiero, el gobierno debe trabajar con el mercado para desarrollar la efectividad del funcionamiento del mercado, pero no puede dejar estas materias a los participantes individuales del mercado y al mercado como un todo.

Pero para suplementar –o compensar la ausencia de– la acción gubernamental, hay un marco claro y práctico para los participantes del mercado en amplificar las estructuras regulatorias donde esto es necesario. La práctica en algunos de los más exitosos mercados accionarios organizados ofrece buenos ejemplos de tales iniciativas privadas. En verdad, la mayoría de los mercados imponen algunos requerimientos de divulgación y normas de gobierno corporativo sobre y por debajo de aquellas ofrecidas por y en la ley de las compañías en general, y lo mejor es dar confianza a los participantes del mercado. Ellos también crean reglamentaciones especiales para

El gobierno debería trabajar con los mercados para desarrollar una infraestructura financiera

Hay un marco claro para los participantes del mercado para incrementar las estructuras regulatorias, pero ellas deben estar en vigor

18. Aunque para el caso en contra de la regulación gubernamental de las finanzas, ver Easterbrook y Fischel (1999).

los procedimientos de comercialización en el mercado, incluyendo la prohibición del comercio interno y otras formas de prácticas colusivas entre los especialistas de los mercados.

Un instructivo ejemplo reciente, con evidente potencial aplicativo a los países en desarrollo, es la forma en la cual el mercado accionario alemán –la Bolsa Alemana privada (Deutsche Börse)– reaccionó a la percepción que los requerimientos de divulgación para las compañías inscritas eran demasiado débiles para generar un nivel de confiabilidad de los accionistas. En consecuencia tuvieron lugar pocas inscripciones nuevas. El problema se remonta al tratamiento tradicional de la contabilidad alemana la cual impone un requerimiento de prudencia al reportar que, mientras protege los intereses de los acreedores (cuyo principal requerimiento es tener un anuncio temprano de problemas de solvencia), tiene el efecto de guardar en secreto la posición financiera actual de una firma, exactamente la información necesitada por un posible accionista. Una reforma general de los estándares de la contabilidad para aproximarse al International Accounting Standard (IAS) es contemplada por Alemania, como por muchos otros países, y ayuda a resolver este problema. Mientras tanto, el mercado accionario, aunque obligado a admitir cualquier compañía que satisfaga los requerimientos de inscripción estatutarios, decidió crear un nuevo segmento de alto perfil del mercado con mayores requerimientos de divulgación. La admisión a este nuevo segmento, el Neur Markt (Nuevo Mercado), requiere reportes trimestralmente de acuerdo con los estándares de la IAS. Desde su establecimiento en 1996, ha sido asociado con una explosión de nuevas emisiones atribuibles al incremento de la confianza del accionista¹⁹.

Como toda organización regulada por sí misma, la Deutsche Börse no puede dispensarse totalmente con las cortes: aunque una compañía inscrita en el nuevo segmento ha aceptado voluntariamente las reglamentaciones más duras y puede ser removida de la inscripción del Neue Markt en caso de violación, pueden suceder futuros desacuerdos sobre el cumplimiento que tendrán que ser resueltos en las cortes. Si ellos han de ser efectivos, los intentos para agrandar la ley con contratos privados de una organización regulada por sí misma necesitan ser diseñados en tal forma que el recurso a las cortes no sea probable; por ejemplo, hacer las reglamentaciones tan transparentes como sea posible. El término “organización regulada por sí misma” (self-regulatory organization-SRO) es obviamente problemático, porque la mayoría de tales organizaciones en los mercados financieros necesitarán algún

19. Un buen recuento de este proceso está en Johnson (2000), el cual también muestra que el *boom* de inscripción no es un “efecto de la Internet”.

grado de regulación externa sólo para limitar los abusos del poder del mercado que tales organizaciones pueden utilizar²⁰.

Al atender al diseño de la legislación y las regulaciones del mercado, tal vez no debemos perder de vista la importancia evidente, ya aludida, de la legalidad, y en particular que las reglamentaciones existentes estén en vigor. Numerosos estudios econométricos a través de los países a los cuales se ha hecho referencia muestran que las evaluaciones basadas en encuestas de las reglamentaciones de la ley y calidad del gobierno también son importantes para el desarrollo financiero.

Al nivel más simple, al tomar una subsidiaria de finca raíz para un préstamo de uso limitado, si la subsidiaria está embargada o colocada bajo orden judicial, es sabido que sobre la práctica será difícil (aunque por ejemplo, el deseo de los prestatarios y la habilidad para proveer tal garantía sugiera que ellos están probablemente comprometidos a los vecinos, y que proteger su reputación local es de alguna importancia para ellos). Probablemente si la ley de la quiebra bancaria y los procedimientos son inefectivos, préstamos sin seguro por agentes externos a la firma resultan altamente riesgosos. En verdad hay buena evidencia de que las firmas prestan menos cuando los procedimientos de quiebra bancaria están observados menos ampliamente (Klapper 2000).

Corregir las deficiencias al nivel de las cortes es una tarea que va más allá de los límites de esta revisión. La totalidad de las reformas legales pendientes, tal vez, el progreso puede a veces hacerse por los participantes del mercado ejercitando tales sanciones como están disponibles para ellos. Por ejemplo, en el caso de los abusos por los *insiders* de la corporación, el borrarlos de la inscripción en la bolsa es una sanción efectiva aún si las cortes eficientes y justas no están disponibles. Asegurar una inscripción secundaria en un mercado extranjero, o de un recibo depositario, puede también exportar el problema, un punto al cual retornaremos en el Capítulo 4.

Otro ejemplo de cómo las regulaciones del mercado –en este caso deficientes– pueden importar tanto como la ley corporativa sustantiva es el famoso caso de las compañías de inversión que adquirieron propiedad sobre grandes (producciones) del sector corporativo checo después de la privatización masiva mediante el ofrecimiento de sus acciones para la masiva privatización de las pólizas. Aunque habían reglamentaciones que gobernaban la conducta y transparencia de las compañías de inversión licenciadas, no protegieron a los accionistas externos –aquellos que habían cam-

La experiencia ilustra los riesgos de una infraestructura inadecuada

20. Para la discusión del actual y potencial papel de SRO (Self-regulatory Organizations) en las finanzas, véase Bossone y Promisel (2000).

biado sus pólizas por acciones de la compañía inversionista— de ver licencias de compañías de inversión abandonadas y la entidad convertida en una casa matriz desregulada enormemente (Coffee, 1999). Muchos de los más grandes fondos fueron así convertidos y facilitaron el saqueo efectivo o “tunneling” de muchos de los activos de los fondos para los *insiders* (miembros internos), en detrimento de los externos que habían vendido sus pólizas por participación en el fondo. Otro tipo de problema es el caso checo relacionado con la deficiencia de las reglas de comercialización, tan diferentes de las normas de un buen gobierno y la transparencia. Fue permitido comerciar en acciones inscritas sin reportar los montos y los precios al transarse: en la práctica, los negocios en la bolsa resultaron la excepción y fueron a menudo concluidos a precios falsos; los verdaderos precios que vaciaban el mercado resultaron oscuros.

Las compañías de inversión y los fondos mutuos ilustran en una forma dramática la necesidad de una protección cuidadosa de los accionistas externos. El diseño de la regulación para este sector, el cual puede en gran parte incrementar el lado de la demanda del mercado de capital, como también ampliar el rango de ahorros disponibles para las personas de riqueza moderada y proveer competencia para los depósitos bancarios, es algo que necesita atención en muchos países.

Realmente, el desarrollo y extensión del mercado accionario y de los fondos administrados a menudo van mano a mano²¹. Los fondos administrados, en particular los fondos de las pensiones privadas y otros fondos de ahorros contractuales —con su apetito por inversiones a largo plazo, a menudo (aunque no siempre) incluyen capitales comercializados en el mercado— pueden ser un significativo conductor del desarrollo del mercado accionario²². Es como un bloque de inversionistas relevantes —con la fuerza para re-

**Los ahorros contractuales
y el mercado accionario:
un desarrollo simbiótico**

querir reglamentaciones y legislación con el fin de mejorar la integridad del mercado, la eficiencia de los mecanismos de comercialización y normas de buen gobierno (incluyendo mejor divulgación para, y protección de, los accionistas minoritarios)— al que los fondos pensionales y otros administradores de fondos institucionales pueden hacer sus grandes contribuciones para mejorar el mercado accionario. Esto no sucederá hasta que sus posesiones de capital hayan alcanzado una masa crítica de, digamos, el 20% del mercado,

21. Los siguientes párrafos se basan libremente en Vittas (2000).

22. En verdad, los análisis estadísticos de causalidad favorecen la hipótesis que las fluctuaciones a corto plazo en la capitalización de los mercados accionarios siguen los cambios en el tamaño de los activos de la industria de ahorros contractual (Catalan, Impavido y Musalem, 2000).

un número que toma algún tiempo para lograrse: en particular, la acumulación de los fondos pensionales es un proceso gradual. Esto no sucederá donde la estrategia de los fondos es tomar la mayoría de las acciones en las firmas afiliadas no financieras, como es el caso para los principales fondos pensionales en algunos países.

Y no es solamente el mercado accionario el que se beneficia del surgimiento de los fondos pensionales, las compañías de seguros de vida y otras instituciones de ahorros contractuales. En los mercados maduros y emergentes, tales títulos han sido fundamentales en apoyar numerosas innovaciones financieras de mercado tales como: títulos valores apoyados en activar, la utilización de las finanzas estructurales y los productos derivados, incluyendo el índice de seguimiento de los fondos y productos sintéticos que protegen a los inversionistas de las bajas del mercado. Los catastróficos bonos riesgosos colocados por las compañías de seguro son otro ejemplo de las innovaciones financieras que han surgido de este segmento, y es probable que el proceso continúe, con un aparente vacío del mercado en los derivados basados en la longevidad. El aprendizaje asociado y la formación del capital humano, como administradores de fondos, instrumentan el empleo de tales técnicas y ayudan a incrementar la calidad de la administración riesgosa a través de la economía.

Constituir estos fondos puede también asegurar financiamiento estable agregado para los nichos de segmentos claves del mercado financiero, tal como *factoring*, leasing y compañías de capital especulativo. Éstos a su turno son una clave para asegurar que las firmas de pequeña escala puedan obtener acceso a financiación a un costo razonable, un punto al cual retornaremos posteriormente. Ellos también generan una demanda por inversiones a largo plazo (requeridas por los proveedores de seguros de vida y las firmas que venden anualidades si ellos están para cumplir sus obligaciones con los activos de vencimiento comparable); por consiguiente ofrecer una solución basada en el mercado a una diferencia percibida que muchos gobiernos han tratado de llenar a través de los años con soluciones costosas u distorsiones administrativas. Entonces, las instituciones de ahorros contractuales expanden el rango y la profundidad de los servicios financieros ofrecidos no solamente a sus propios asegurados y a los participantes del plan, sino a una gama más amplia de actores del sector financiero.

Mientras el surgimiento de los fondos privados de pensiones no es ni necesario ni suficiente para un mercado accionario de buen funcionamiento, entonces es valioso asegurar que las precondiciones para el desarrollo de los ahorros contractuales estén en su sitio. Esto es verdadero, no sólo por los beneficios a largo plazo que adquirirán los pensionados, los asegurados y

otros clientes, sino también por los efectos desbordantes que pueden resultar para el desarrollo del sector financiero si la industria de los fondos pensionales es competitiva e innovadora.

Aspectos especiales de políticas de fondos pensionales

En verdad, el diseño de la política pública con relación a los fondos pensionales necesita ir mucho más lejos que el caso de la mayoría de las demás partes del sector financiero. La razón es que el desarrollo de los fondos privados de pensiones es en todas partes fuertemente influenciada, si no totalmente conducida, por diseños de concesiones de impuestos para estimular el ahorro para la vejez, o por mandato gubernamental que hace tal ahorro obligatorio. El así llamado segundo pilar de la provisión pensional se relaciona con los fondos administrados privadamente establecidos en respuesta al mandato oficial (el primer pilar es el impuesto financiado; el tercero es el ahorro voluntario, pero es un impuesto rentable). Al hacer a los ahorros pensionales obligatorios, el gobierno inevitablemente establece definir qué es lo que califica como ahorro de pensión y aprobar las firmas financieras que administrarán los esquemas pensionales. Lo mismo se aplica, aunque en menor extensión, para el impuesto rentable del medio de los ahorros. Esto implica que el gobierno debe también tomar alguna responsabilidad no sólo para las emisiones prudentes sino también para asegurar que su intervención no distorsiona los incentivos del mercado resultando en, por ejemplo, una industria cartelizada de pensiones vendiendo inapropiadamente a precios exorbitantes a una base de clientes en gran parte mal informados²³.

Muchos aspectos del diseño de políticas del sistema de los fondos pensionales permanece sin resolver en la literatura y hay una amplia dispersión de prácticas internacionales sobre materias tales como las siguientes:

- Si el ahorro pensional ha de ser obligatorio, ¿aplica el mandato al individuo o al empleador? (existen los costos de los ahorros para el empleador por tener que arreglar que los fondos sean puestos aparte, pero hay también una pérdida de la transparencia y tal vez del incentivo para asegurar que los fondos estén bien invertidos).
- ¿Cuál es la estructura de la suma permisible para cargarse por los fondos? (¿Las sumas deben pagarse por encima o proporcionalmente a la rentabi-

23. Medidas, paralelas a las empleadas para los bancos y discutidas en el Capítulo 2, necesitan diseñarse para asegurar que los fondos pensionales aprobados estén prudentemente administrados por profesionales experimentados, que ellos estén seguros contra el saqueo (por ejemplo a través de adecuada auditoría, y separación de activos para ser retenidos por una custodia externa), que ellos mantengan una reserva solvente adecuada y que exista transparencia adecuada de sus operaciones (cf. Rocha, Hinz y Gutiérrez, 1999).

lidad de la inversión? ¿Deben los fondos restringirse, en el interés de la transparencia y justicia, para cargar a todos los participantes el mismo precio, o tal precio fijado conduce a peores distorsiones en términos, digamos, de los gastos del mercadeo?)

- ¿Puede permitirse a los pensionados dividir sus ahorros entre más de un fondo? La mezcla preferida de tipos de activos varía, especialmente con la edad, pero donde se permite transferencia entre las cuentas, los gastos del mercadeo costosos y probablemente perdidos, tienden a crecer rápidamente.
- ¿Deberían los gerentes de los fondos estar obligados a ofrecer una garantía mínima de rentabilidad? (Las garantías estimulan la colección de estrategias inversionistas, aunque hay pruebas para sugerir que esto sucede aún en la ausencia de garantías).
- ¿Qué clase de contratos anuales o qué otros arreglos se permiten? (La anualidad obligatoria elimina el riesgo de la longevidad, pero introduce el riesgo de la contraparte; la anualidad variable permite a los pensionados participar en la rentabilidad del mercado –y los riesgos– durante el período de gracia).

Resolver estas materias cae en aspectos de política pública complementaria que va más allá del marco de este informe, tal como la naturaleza de los esquemas de pensiones ofrecidos por el gobierno y la imponderabilidad de los beneficios acumulados en los planes provistos por el empleador y otros aspectos de la política de distribución del ingreso.

Si ha surgido un consenso, es alrededor del principio que las reglamentaciones rígidas de las inversiones que a menudo canalizan muchos de los ahorros pensionales a activos remunerados pobremente y apoyados por el gobierno, resulta algo del pasado. Las condiciones en muchos países, especialmente donde la industria pensional es naciente, donde la sofisticación del cliente o el acceso a la información es limitada, o la capacidad reguladora es débil, dictan que la conducta en la industria pensional todavía necesita obligatoriedad por reglamentaciones cuantitativas explícitas, especialmente en contra de las concentraciones del riesgo, van más allá de un requerimiento general de prudencia. La tendencia, sin embargo, es hacia la relajación de reglamentaciones de inversiones cuantitativas arbitrarias tan pronto como las condiciones lo permitan, así que los fondos pensionales pueden jugar su completa y potencial parte sustancial en el ofrecimiento de los servicios financieros esenciales²⁴.

Hay muchos puntos sin resolver en el diseño de políticas para los fondos pensionales

24. Para una discusión adicional de puntos corrientes en la regulación de los fondos pensionales, véanse James, Smalhour y Vittas (1999), James y Vittas (2000), Srinivas, Whitehouse y Yermo (2000); Vittas (1998, 2000).

ACCESO

Las medidas que siguen a la profundidad de los mercados financieros y limitan el ejercicio distorsionador del poder del mercado resultan en más firmas e individuos asegurando el acceso al crédito a un costo aceptable. Pero ¿qué se puede decir de los pobres y de las pequeñas o las microempresas prestamistas?

Los puntos del acceso son importantes al menos por dos diferentes razones. Primera, ellas directamente trabajan el aspecto poderoso de la pobreza. El limitado acceso a las finanzas contribuyen a la pobreza persistente porque limita severamente el potencial de las familias pobres para ejecutar sus propias habilidades empresariales para escapar de la pobreza.

Mayor acceso a las finanzas puede ayudar a los hogares a escapar de la pobreza y explotar talentos de los menos privilegiados

Segundo, hay externalidades en las finanzas para las Pymes. Una forma de pensar acerca de esto es reconocer que cada uno de los posibles empresarios pequeños empieza con una idea: la creación de una pequeña firma es a menudo el único camino para incluir estas ideas, y no serán llevadas a su realización sin el necesario acceso a las finanzas. Muchas de las ideas serán malas, pero alguna probará ser de enorme beneficio social como contribución al proceso de crecimiento. Cuál es cuál no es fácil de determinar a menos que ellas estén expuestas al desvirtuar mercado. Sin la contribución del crecimiento de las grandes firmas, un sistema financiero tan estructurado como para dar acceso sólo a aquellos que están ya establecidos y prósperos, fracasa en repartir en esta dimensión.

Los dos obstáculos claves al acceso discutidos largamente son (a) el hecho que los pobres y las compañías que empiezan igualmente tienen falta de subsidio y (b) los costos fijos, incluyendo los de la adquisición de la información, monitoreo y ejecución que pueden ser prohibitivos para los contratos y transacciones financieras pequeñas. Con el limitado acceso al sector financiero formal, las firmas de pequeña escala, pobres o aisladas o individuos han recurrido a una enorme variedad de arreglos financieros informales o casi-formales. Ellos también emplean un rango de enfoques no financieros para asegurar los servicios necesarios que el sistema financiero formal falla en ofrecerles.

Las finanzas informales son muy importantes en muchas regiones y para ciertos grupos en casi todas las regiones del mundo en desarrollo²⁵. Llegan en diferentes formas, clasificadas desde los hombres “susu” ofreciendo el cielo por los ahorros del mercado de las mujeres, asegurándolas tanto de muchas

25. Besley (1995) ofrece una investigación amplia de la literatura sobre las finanzas informales.

mercancías derrochadoras y de los miembros familiares inoportunos como del robo. A los ahorros rotativos y asociaciones de crédito (roscas) las cuales por medio de ahorros regulares comunes y prestando las sumas comunes en turno a los miembros, pueden reducir el tiempo promedio tomado por un miembro para el acceso a una determinada suma invertible. En todas partes existe el tradicional prestador de dinero, el usurero, el comercio relacionado y el crédito atado, pero probablemente la parte más grande consiste de arreglos financieros bilaterales no intermediados entre los amigos o parientes, bien sea del tipo de préstamo o capital o una mezcla²⁶.

En la ausencia de mecanismos de subsidio o de funcionamiento o de refuerzo de prácticas legales, las finanzas informales sustituyen una serie de incentivos alternativos y planes informativos, incluyendo el reforzamiento social de castigos por insolvencia, social, subsidiaria y prendaria, donde la posesión y la utilización del activo ofrecido como subsidio es transferido al prestamista²⁷.

Las señales son que la escala de las finanzas informales está inversamente relacionada con la profundidad financiera formal, pero, aunque es extensiva y rica, las finanzas informales proveen un sustituto perfecto para el buen funcionamiento de las finanzas formales con su habilidad para movilizar fondos en una gran escala y riesgos comunes sobre extensas áreas. La ventaja comparativa percibida por las finanzas informales en resolver la ejecución y los problemas de información es principalmente relevante para clientes a pequeña escala y aislados. Por ejemplo, una literatura empírica extensiva sobre la efectividad de los sistemas financieros informales en fusionar el riesgo en los pueblos concluye que, aunque muchas de tales instituciones existen y a menudo operan a una escala relativamente sustancial, la volatilidad del consumo individual familiar está aún lejos de estar totalmente aislada del riesgo idiosincrático familiar.

Aparte las finanzas informales, familias con inadecuado acceso a las finanzas formales regresan *ex ante* sobre el seguro propio a través de tales medios como opción de bajo riesgo (y potencialmente bajo rendimiento promedio) del proceso productivo, y en la opción de activos no financieros con características de buena reducción del riesgo (como compra de ganado), o en

En la mayoría de los países existen redes extensas de financiamiento informal, pero éstas son sustitutos pobres de medios más formales de intermediación

26. Cf. las características interesantes de la "mayor emisión de capital" (insurance-cum-equity) de los prestamistas locales descubiertos por Udry (1994) en Nigeria del Norte.

27. Este método se ha utilizado, por ejemplo, para financiar emigraciones temporales.

estrategias matrimoniales o migratorias (casarse entre familia en un pueblo remoto puede ayudar a extender el riesgo de consumo); y *ex post* sobre una variedad de estrategias copiadas, incluyendo la movilización adicional de recursos laborales familiares.

Si hay que mejorar el acceso a las finanzas formales, esto debe lograrse al trabajar los dos problemas fundamentales de la información y los relativos altos costos fijos de préstamos a pequeña escala. La investigación reciente enfocada sobre avances tecnológicos y de políticas destaca cómo estas barreras pueden reducirse. Mucha atención se ha enfocado en los años recientes

El microfinanciamiento puede reducir los problemas de información y costos para créditos de pequeña escala, pero a menudo no puede ayudar a los más pobres de los pobres

sobre una gama de instituciones innovadoras, especializadas en microfinanzas, en su mayoría subsidiadas y a menudo con el objetivo de hacer préstamos a los pobres, las cuales han resultado establecidas con éxitos importantes. Las características que se han enfatizado en los estudios de estas instituciones microfinancieras incluyen: (a) las bajas tasas de préstamos incumplidos, mucho más bajas que en la generación anterior de los programas de préstamos subsidiados que han operado en muchos países en desarrollo, y (b) el alcance de las instituciones en términos de números absolutos, como también al grueso de grupos anteriormente olvidados, como las mujeres. Estos elementos de éxito han sido realmente importantes. Este éxito se ha atribuido en parte a la confianza sobre la innovación inspirada por las finanzas informales, por ejemplo:^{28, 29}

- La utilización de contratos de préstamos en grupo que explotan las potencialidades del capital social e igual presión para reducir los incumplimientos consentidos.
- Los incentivos dinámicos utilizados en esquemas de reembolsos regulares y el seguimiento de los préstamos o “préstamos progresivos”.
- Las estructuras administrativas distribuidas a la ligera que reducen los costos y permiten a los prestadores conservar las tasas de los préstamos a niveles razonables.

Estas innovaciones, desarrolladas desde “lo bajo hacia lo alto” en países pobres como Bangladesh, Bolivia e Indonesia, empiezan a importarse en los

28. Los éxitos también han requerido atención para aspectos más mundanos olvidados por la primera generación de instituciones subsidiadas de microfinanzas, tales como una estructura de tasa de interés real, un personal incentivado y bien entrenado, y sistemas de información bien manejados.

29. Respecto al desempeño de estas instituciones, véase Morduch (1999) y Sebsted y Cohen (2000).

países avanzados cuyos pobres continúan relativamente mal atendidos por el sistema financiero formal³⁰.

Aunque pequeños en términos de dólares prestados, estos programas son importantes en términos del número de familias beneficiadas, y además un rápido crecimiento es previsto. Por lo tanto, será de alguna importancia dirigir los recursos a donde ellos tienen el mayor impacto social, y evitar sumergir estructuras sociales frágiles imponer demasiadas demandas sobre ellos. Sin embargo, estos programas aún no han sido muy exitosos en alcanzar directamente a los más pobres de los pobres. Su interacción con el resto del sistema financiero no es probablemente decisiva para el éxito continuado y la evolución de los programas microfinancieros. Una ilustración de la falta de interacción es el hecho de que el desempeño del préstamo del BRI en Indonesia no afectó por la crisis de 1997-1998, que casi barrió el principal sistema bancario. Para estar seguros, como algunos bancos no subsidiados aprenden el valor de las técnicas, ellos resultan competidores capacitados para recoger algunos de los prestadores del sector subsidiado, pero esto no necesita ser una amenaza para la continua efectividad social de las entidades microfinancieras especializadas dirigidas a los pobres. Sin embargo, puede ser necesario que ellos se conviertan en parte del sistema informativo del crédito formal, discutido más adelante, para protegerse de la exposición a prestadores tienen, sin saberlo, acceso a otras fuentes financieras.

Mientras la revolución en las microfinanzas se ha asociado entonces con técnicas líderes que pueden y han producido utilidades bancarias, es un error pensar que esto puede abolir cualquier límite para programas líderes subsidiados dirigidos a los pobres. Cuatro hechos destacan las diferencias que se necesita establecer:

- Muchos de los más grandes y prominentes intermediarios de las microfinanzas requieren permanentes subsidios.
- Las microempresas no son necesariamente operadas por la gente pobre.
- La mayoría de los programas de microfinanzas no ofrecen directamente crédito a los más pobres de los pobres.
- Los gastos operacionales significan que las tasas reales de interés sobre los micropréstamos tienden a ser muy altas: posibles si aplicadas a algu-

30. Las recientes historias exitosas de las microfinanzas basadas en préstamos en grupo tienen en alguna forma opacada la efectividad de las cooperativas de crédito y las uniones de crédito, las cuales han funcionado largo tiempo como instituciones casi formales pero descentralizadas en muchos países, empleando algunas de las técnicas discutidas antes, pero apoyándose generalmente para el grueso de sus recursos sobre los ahorros de los miembros.

nas formas de actividad económica (por ejemplo, préstamos a muy corto plazo para comercialización), pero implican un costo de capital en exceso mayor de las tasas del mercado del dinero a gran escala.

Estas consideraciones señalan una doble conclusión. Primero, el microcrédito no subsidiado puede ser un importante elemento en el sistema financiero, establecido no sólo sobre técnicas que explotan el concepto de capital social, sino también sobre las mejoras en la tecnología informativa para la evaluación del crédito, discutido más adelante. Segundo, los beneficios económicos potenciales pueden también obtenerse de las microfinanzas subsidiadas dirigidas a los pobres. No sería realista suponer que la necesidad de tales subsidios será eliminada con el tiempo.

La investigación detallada que evalúa la tasa de rentabilidad social de los programas de microcrédito subsidiado ha resultado un área activa. Algunas clases de préstamos parecen más efectivas que otras: prestar a las mujeres en particular parece conllevar ganancias sociales altas en promedio. Es de algu-

Las lecciones de los primeros programas de crédito subsidiado permanecen válidas para las microfinanzas

na importancia dirigirse a subsidios disponibles donde ellos tienen el mayor impacto social. Como un aspecto de las finanzas públicas aplicadas, una total discusión de las microfinanzas subsidiadas está fuera del marco de este informe, pero la triste historia de la primera generación de programas disfuncionales de crédito subsidiado ha enseñado muchas lecciones que permanecen válidas y que deben continuarse en los programas de microcrédito subsidiados del nuevo estilo dirigidos a los pobres (Adams, Graham y von Pischke, 1984). Entre estas lecciones está la necesidad de reforzar restricciones fuertes del presupuesto, para evitar cargos en el interés del préstamo tan bajo que ellos vayan y vengan, para escoger cuidadosamente y adherirse rigurosamente al grupo escogido, y así consecutivamente. Además la alta visibilidad y popularidad de estos programas entre los donadores, por sí misma presente riesgos: es crucial evitar inundar las estructuras sociales a menudo frágiles que sostienen estas instituciones por imponer demasiadas demandas sobre ellas. (Para tomar sólo un ejemplo: cuando el financiamiento de los donadores eleva la oferta del crédito, ¿qué tan fácil es para cada institución verificar que el préstamo que se está haciendo no va a pagar otro préstamo vencido a un microprestador diferente?).

Respecto a los microcréditos sin subsidio, nueva atención para mejorar la infraestructura informativa promete rendir beneficios.

La recolección, procesamiento y utilización de la historia del crédito y otra información relevante para unidades familiares y pequeños negocios ha sido una rápida actividad creciente en los sectores públicos y privados (*véase* Miller de próxima publicación) para un examen de la reciente expansión mun-

dial de los registros de crédito). La tecnología del computador ha reducido en gran parte los costos unitarios y mejora la sofisticación con la cual los datos pueden emplearse para ofrecer una evaluación de la solvencia del crédito. Mientras el impacto de tener esta información disponible altera los incentivos y el poder del mercado en formas sutiles –y no siempre favorables–, el consenso de la investigación reciente es que el crecimiento de acceso a la información del crédito mejora la disponibilidad del préstamo y baja los costos de la intermediación. Jappelli y Pagano (1999) al comparar los datos de 43 países encontraron que el volumen del crédito bancario es significativamente más alto en los países con mayor participación en la información, aun después de controlar los efectos de los diferentes grados de protección legal para los acreedores. No es difícil ver por qué. Por alguna razón, mejor información permite a los bancos ofrecer mejores tasas para más clientes merecedores de crédito, por consiguiente permitir al mercado escapar al menos en parte, de la trampa de la selección adversa que Stiglitz y Weiss (1981) mostraron puede conducir a la racionalización del crédito. El conocer que el desempeño de su crédito será conocido por prestamistas futuros también reduce el riesgo moral por ahogar los costos de incumplimiento. Además, compartir la información que ellos han juntado puede también significar que los prestamistas pierden algo del poder del mercado que va con esta información.

Mejorar la infraestructura informativa y tecnológica puede bajar los costos de la intermediación

No podemos asumir que estas tecnologías pueden superar totalmente las grandes deficiencias implicadas en la información enfrentadas en muchos países en desarrollo, pero ellas pueden ayudar.

Existen retrocesos, obviamente, y ellos interponen interesantes desafíos de política. Para hacer uso de los beneficios, los prestatarios deben tolerar alguna invasión a la privacidad. Desde que la discriminación entre los solventes y los otros es el propósito de la valuación del crédito, los modelos estadísticos de los récords de los créditos que utilizan información personal en vez de la historia crediticia tienen el efecto social indeseable de reforzar desventajas, bien geográficas, étnicas u otras. La discriminación crediticia sobre bases específicas está fuera de la ley en algunos países, y aun si la coerción es difícil, hay una necesidad de resguardarse contra efectos perjudiciales sociales de esta clase: esto es claramente un potencial descenso de los sistemas de información crediticia. También, la industria de recolección de información tiene una tendencia natural hacia la concentración o aun monopolio (el 90% de la información crediticia para el sector de los pequeños negocios en los Estados Unidos es ofrecido por el líder del mercado: Dun y Bradstreet).

El aspecto de la privacidad es de importancia práctica considerable. Barron y Staten (2001) muestran cuánto del valor predecible de la información crediticia es perdido cuando son impuestos requerimientos privados modestos. Específicamente, la ley en numerosos países prohíbe la participación de información positiva sobre la historia crediticia (esto es, solamente puede reportarse insolvencia). Sin esto, aunque parece que un prestamista con una tasa de insolvencia de no más del 3% tiene que rehusar tres de cada cinco solicitantes, más del doble como mucho como si el rango total de la información crediticia fuera obtenible (cf. Tabla 1.1)³¹. Es obvio que el aspecto de la protección de la privacidad es un punto que está desarrollándose amplia y rápidamente, pero esta evidencia sobre cuán valiosa –para la mayoría de los prestadores como para los prestamistas– es la participación de la información objetiva sobre la historia crediticia sugiere que los países con leyes sobre los derechos a la privacidad consideren si ellos pueden permitir para tal participación a un prestamista de quien el prestatario ha buscado crédito.

El establecimiento de registros crediticios de control público o gubernamental en algunos países ha castigado incidentalmente el punto del monopolio. Largamente establecidos en ciertos países europeos, en parte como un efecto lateral de los requerimientos del banco central para aprobación previa de papeles privados como subsidiarios contra apoyo del mercado de dinero, un gran número de tales registros se han establecido recientemente, en especial en América Latina. La reciente oleada es una respuesta entendible por las consideraciones acerca del desempeño del préstamo agregado en los países interesados, y acerca de la calidad de la información sobre la cual son hechas las decisiones de préstamos bancarios. Los países que tienen ya un registro de crédito privado fueron menos inclinados a establecer uno público. Sin embargo, mientras los registros públicos representan un paso adelante, ellos probablemente no serán la fuerza dominante en mantener la información crediticia relevante a préstamos a pequeña escala. Solamente la información sobre los grandes compromisos de riesgos probables es de mayor valor directo para los reguladores prudentes, donde es a la final de la pequeña escala de los préstamos que el aspecto de participar la información viene adelante. En verdad, el establecimiento de los registros públicos no ha prohibido la subsiguiente creación de registros privados. Dado el incremento del volumen de los préstamos interfronterizos, es probable que las redes de comunicación de los registros privados tenderá a incrementarse para adquirir la

31. La comparación específica es con la ley restrictiva en Australia, comparada con lo que es permitido en los Estados Unidos.

Tabla 1.1
EFFECTOS SOBRE LA DISPONIBILIDAD DEL CRÉDITO DE ADOPTAR
UN MODELO DE REGISTRO DE SÓLO CRÉDITO NEGATIVO
PARA DIFERENTES TASAS DE INSOLVENCIA

Tasa insolvencia objetivo (%)	Porcentaje de clientes que obtienen un préstamo		Porcentaje de reducción de clientes que obtienen un préstamo con modelo sólo negativo
	Modelo completo	Sólo modelo negativo	
3	74.8	39.8	46.8
4	83.2	73.7	11.4
5	88.9	84.6	4.8
6	93.1	90.8	2.5
7	95.5	95.0	0.5

Nota: El modelo completo predice solvencia crediticia utilizando información positiva y negativa sobre la historia crediticia del prestador; la calidad crediticia de corte es ajustada para alcanzar la tasa de insolvencia buscada. El modelo sólo negativo hace lo mismo, pero ignora cualquier información positiva.

Fuente: Calculado por Barron y Staten (2001), basado sobre una gran muestra de historias crediticias de la firma Experian de información crediticia de los Estados Unidos.

ventaja comparativa aquí. La estancia política apropiada es facilitar este desarrollo, por ejemplo, al asegurar que el umbral del tamaño del préstamo para reporte obligatorio al registro público no sea indebidamente bajo.

CONCLUSIONES

Los resultados de la investigación reciente ofrecen señales generales claras para el diseño de la política gubernamental del sector financiero. Ellos confirman que el desarrollo financiero es importante, está en pro de los pobres, también reduce la volatilidad agregada y contribuye al crecimiento. Aun si los resultados no expresan una preferencia como entre enfoques estructurales de la banca líder o el mercado accionario, ellos ofrecen muchas indicaciones de cuáles necesidades están protegidas a través de medidas infraestructurales. Tanto los prestamistas como los posibles prestatarios se benefician de la mejora en la protección de los derechos de los acreedores, los accionistas minoritarios se benefician de la protección de esconder la información y otros abusos por los *insiders* de la firma, y el desarrollo financiero se incrementa cuando el ejercicio del poder del mercado por los bancos y otros es restringi-

do. El mejoramiento de la infraestructura informativa ayuda a mejorar gracias al acceso para los pequeños prestatarios, la administración innovadora y técnicas operacionales de las instituciones especializadas en microcréditos.

También hay indicaciones de dónde el subsidio gubernamental ayuda y dónde no. Aunque intentar subsidiar las tasas de interés es probablemente contraproducente, podría haber un caso para subsidio diseñado cuidadosamente de las infraestructuras de información privada para superar los problemas de los costos fijos y facilitar las externalidades que pueden instrumentarse por un mayor acceso a las finanzas formales de parte de las pequeñas firmas. El dinero público será fructífero en reforzar las infraestructuras judiciales y contables, como también, obviamente, en la regulación y supervisión prudente, aunque aquí es posible recobrar algunos costos.

De este modo, el panorama de un sistema financiero progresivo y de fácil desempeño es descrito a grandes rasgos, pero ¿cómo evitar las trampas de las crisis, insolvencia y colapso? Esta es la materia que trataremos en el Capítulo 2.

Capítulo 2

PREVENIR Y MINIMIZAR LAS CRISIS

“Cualquier evento sorpresivo que cree una gran demanda por efectivo actual puede causar, y tenderá a causar, pánico en un país donde el efectivo es demasiado economizado, y donde las deudas pagables sobre la demanda son grandes”.

Walter Bagehot (1873)

Cuando grandes crisis financieras ocurren, sufren todos los que dependen de los servicios financieros. Los depositantes pueden perder sus fondos o tienen sus cuentas congeladas y el valor erosionado por la inflación. Los buenos prestatarios resultan suspendidos en su crédito. Los emisores de cartera y capital financiero encuentran los mercados exhaustos. Los pensionados se encuentran con sus niveles de vida disminuidos. Los poseedores de las políticas de seguros encuentran su contraparte en quiebra. Y los contribuyentes añaden cuentas que en otra forma hubieran permitido gastos más necesarios en otros artículos. Aun aquellos tan pobres que no utilizan los servicios financieros del sector formal encuentran sus ingresos reducidos drásticamente en la recesión resultante y los fondos del financiamiento informal también agotados (Recuadro 2.1).

Las crisis financieras recientes han sido más numerosas y costosas que en el pasado

Las décadas recientes han visto una oleada de crisis récord: hacia el final del milenio han tenido lugar 112 episodios de crisis bancarias sistemáticas en 93 países desde finales de los años 1970, y 51 crisis límites fueron reportadas en 46 países. Estas crisis fueron más numerosas y costosas comparadas con aquellas iniciales en historia y sus costos a menudo devastadores en los países en desarrollo.

Este capítulo examina por que las finanzas son tan frágiles —especialmente en los países en desarrollo y sobre todo el sistema bancario— y discute los costos de las crisis financieras y bancarias y sus causas. Las crisis bancarias son el principal enfoque y aunque la inestabilidad de la moneda es un elemento común de las crisis bancarias, las así llamadas crisis gemelas (sistema bancario y monetario) son dejadas para el Capítulo 4.

¿Cómo puede la sociedad obtener los servicios financieros sin incurrir en los costos de estos colapsos? La estructura de los incentivos, el producto de las fuerzas del mercado entrecruzadas con el entorno regulatorio son sin lugar a dudas los factores claves en la estabilidad y funcionamiento del sector

Recuadro 2.1 LA POBREZA Y LAS CRISIS

Cuando las crisis ocurren y los prestamistas están aversos ante el riesgo, las pequeñas firmas son las primeras en verse restringidas del crédito lo cual es una razón importante de por qué las tasas de fracaso de los pequeños negocios se disparan durante las crisis financieras. Entonces no es sorprendente que la pobreza ascienda abruptamente y persista por algún tiempo después de una crisis.

CANTIDAD DE PERSONAS QUE VIVEN EN POBREZA

Año	Indonesia	República de Corea	Tailandia
1990	80.9	14.7	18.4 ^a
1996	50.6	4.7	7.5
1998	n.d.	9.1	7.6
1999	76.3	n.d.	9.7
2000	70.3	6.0	8.7

n.d.: No disponible

Nota: las cifras para el 2000 son estimadas

a. datos de 1998

Fuente: Banco Mundial

Aun con la recuperación y la proyectada reducción de las tasas de pobreza en el 2001, se tiene la expectativa que la cantidad de personas pobres retornará a los niveles anteriores a la crisis sólo en Tailandia y permanecerá alta en Indonesia y la República de Corea. Tan serio como es este impacto, los pobres resultan golpeados cuando las cuentas se vencen, como cuando los préstamos perdidos tarde o temprano tienen que recuperarse (Figura 2.1). Los costos fiscales de la insolvencia bancaria, los cuales representan inyecciones de los fondos gubernamentales, deben recobrase por el incremento en los impuestos, reducción de los gastos o inflación y todos golpean duramente a las familias de ingreso bajo. Si las autoridades intentan poner controles para prevenir la fuga de capitales la experiencia muestra que las familias ricas están muy capacitadas para evitarlos; los fondos de las familias de ingreso medio y bajo son abandonados a soportar el peso de los altos impuestos, así que la distribución del ingreso generalmente se deteriora al menos por varios años después de una crisis. El crecimiento consiguiente "...tiende a no eliminar el alto nivel de desigualdad generado durante un severo desplome económico" (Lustig, 1999). Por consiguiente prevenir las crisis financieras es un instrumento importante y potencialmente efectivo para sostener el crecimiento y evitar la pobreza.

financiero. La segunda sección de este capítulo, "La regulación de los bancos: instrumentando el mercado", trata de las reformas en esta área. Así como la liberalización de la iniciativa privada en el sector financiero y los desarrollos tecnológicos reales y financieros son parte de la historia en el incremento de la vulnerabilidad de las finanzas en las décadas recientes, también las iniciativas creativas para instrumentar el sector privado y la tecnología son claves para poner bajo control los riesgos sociales de las finanzas.

Una faceta clave del entorno de los incentivos es la red de seguridad ofrecida para los bancos. El siglo XX fue marcado por el nacimiento de las redes de seguridad para el sector bancario. Los principales componentes de ellas son el prestamista de última instancia y el seguro de depósito. Aunque mucho se ha escrito sobre el primero, la investigación sobre el seguro de depósito ha sido en su mayor parte

La estructura de los incentivos es clave para la estabilidad y funcionamiento del sistema financiero

teórica y limitada a los Estados Unidos hasta tiempos recientes. Dada la reciente expansión de los sistemas explícitos de seguro de depósito alrededor del mundo, nosotros en la tercera sección enfocamos este aspecto: “Redes de seguridad del sector financiero” cuándo y cómo pueden diseñarse en la mejor forma. Una red de seguridad excesivamente generosa para los bancos —o banca pública discutida en el Capítulo 3— puede ser un factor clave detrás del dominio bancario y la fragilidad en muchos mercados emergentes.

Las finanzas no son estáticas: una vez un conjunto de reglamentaciones son promulgadas, la naturaleza de las finanzas hace especialmente fácil para los participantes mover sus negocios en diferentes formas o jurisdicciones que pueden anular las metas de las reformas. Este arbitraje regulatorio variará directamente con la extensión en la cual las regulaciones no tengan en cuenta el comportamiento optimizado de los participantes. Los sistemas financieros en los cuales los incentivos estimulan la toma de riesgo prudente serán, *ceteris paribus*, más dúctiles, en menor escala una fuente de choques y por consiguiente mejor capacitados para ayudar en la mitigación del riesgo. Y si una regulación de incentivos armónica es combinada con una infraestructura que estimule el funcionamiento eficiente del mercado, el crecimiento económico será estimulado por los intermediarios con los incentivos y el dinero para comprometerse en la toma prudente de riesgo. No significa confiar en forma simple en los mercados para hacer el trabajo, sino en lo que se denominaría la regulación dinámica, esto es, dar forma a los incentivos de los agentes privados y revisar regularmente los efectos de los diferentes cambios sobre ellos. Para entender mejor las consecuencias del entorno regulatorio presente como también de las ventajas y desventajas de cualquier reforma, las autoridades deben enfocarse en los mencionados incentivos.

Puede ser necesario ir más lejos de tener el propósito de emitir un programa de reformas regulatorias y redes de seguridad en esta área. Nos tenemos que preguntar si hay razones profundas de por qué tales reformas no han sido puestas en práctica en la mayoría de los países. ¿Es realmente un fracaso del diseño regulatorio o también refleja debilidad en las instituciones políticas? ¿Es en favor de algunos grupos de interés y sus seguidores políticos que un entorno regulatorio negligente y una red de seguridad con efectos perversos en los incentivos se sostienen aunque incrementen el riesgo del colapso ban-

cario socialmente costoso? Ese punto va más allá del límite de este capítulo y en verdad más allá de la investigación, aunque nosotros retornamos a materias relacionadas en el Capítulo 3.

POR QUÉ LAS FINANZAS HAN SIDO TAN FRÁGILES... Y PERMANECEN ASÍ

Todas las personas son más crédulas cuando son más felices; y cuando han hecho mucho dinero, cuando están realmente haciéndolo, cuando la mayoría de la gente piensa que lo está haciendo, existe una feliz oportunidad para la mendicidad ingeniosa. Casi todo se creará por un tiempo, y mucho antes de descubrir lo peor, la mayoría de los inteligentes fariseos están geográficamente o legalmente fuera del alcance del castigo. Pero se difunde el daño que han hecho porque debilita el crédito aún más.

Walter Bagehot (1873, pág. 151)

Al desempeñar sus funciones esenciales, las finanzas regularmente incluyen el intercambio de dinero hoy por una promesa de dinero en el futuro, generalmente con alguna forma de rentabilidad. Esta naturaleza intertemporal combinada con los bien conocidos problemas informativos que admiten selección adversa y comportamiento de riesgo moral está en el corazón de la fragilidad de las finanzas. Cada parte de este comercio entra en el contrato con expectativas acerca de una multitud de variables que afectarán la probabilidad del pago. Las expectativas cambian, tal vez rápido, y conducen a movimientos en los precios de los activos que a su turno son exacerbados por la probabilidad de comportamientos en masa.

Para estar seguros, existe alguna verdad en la idea de que los mercados financieros normalmente hacen un uso razonable de la información en el sentido que es difícil para un inversionista consistentemente obtener excesos de rentabilidad –al menos sobre la base de un riesgo ajustado– al usar información pública disponible. En verdad aun la información que no está ampliamente disponible puede rápidamente resultar envuelta en los precios del mercado tanto tiempo como haya suficientes inversionistas informados bien financiados.

Aunque la hipótesis de los “mercados eficientes” es un fundamento útil para describir la evolución de los precios del mercado en tiempos normales, está urgida en explicar la escala de los movimientos de los precios en condiciones turbulentas. Aunque por sí mismo más que moda, el inventario en la hipótesis de los mercados eficientes “... colapsó junto con el resto del mercado el 19 de octubre de 1987. Su recupera-

La hipótesis del mercado eficiente no puede explicar los booms y los desplomes especulativos

ción ha sido menos dramática que la del resto del mercado” (Schleifer y Summers, 1990, pág. 19). En verdad hay razones teóricas firmes de por qué los mercados financieros no pueden ser eficientes y totalmente arbitrados si la información es menos que perfecta y la contratación costosa (Grossman y Stiglitz, 1980). Las desviaciones sustanciales y siempre crecientes de precios de equilibrio son posibles, manifestándose como burbujas o *booms* especulativos y colapsos. Los *booms* son más probables cuando, como se ha encontrado en experimentos, los individuos no son totalmente racionales al evaluar el riesgo; el peso de la experiencia reciente (indicando miopía); el comercio sobre lo superficial en lugar de sobre los fundamentos; o exhibir retroalimentación (o momentánea) al comprar porque los precios están ascendiendo¹.

El “comportamiento financiero” observa que los mercados de activos están inclinados a las burbujas y encuentra evidencia en un sinnúmero de episodios de sorprendentes colapsos de los precios de los activos con mayor o menor participación del sector bancario. Una versión aumentada y al día de la lista (Tabla 2.1) de Klindleberger (1978) muestra la regularidad de los mayores incidentes desde el siglo xv como también la diversidad de los objetos de la especulación. La finca raíz, las dificultades comunes para los bancos en la última mitad del siglo xx tienen antecedentes anteriores en la lista, pero hay también muchos otros objetos de especulación de las mercancías: minerales como por ejemplo cobre, plata y oro y aun vegetales; minas; toda clase de acciones de las compañías financieras y no financieras especialmente servicios como los canales y ferrocarriles; y últimamente el papel moneda y los derivados financieros.

Los esquemas o pirámides de Ponzi en los cuales los inversionistas son engañados en dar fondos a caracteres nefastos que prometen tasas altas imposibles de rentabilidad (típicamente racionalizadas a través de medios complejos y aparentemente “fracaso seguro”) también ilustran la característica fragilidad de las finanzas². Estos esquemas ganan credibilidad por pagar realmente la rentabilidad prometida a los primeros inversionistas del efectivo generado de los inversionistas posteriores. Aunque es dudoso que exista un país que no haya visto estos esquemas, su ocurrencia en numerosas economías en transición en los años 1990 testifica su conexión con entornos opacos y tiem-

-
1. La Teoría Prospectiva de Kahneman y Tversky (1979) sostiene que las apreciaciones de ganancias y pérdidas de los individuos pueden variar dependiendo de sus situaciones iniciales y específicamente prevenirse de las pérdidas o realizaciones de pérdida, por ejemplo no vendiendo acciones cuyos precios caen.
 2. Klindleberger (1996, pág. 66) anota: “... las propensiones para oscilar y ser oscilados van paralelas a la propensión para especular durante un *boom*... Y la señal para un pánico es frecuentemente la revelación de alguna oscilación, robo, embelesamiento, o fraude”.

pos de cambios estructurales. En algunos casos, como en la pirámide rumana en la mitad de la década 1990, el tráfico de los ferrocarriles, aun en otros países, se dijo, fue afectado por el rápido movimiento para alcanzar la ciudad de Cluj donde los inversionistas entrarían en un esquema prometiendo pagar 8 veces en 100 días –una tasa anual de rentabilidad del 250.000 por ciento–. El esquema colapsó al poco tiempo antes de amenazar sobrepasar el PIB de Rumania, a pesar del hecho relativamente único para estos esquemas, de que no existía ni una historia clara de cómo los fondos estarían invertidos³. Poco tiempo después, Albania vio una serie de escenas de tamaño colectivo de los cuales la cartera alcanzó un estimado del 50 por ciento del PBI y cuyo colapso condujo a la extensión de la violencia en las calles y a 2.000 heridos.

Si las finanzas son frágiles, el sistema bancario es la parte más frágil, porque añade las complicaciones no solo de la transformación de los vencimientos sino también de deuda demandable, esto es, ofrecer cartera financiera apoyada por el valor de los pasivos en la forma de depósitos bancarios. Esta estructura particularmente frágil de sus pasivos necesitaría conservar a

El sistema bancario es la parte más frágil del sistema financiero y una crisis limitada afecta toda la red bancaria a través del contagio

los banqueros en sus pies y dar a los grandes depositantes la satisfacción de que ellos pueden retirar tan pronto como supongan problemas. Los bancos nacieron precisamente para financiar inversiones relativamente ilíquidas con carteras en su mayoría a corto plazo (y la fragilidad de sus estructuras de cartera ha sido vista por los estudiosos como una parte esencial de su existencia –sin lo cual paradójicamente ellos son incapaces de funcionar–. Cf. Diamond y Rajan, 2000; Calomiris y Kahn, 1991)⁴. Esto también hace a los bancos –y a todo el sistema bancario– susceptibles a un sorpresivo retiro de los depósitos. Aunque todos los que están fuera del banco tendrían dificultad en monitorear los bancos, los depositantes –diferentes de los mayores– son probablemente débiles al monitoreo y también tendrían un incentivo para “el manejo libre” en los esfuerzos de monitoreo de los otros. Aun si los bancos insolventes son los primeros en ver un retiro de los depósitos, la reducción de los préstamos por

-
3. Bagehot (1873, pág.131) recuerda que durante la Burbuja del Mar del Sur, una de las compañías cuyas acciones estaban cotizadas era un poco peculiar. “Pero lo más extraño de todo, probablemente, fue ‘Para una empresa la cual a su debido tiempo se revelaría’. Cada suscriptor tenía que pagar dos guineas y después recibir una acción de cien, con una divulgación del objeto; y era tan tentadora la oferta, que a 1.000 de estos suscriptores se les pagó la misma mañana, con lo cual el proyecto colapsó en la tarde”.
 4. Levine (1997) anota y Hicks (1969) concluye que aunque los productos en los inicios de la revolución industrial fueron inventados muchas décadas anteriores, su manufactura a gran escala tenía que esperar la revolución financiera que permitió la financiación de inversiones ilíquidas.

Tabla 2.1
COLAPSOS FINANCIEROS SELECCIONADOS (AGRUPADOS POR EL OBJETO DE LA ESPECULACIÓN)

Año	Mercancías	Compañías	Finca raíz	Bancos	Activos financieros
1400				Bardi & Peruzzi (Firencia), 1348	
1500	Oro (Nuevo Mundo) 1550			Médicis (Firencia) 1492	Préstamos extranjeros (Antwerp), 1557
1600	Monedas en España, 1618	East India Co. Holanda, 1636-40	Canales, casas elegantes (Holanda) 1636-40	Fugger (Augsburg) 1596	
1700	Tulipanes, 1640	South Seas (Londres), Companie d'Occident (Paris), 1720		Sword Blade (London), Banques Generale & Royale (Paris), 1720 Bancos británicos, 1750	Inversiones británicas en Amsterdam, 1763
1800	Azúcar, café, 1799 Exportaciones 1810, y 1816	British and Dutch East India Co., 1772 Dutch East Co., 1783 Canales franceses, 1793		Bancos británicos 1793	Assignats (Francia), 1795
			Bienes nacionales (Francia), 1825		
		Canales británicos, franceses, años 1820	Chicago, 1830-42	Bancos británicos, 1824	Bonos extranjeros minas, nuevas cías. (inglesas), 1825

Tabla 2.1 (Cont.)
COLAPSOS FINANCIEROS SELECCIONADOS (AGRUPADOS POR EL OBJETO DE LA ESPECULACIÓN)

Año	Mercancías	Compañías	Finca raíz	Bancos	Activos financieros
	Algodón en Ingl., Francia; exportaciones en Ingl. 1836; azúcar, café en Hamburgo; trigo, 1857 algodón, 1861	Ferrocarriles británicos Ferrocarriles británicos, franceses, 1847 Ferrocarriles franceses y USA, 1857	Chicago 1843-62 Chicago, tierra pública, 1853-77 Chicago,	Alemania, 1850 Francia, 1850 Overend Gurney (Londres), 1866; Credit Mobilier (Paris), 1867 Alemania, década 1870	Minas extranjeras, Ingl.
	Oro (N.Y.) 1869				
	Petróleo (USA) 1871; cobre (Francia), 1888; petróleo (Rusia), años 1890	Ferrocarriles, USA, 1873 Canal Panamá Cia. Francia 1888 Ferrocarriles, USA, 1893	Chicago, Berlín, Viena, 1878-98 Tierras públicas Argentina; Chicago, década 1890	Union Generale (Paris) 1882 Barings (Londres) 1890 Knickerbrocker Trust (N.Y.), 1907	Bonos extranjeros, Francia; Casas de descuento, Inglaterra, 1888
1900	Cobre, USA, 1907	International Mercantile Marine, 1914 Generals Motors, 1920	Tierras agrícolas, USA, 1918-21 Florida, década 1920	Creditanstalt (Austria), 1931 500 bancos USA, 1932-33	Letras de cambio, Londres, 1914 década 1920: moneda alemana, franco francés Fusiones, R.U.; bonos extranjeros, acciones, N.Y.; conglomerados IDE. USA., platino, 1960 dólar, 1973
	Ferrocarriles Penn Central, 1970				

Tabla 2.1 (Cont.)
COLAPSOS FINANCIEROS SELECCIONADOS (AGRUPADOS POR EL OBJETO DE LA ESPECULACIÓN)

Año	Mercancías	Compañías	Finca raíz	Bancos	Activos financieros
	Cargadores petróleo, 1974	Burmah Oil, 1974 Pertamina (Indonesia), 1975	Tierras agrícolas USA década 1970		
	Oro, 1978-82	<i>Chrysler</i> , 1979	U.S.Southwest California, décadas 1970-1980	Banco Ambrosiano (Italia), 1982 U.S. S&Ls., Argentina 1980-89	<i>Deudas LDC</i> Dólar (1985) IDE en USA., 1980s
	Plata, 1980				Junk bonos (USA), 1989-90 Acciones Japonesas, 1980s; Cooperativas de crédito vietnamitas
	Café, cacao, etc., 1986		U.S.REITs, oficinas, hoteles; Japón Suecia, década 1980	Chile 1981 <i>Japón, USA</i> 1980-1992	Fusiones coreanas, 1990s Acciones mercados emergentes, 1990s Esquemas Ponzi Rumania, Albania
	Cobre, Japón 1996	PanAmerican Airways, 1991 Guinness Pear (Aviación), 1992		Suecia, 1990 BCCI, 1991	Derivados (Condado Orange, Metallgesellschaft, Ashanti Gold Mins), Forex futuros, Opciones Bonos Rusos, capital a largo plazo (administración), 1998
		Chaebols coreanos; Tailandia, 1997	Tailandia 1996-97	México, 1994 Barings (Singapur), 1995	
				Indonesia, República de Corea, Malasia, Tailandia, 1997-98	Acciones High Tech, Dólar 1997-??

Nota: Los ítems en *italica* indican apoyo gubernamental y los puntos en *negrilla* indican un colapso mayor.

Fuente: Kindleberger (1998); Caprio y Klingebiel (1999).

algunos bancos puede producir solvencia considerable legítima acerca de los otros hasta la extensión que el crédito agregado se encoge. En verdad, aun cuando los bancos parecen comportarse prudentemente, los colapsos de las burbujas de activos pueden afectar la capacidad de los deudores para reembolsar e inducir a dudas sobre la viabilidad de los bancos.

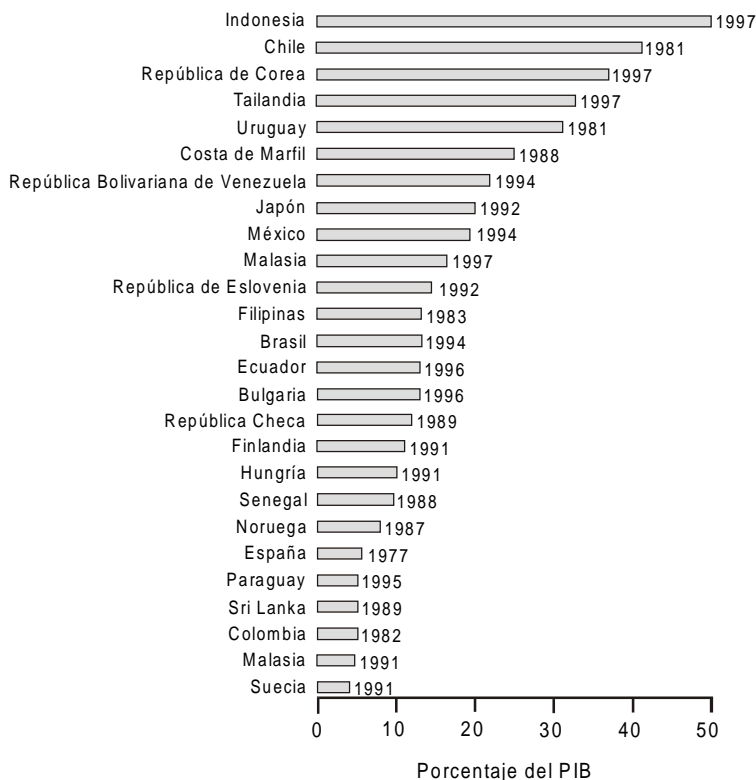
Por tanto, el sistema bancario se caracteriza por la “posibilidad” de corridas contagiosas, en las cuales una avalancha en un banco conduce a avalanchas en los otros, posiblemente bancos sanos. En contraste, los fondos mutuos de capital los cuales invierten en acciones y pagan una renta que varía con la rentabilidad en sus portafolios, sufren fuertes movimientos de los precios pero no la posibilidad de las avalanchas contagiosas. Sin embargo, las avalanchas contagiosas en el sentido que los bancos sanos son tumbados por los colapsos de los bancos débiles, de hecho son difíciles de encontrar al menos en las economías industrializadas. Calomiris y Mason (2000) encuentran que durante la Depresión de los Estados Unidos los principios individuales explican las avalanchas de 1930 y 1931 pero no el episodio de 1933 el cual está conectado con un pánico generalizado de dólares debido a las expectativas de una devaluación. El miedo de las avalanchas contagiosas está más marcado en los mercados emergentes debido a mayores problemas de información, pero los mercados emergentes también enfrentan una mayor tendencia hacia los pánicos generalizados desde que los choques suficientemente grandes para cambiar macropolíticas o afectar la solvencia del sistema bancario son más comunes (*véase* más adelante). Como se anotará posteriormente, el costo de las crisis involucra el consiguiente resultado de la restricción del crédito sobre todo en economías sin canales alternativos de financiamiento.

La particular fragilidad de las finanzas y dentro de ellas del sector bancario es verdadera para todos los países sin tener en cuenta sus niveles de ingreso como está testificado por la ocurrencia de las crisis bancarias en numerosas economías industrializadas en las décadas de 1980 y 1990. El sistema bancario fuera del mundo industrializado tal vez es aun más peligroso y es donde las crisis han sido enormemente costosas (Figura 2.1).

Las pérdidas acumulativas de los bancos colapsados son solamente un aspecto de los costos de las crisis bancarias. Al intentar llegar a un estimativo de los costos económicos totales verdaderos, es necesario distinguir entre tres elementos claves:

- El componente inventario es la pérdida acumulada de los recursos económicos que es revelada por la insolvencia. Al menos parte de la deficiencia de capital de los bancos colapsados representa los fondos de depositantes que han sido perdidos en préstamos irre recuperables que fueron aplicados a propósitos improductivos como oficinas desocupadas y fábricas cerradas.

Figura 2.1
COSTOS FISCALES TOTALES (INCREMENTO EN EL MONTO DE DEUDA PÚBLICA) RELATIVOS AL PIB EN EL AÑO DE LA CRISIS



Las crisis
bancarias
tienen
costos
reales

Fuente: Honohan y Klingebiel (2000); Caprio y Klingebiel (1999).

- El componente de finanzas públicas de los verdaderos costos económicos se eleva porque las autoridades fiscales tienden a asumir una gran parte de la deficiencia neta del capital de los bancos, para sacar del peligro los depositantes y otros afectados directamente por la bancarrota. De un cálculo del costo económico, este efectivo “costo fiscal” es simplemente una transferencia a los depositantes, pero también impone un costo económico de peso muerto que representa una gran fracción de la suma transferida donde el costo marginal de los fondos sociales es alto. El punto es que cortados los gastos, será necesario un impuesto a las rentas adicional para financiarlos, y/o el impuesto inflacionario que distorsiona los efectos, especialmente en los países en desarrollo con sistemas débiles para elevar

- los ingresos. Por ejemplo, “solamente” cubriendo la deuda como resultado de la crisis bancaria de Indonesia significa gastar sumas que podrían duplicar el gasto en salud y en educación. Además, en muchos mercados emergentes, los costos fiscales son suficientemente grandes para desviar programas de estabilización macroeconómica con consecuencias costosas.
- El componente flujo de los costos económicos se incrementa por la depresión económica con la cual están siempre asociadas las crisis bancarias. Obviamente representa un costo económico porque los recursos están subempleados hasta que la economía despegue de nuevo. Los canales a través de los cuales puede ocurrir esta distorsión incluyen el colapso de la inversión y otros gastos bien sea por una pérdida general de la confianza, o a través de la restricción al crédito (refleja que los posibles usuarios del crédito son atados a la subsidiaria; la reacción de los prestamistas ante la crisis de aumentar los estándares del valor del crédito o intentar permanecer líquidos; o la pérdida del capital de información, indispensable para hacer prestamos)⁵. El fallo de los medios de pago, aunque raro, puede ser otro canal para instrumentar la recesión; también una desaceleración económica transitoria por debajo de los niveles de pleno empleo, resulta en más pérdidas de la tendencia productiva si la falta de crédito intermediado deprime el crecimiento productivo de largo plazo.

Cuanto más grande la carencia inicial de capital de los bancos en bancarrota, mayor será el costo fiscal en dinero y más grande será el costo de cada uno de los componentes económicos. Estimados de diferente confiabilidad del efectivo costo fiscal han sido hechos para varias crisis. Los costos fiscales totales en las crisis de los países en desarrollo durante los años 1980 y 1990 sobrepasaron el nivel de US\$1 billón para 1999. Estos costos fiscales muy posiblemente sobrestiman el componente fiscal de los verdaderos costos económicos, pero pueden utilizarse como un indicador general de la magnitud relativa y absoluta de los costos económicos totales.

5. Bernanke (1983) documenta el canal del crédito para la Gran Depresión de los años 1930. El papel de un manejador de oferta de “restricción del crédito” en exacerbar la crisis del Asia Oriental ha sido extensivamente debatido (una colección representativa de la literatura investigativa está en Domac, Ferri y Kawai, en proceso). Hasta donde una conclusión clave puede establecerse, aparece que, mientras una falta aguda de crédito afectó las firmas, especialmente empresas pequeñas y medianas en el primer período de la crisis, el declive económico pronto significó que la demanda por crédito declinó también, y reencauchar la oferta de crédito no pareció por largo tiempo ser el punto más presionador, aunque los estudiosos permanecerán divididos sobre el grado de permanencia del problema. Para el futuro, la prioridad será asegurar que la estabilidad de las macropolíticas y el entorno regulatorio estarán suficientemente seguros para entablar la discusión de la austeridad y los subsidios innecesarios.

Alternativamente, se han hecho también intentos para capturar un estimativo aproximado de los costos adicionales de los flujos económicos, especialmente por comparación del producto actual con una senda hipotética, de la producción en “no crisis”. Es muy difícil saber qué parte de la depresión económica es causada por la crisis bancarias –a menudo una bancarrota bancaria latente solamente se hace evidente cuando es instrumentada por un choque económico exógeno que contribuye directamente a la recesión–. La medida de la caída del producto posiblemente sobrestima la verdadera corriente de costos económicos, pero es correlacionada con la medida de los costos fiscales, y extrañamente es de la misma magnitud (Figura 2.2)⁶. Boyd y Smith (2000) observan que numerosas crisis, si bien graves en su tiempo, tienen un costo fiscal pequeño y un costo relativamente bajo en la producción. Sin embargo en la Figura 2.2 una crisis en tres tiene un costo del PIB acumulativo de un 20% o más, y dada la incertidumbre en tiempo de crisis, las autoridades no pueden saber si tendrán una crisis pequeña o grande. Dada la profundidad de las recesiones, el proverbio dice: “una onza de prevención es más valiosa que una libra de cura”.

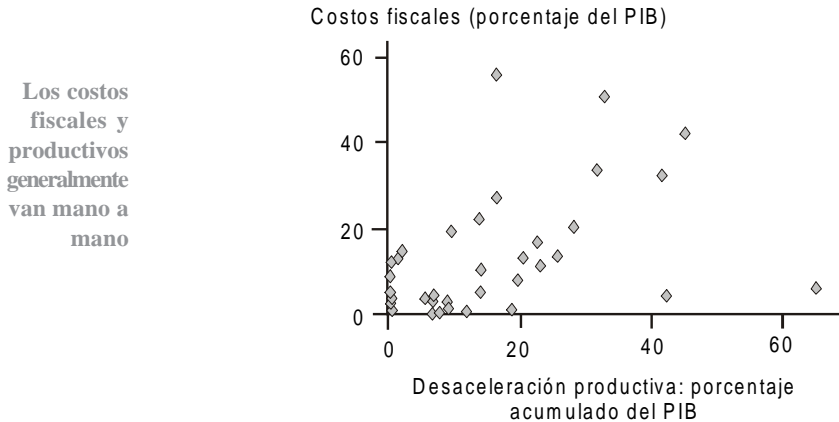
Los países en desarrollo sufren numerosas fuentes adicionales de fragilidad. Primero, en general los problemas de información son más críticos, como se anotó en la discusión del Capítulo I sobre la contabilidad y los sistemas legales. Estos problemas de información deben tenerse en cuenta para las recomendaciones sobre la disminución de la vulnerabilidad. Una información pobre hace más fácil para los bancos no solamente tomar riesgos innecesarios, sino también comprometerse en préstamos riesgosos, los cuales de acuerdo con evidencia anecdótica y ahora con investigación empírica (La Porta, López-de-Silares y Zamarripa, 2000) están caracterizados por tasas muy altas de no reembolsos.

Segundo, las economías en desarrollo son más pequeñas y más concentradas en ciertos sectores económicos o basadas sobre productos de exportación específicos y por consiguiente ellas están menos capacitadas para absorber choques aislados. Esto en parte explica la enorme volatilidad macroeconómica manifestada por las economías en desarrollo en diferentes partes del mundo en comparación con los países industrializados (Figura 2.3).

Aspectos estructurales pueden hacer a los mercados emergentes más vulnerables a las crisis financieras, incluyendo el dominio de los bancos en los sistemas financieros y la pobre secuencia de la liberalización financiera

6. Si tres límites son descartados, la correlación es 0.7 y una línea regresiva implica una aproximación de relación uno a uno entre el flujo de los costos productivos y los costos fiscales. Este resultado puede interpretarse sugiriendo que los elementos diferentes de los costos están todos correlacionados, y apoyan el uso de los costos fiscales como un propósito general de aproximación a los costos económicos totales no observados.

Figura 2.2
ESTIMATIVOS DE LOS COSTOS FISCALES Y DESACELERACIÓN
PRODUCTIVA PARA 39 CRISIS BANCARIAS



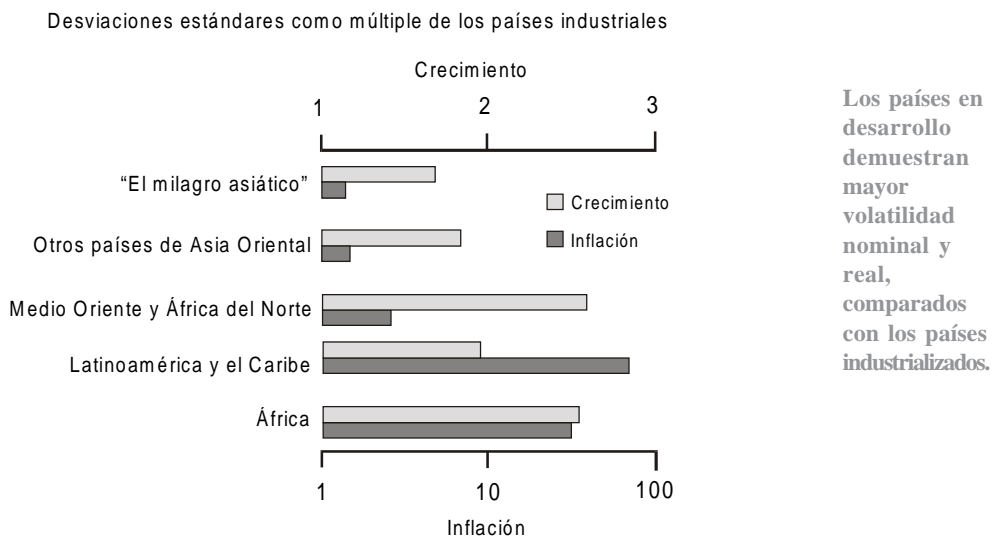
Nota: El gráfico muestra que los costos fiscales de las crisis están correlacionados con la consiguiente desaceleración productiva (medida como la pérdida total de la producción –relativa a la tendencia– en el período durante el cual el crecimiento permanece por debajo de las tasas anteriores a la crisis).

Fuente: Honohan y Klingebiel (2000).

Desde que los portafolios de la mayoría de los intermediarios financieros en los mercados emergentes están concentrados sobremano en los activos domésticos, los choques sobre la economía local son mucho más desestabilizadores aun con la mejor regulación y supervisión (el Capítulo 4 investiga las posibilidades de importar servicios financieros como una forma de disminuir esta vulnerabilidad). Como sugerimos abajo, la regulación y la supervisión, con algunas notables excepciones, no son las más fuertes en esos países.

No es sorprendente que la volatilidad económica más grande se traslade a los mercados financieros. Aunque basadas en algunos pocos casos con una gran disponibilidad de datos, la Figura 2.4 muestra no solamente que en los mercados emergentes los capitales gozan de lejos de rentabilidad mucho más alta que las letras o bonos relativamente con los países de alto ingreso, sino que las diferencias en la volatilidad son aun más dramáticas. Entonces, dada su enorme volatilidad, si los bancos locales diversificaran en los mercados emergentes, o fueran igualmente bien regulados, ellos gozarían de menor estabilidad que los bancos en el firmamento seguro de la mayoría de los países con alto ingreso. La volatilidad de la tasa de cambio también tiene marcadas consecuencias en las economías en desarrollo porque en gran parte ellas han tenido que prestar en divisas extranjeras. Luego los incrementos en las tasas de interés del dólar a

Figura 2.3
VOLATILIDAD POR REGIONES, 1970-99



Nota: La mediana de las desviaciones estándar históricas del crecimiento del PIB y la inflación para cada grupo de países está expresada como un múltiplo para el de los países industrializados.

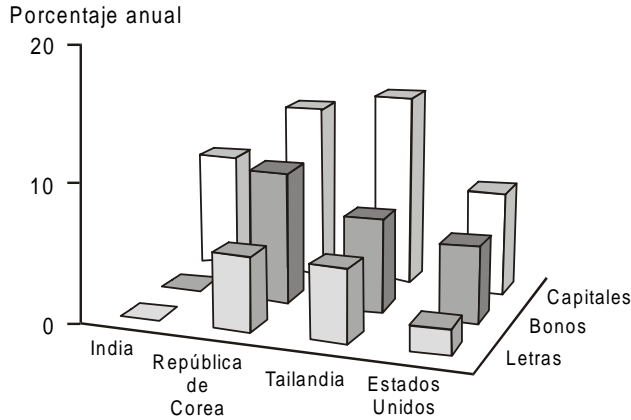
Fuente: Caprio y Honohan (1999); *International Financial Statistics*.

menudo inducen grandes incrementos en las tasas de préstamo domésticas, hasta el punto de subir la prima de riesgo de la moneda. Esta volatilidad adicional afecta a las firmas y a sus financistas. El Capítulo 4 volverá sobre el tema de la volatilidad y los sistemas financieros pequeños.

Tercero, los mercados financieros emergentes están dominados por los bancos (Figura 3 en "Aspectos generales") lo que significa mayor demanda de deuda, una más alta relación de deuda a capital posiblemente induciendo a mayor fragilidad. Si una firma es financiada 100% por deuda, entonces un pequeño choque puede reducir sus rentas proyectadas o subir sus costos de intereses, resultando en la insolvencia de la firma. El capital actúa como un amortizador proveyendo a la firma con una gran flexibilidad en comparación con la necesidad de amortización constante a la deuda. Las altas relaciones de deuda a capital fueron un factor en las crisis del Asia Oriental; aunque estas relaciones no se incrementaron en general en la inmediata formación de la crisis, su alto nivel significó que las firmas y la economía eran altamente frágiles (Claessens, Djankov y Xu, 2000).

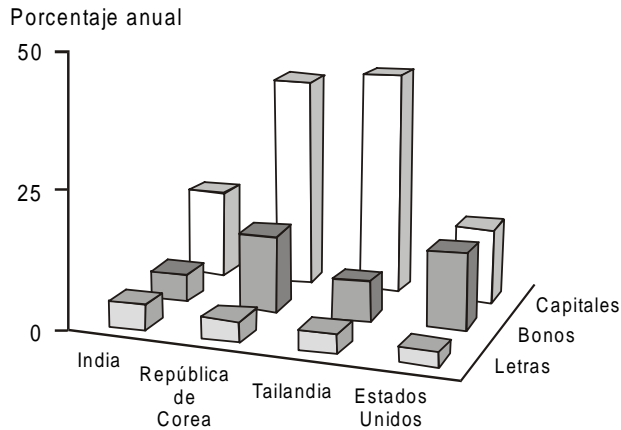
Figura 2.4
VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS DE ACTIVOS

Rentabilidad real pobre por activo



Las acciones pueden pagar mejor en los mercados emergentes pero son más riesgosas aun.

Desviación estándar de la rentabilidad real por activo



Fuente: *International Financial Statistics*; base de datos de mercados emergentes IFC; datos disponibles, 1975-99.

Igualmente, si las firmas solamente obtienen financiamiento que ha de ser renovado constantemente –cada 90 días o más frecuente– están en una posición menos flexible para manejar los choques no anticipados, comparadas con aquellas con una mezcla alta de deuda a largo plazo. Luego, el subdesarrollo relativo de las finanzas no bancarias y mercados de capitales significa que cuando los bancos de los países en desarrollo están en dificultad, el im-

pacto sobre todo el sector financiero y la economía es más grande que en los países industrializados, donde los intermediarios no bancarios y los mercados están generalmente mejor desarrollados. La mayor parte del financiamiento a través de instrumentos de capital transfiere el riesgo a aquellos más hábiles y capaces de aceptarlo. La disponibilidad de capital financiero entonces representa un amortizador potencial importante para las finanzas de las firmas e indirectamente para sus banqueros. El mercado de capital puede verse como una llanta de repuesto para las finanzas (Greenspan, 1999). Los colapsos en los precios del capital no son inocuos, pero son claramente menos disruptivos que las quiebras bancarias, y es la razón de por qué este capítulo se centra en lo último.

Los sistemas financieros desbalanceados con dominio bancario son en parte una respuesta a los enormes problemas de información en los mercados en desarrollo –por lo tanto la importancia de mejorar esta parte de la infraestructura del sector (Capítulo 1)– pero también refleja excesiva “subsidiación” del sistema bancario a través de las redes de seguridad (descritas posteriormente) o banca pública, la cual provee una red de seguridad implícita para todos los acreedores bancarios. La banca estatal parece ligada a la fragilidad (Capítulo 3).

Cuarto, además de la volatilidad a corto plazo, también ha tenido lugar una sucesión de cambios de régimen alterando los perfiles de riesgo del entorno operacional en formas difíciles de evaluar, incluyendo la mayoría de las importantes desregulaciones financieras. En línea con la tendencia intelectual general y siguiendo el ejemplo de los países industrializados, las autoridades de los mercados emergentes remueven o disminuyen los controles administrativos sobre tasas de interés, los techos de crédito de banco a banco, la reglamentación para la colocación del crédito en sectores o prestatarios escogidos, los límites en las nuevas entradas y aun abriendo la cuenta de capital. Remover muchos de los viejos controles últimamente ha sido inevitable, pero todos fallan al tener en cuenta la complejidad de la meta que se han propuesto: los estudiosos, los consejeros y los oficiadores de las políticas.

El entusiasmo con el cual la liberalización fue adoptada en algunos países con la ausencia de las bases institucionales necesarias dejó a los sistemas financieros enfrentados a enormes territorios vacíos. Los nuevos dueños y los inexpertos supervisores bancarios trataron de elaborar su camino hacia apreciaciones de lo que significaría en la práctica un sistema bancario seguro y firme. Mínimamente, esta situación sugiere un quinto factor detrás de las crisis de los mercados emergentes, es decir un entorno regulatorio y de incentivos mal preparado para un sistema financiero basado en el mercado, y particularmente uno que estimula o perdona la toma de riesgo excesivo.

La pobre secuencia de la liberalización financiera en un entorno pobremente preparado sin duda ha contribuido a la insolvencia bancaria. Los países abandonaron los controles sobre los pasivos bancarios –especialmente tasas de interés– pero el tiempo para crear e implementar el futuro de los activos fue enormemente subestimado. Solamente si las bases institucionales son fuertes la liberalización financiera no añadirá riesgo de quiebras bancarias sistemáticas (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1999). Tal vez sería equivocado concluir que una mayor confianza en las fuerzas del mercado fue siempre la fuente subterránea de las quiebras bancarias. En muchos casos, la liberalización financiera revela una larga existencia subterránea de insolvencia del sistema bancario, lo cual llegó a ser inevitablemente claro cuando los bancos emergieron del entorno estrecho que les permitió o requirió de ellos cruzar las líneas de hacer pérdidas subsidiadas de los negocios.

Las autoridades no liberalizaron las finanzas en un vacío, sino más bien como parte de un alejamiento general de la pesada intervención gubernamental. La transformación económica estructural en numerosos países en transición y en desarrollo creó una nueva economía y un panorama político y colocó a los banqueros en un bravo nuevo mundo con poca especialidad y experiencia para juzgar el nivel de riesgo. Con todos estos cambios y además aquellos originados por la revolución en la tecnología, las comunicaciones y la ingeniería financiera, más el inconstante comportamiento de los inversionistas internacionales, se hace muy difícil para los banqueros, gobernantes y legisladores juzgar cuáles fuentes de volatilidad serán probablemente las más importantes y entonces qué constituye un sistema bancario firme.

Estos factores detrás de las crisis de los mercados emergentes sugieren ante todo que, mientras moverse en la dirección de un marco regulatorio basado en el mercado puede ayudar, los factores especiales que caracterizan estas economías necesitan medidas más vigorosas.

REGULACIÓN DE BANCOS: INSTRUMENTANDO EL MERCADO

A lo largo de la existencia de los bancos los gobiernos también han establecido un número de reglamentaciones para ellos, tales como mantener la sanidad de la moneda y la regulación del intercambio en los mercados medievales con alta retención hasta del 100% de reservas (en los bancos de Europa en el siglo XVI y más tarde en los Estados Unidos), manteniendo tasas de interés por debajo de los niveles de usura, y proveyendo crédito al gobernante, especialmente en tiempos de guerra. La regulación financiera moderna incluye un arsenal de instrumentos diseñados para mejorar la eficiencia infor-

**Una prudente
regulación promueve
sistemáticamente la
estabilidad**

mativa de los mercados financieros, proteger los clientes contra el fraude y actos ilegales, y preservar la estabilidad sistemáticamente⁷. Una regulación prudente promueve la estabilidad sistemáticamente. Exista o no un esquema de seguro de depósito, los supervisores oficiales prudentes actúan en realidad como monitores delegados para los depositantes, explotando las economías de escala para superar los problemas de información que están más allá de los recursos de los pequeños depositantes.

Muchas reglamentaciones propuestas para reducir el riesgo bancario parecen prometedoras a primera vista, pero prueban tener desventajas y pueden solamente recomendarse, si acaso, donde todas las otras formas han fracasado. Un ejemplo recurrente es la idea del sistema bancario de segundo piso, una propuesta con una larga historia (Recuadro 2.2). Es decir, dada la fragilidad particular de la estructura de los pasivos del sistema bancario, ¿por qué no hacer los bancos seguros por medio de forzarlos a poseer activos seguros? Como muchas otras recomendaciones para las finanzas, los así llamados planes para sistemas bancarios de segundo piso pueden convenir a algunos países, tales como aquellos que a continuación de una crisis, tienen bancos con hojas de balance dominadas por papeles gubernamentales. Aunque estos planes en general tienen mérito, ellos no trabajan la necesidad de intermediarios para intermediar el riesgo, acto que puede crear un problema cuando está equivocado, pero el cual puede ser un enorme beneficio para el crecimiento cuando está bien ejecutado. Si los bancos de segundo piso son portadores de activos seguros, pero otros intermediarios que financian inversiones riesgosas, los últimos pagarán tasas muy altas de interés y si la historia de las finanzas es una guía, casi siempre atraen muchos depositantes y eventualmente tienen pérdidas y hacen antesala para la protección gubernamental.

Para la mayoría de los países, parece seguro que el sistema bancario de segundo piso no resolverá el problema de fragilidad. Además tiene que haber un trueque entre la estabilidad y la eficiencia. Si la formación de bancos de segundo piso no conduce a una mayor migración de activos a intermediarios no bancarios, la colocación de recursos para inversiones eficientes estará seriamente obstruida. Al mismo tiempo, el sistema bancario ha perdido su importancia relativa en países avanzados, en los países en desarrollo permanece prominente y es la porción dominante del sector financiero.

El sistema bancario de segundo piso tiraría el bebé (la intermediación) con un baño de agua fría (crisis)

7. Otras metas, tales como la antidiscriminación y la promoción de la posesión de casa propia y de exportaciones, continúan buscándose a través de medidas detalladas de política financiera en algunos países, pero esto no será materia de discusión aquí. Hay una reducción en la efectividad percibida de las medidas políticas que buscan dirigir el flujo de las finanzas a metas económicas específicas (Caprio, Hanson y Honohan, 2001).

Recuadro 2.2

SISTEMA BANCARIO DE SEGUNDO PISO

Los bancos que reciben depósitos y no hacen préstamos no son cosa nueva, (y) con los antiguos artesanos –quienes guardaban el oro de los depositantes– como uno de los primeros ejemplos del “100 por ciento de reserva” bancaria. Tan pronto como los bancos aprendieron que no todos los depositantes querían sus fondos retornados simultáneamente, empezaron a prestar parte, embarcándose en reservas bancarias fraccionadas, pero un número de países tuvieron o aún tienen bancos que retienen principalmente instrumentos seguros. En 1864 el U.S. National Bank Act exigió a los bancos emisores de dinero retener US\$ 111.11 en bonos gubernamentales por cada US \$100 de billetes emitidos y este sistema permaneció válido hasta los años 1930. De igual manera los bancos de ahorros postales en muchas de las ahora economías industrializadas y algunas instituciones ordinarias de ahorro (tal como en Francia y el Reino Unido) requieren que los depósitos se inviertan en papeles gubernamentales. En estos casos, sin embargo, la reserva bancaria del 100%, fue solamente parte del sector bancario, y otros bancos podían captar depósitos y hacer préstamos.

La Depresión en los Estados Unidos y en particular el pánico extremo a principios de 1933, culminó con la vacación bancaria de marzo de 1933, y condujo a lo propuesto por Henry Simons y un número de otros prestigiosos economistas para el plan del 100% de reserva bancaria como modelo del país. Los problemas del sector bancario regularmente descubren un renovado interés en esta propuesta, como se vio durante la crisis de las Cajas de Ahorros y Préstamos en los Estados Unidos, y en Argentina en la crisis de 1995. El plan básico es simple: si todos los bancos retienen solamente depósitos garantizados por instrumentos de alto grado, tales como letras del Tesoro a corto plazo, probablemente aun algunos papeles comerciales de alto grado, el mecanismo de los pagos será protegido (excepto por una corrida sobre la moneda, la cual solamente puede prevenirse si las reservas suficientes están denominadas en divisa extranjera). Como es el caso con los fondos mutuos del mercado de dinero de los EU, la quiebra puede solamente ocurrir debido al fraude, el cual es relativamente poco posible en este contexto. A otros intermediarios financieros, o de una subsidiaria no bancaria de un conglomerado financiero, de acuerdo con estos planes, se les permitiría prestar, pero ellos no pueden autonominarse bancos, y no serían calificados para un seguro de depósito. Entonces, la meta es intentar convencer a los depositantes que si quieren una rentabilidad garantizada, será baja, y los fondos colocados en inversiones riesgosas pueden perderse.

La historia de las finanzas sugiere que los planes pueden evadirse. Entonces el U.S. National Bank Act se hizo menos efectivo tan pronto como los bancos empezaron a emitir pasivos que no eran reservables, y por consiguiente rindieron resultados financieros que podían prestarse ganancialmente. También los planes para estimular el excesivamente fácil financiamiento de los déficits gubernamentales pueden estimular préstamos excesivos, en particular en los países con controles fiscales inadecuados. La transición a la banca de segundo piso puede ser falsa y como se anotó en el texto, el problema fundamental de la intermediación permanece.

Aún, el sistema bancario de segundo piso será apropiado para algunos países como parte de la respuesta a la crisis. Por ejemplo, en los países donde todos o la mayoría de los bancos tienen gran parte de sus activos representados con fondos gubernamentales, estos bancos son ya de hecho bancos de segundo piso y una institución separada se autorizaría para hacer préstamos. Algunas regulaciones se necesitarían para estimular la transparencia de los no-bancos y una campaña de educación se requeriría para asegurar que los depositantes estuvieran conscientes de los riesgos a que se exponen.

Fuente: Phillips (1995).

Aunque algunos inversionistas pequeños pueden sufrir pérdidas en el financiamiento no bancario (y las redes de seguridad oficial son algunas veces ofrecidas a los consumidores en el segmento de las industrias de los fondos de seguros y pensiones), las quiebras y pérdidas en los mercados financieros que no se extienden al sistema bancario tienen posiblemente efectos catastróficos sistemáticos mucho menores sobre el sistema de crédito y pagos⁸. Por esta razón los intermediarios financieros no bancarios y los mercados son también objeto de regulación gubernamental superficial generalmente, desde el más grande cuidado en las pensiones y seguros a menor cuidado en acciones, futuros y mercados derivados.

La supervisión y regulación del sector financiero –las reglas del juego en el sector financiero y la forma en que son implementadas– son esenciales para limitar el riesgo moral, como también asegurar que los intermediarios tengan el incentivo para colocar los recursos y desempeñar sus demás funciones prudentemente. En los años 1980 y 1990, muchos países en desarrollo empezaron a hacer la transición separados de los sistemas supervisorios dirigidos a asegurar la complacencia con los directivos gubernamentales, tales como dirigir las pautas del crédito y otros requerimientos de portafolios hacia lo que podría llamarse el estándar básico de Basel, capital supervisado adecuadamente. Como se anotó anteriormente, esta transición no se ha llevado sin contratiempo y la evidencia sugiere que la liberalización, al menos como fue transferida, aun contribuyó a la reciente corriente de crisis bancarias⁹.

La transición a una regulación prudente moderna es difícil

En respuesta a estas crisis, ha habido un *boom* en la creación de estándares detallados que han sido promulgados en el sistema bancario (y otras áreas del sector financiero). Estos estándares inducen en última instancia mejoramientos en el entorno regulatorio, pero la ausencia de un claro sentido de su relativa importancia o cómo funcionan ellos en el contexto institucional disparejo encontrado en los mercados emergentes reduce su impacto. Por otro lado el resultado de la investigación sobre sistemas financieros sugiere que en vez de

-
8. La acción oficial para ayudar a prevenir el fracaso directo del fondo de alto cubrimiento del LTCM (Administración de capital a largo plazo) en 1998 fue esencialmente manejada con el conocimiento del impacto potencial de tal fracaso sobre la estabilidad del sistema bancario.
 9. El fin de los requerimientos de liquidez en los países en desarrollo sucedió en emulación del nuevo, y la mejor práctica en el área de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, y los requerimientos de más baja liquidez aliviaron en alguna forma los gravámenes del sector financiero. Aunque relaciones de liquidez –mantenimiento de las reservas del banco central, efectivo y papeles gubernamentales– no fueron solicitadas por propósitos prudentes en países de ingreso alto, los países en desarrollo no han sido capaces de actualizar la supervisión bancaria y la suficiente regulación para compensar la pérdida de este catalizador. Cf. Caprio y Honohan (2001).

un gran número de estándares, las autoridades en los mercados emergentes deben enfocarse en utilizar incentivos para instrumentar las fuerzas del mercado que favorezcan los mercados financieros efectivos y eficientes y em-

Las autoridades deberían usar incentivos para instrumentar las fuerzas del mercado

plear los estándares individuales tan lejos como ellos contribuyan a este propósito. Esto significa imponer reglamentaciones duras –no solamente requerir un mínimo de proporciones de capital sino probablemente restricciones más fuertes, tales como un mínimo de pausas de diversificación (o disponer requerimientos de capital a la concentración de los portafolios de los bancos) o requerir una cierta proporción de los pasivos de los bancos para colocarse en la forma de bonos subordinados sin seguro. El grado en el cual las autoridades puedan usar estas reglamentaciones para explotar la información del mercado y la disciplina depende en alguna extensión del nivel o el promedio de desarrollo del mercado financiero¹⁰. Esta sección examina la extensión de la convergencia regulatoria entre los mercados desarrollados y los emergentes, incluyendo el problema de aplicar opciones regulatorias del primero al segundo, y luego se centra en como el mercado puede instrumentarse de la mejor manera para ayudar a producir finanzas seguras y vigorosas.

Una convergencia de regulaciones significativas, pero amplias disparidades en sus aplicaciones efectivas de la contabilidad para las provisiones de préstamos perdidos

Aunque en años recientes ha habido una notable convergencia sobre el papel, permanece una diferencia total en los entornos regulatorios alrededor del mundo. Entonces, en el momento del Acuerdo de Basilea en 1988, el cual recomienda un mínimo del capital ponderado del riesgo del 8%, algunos países en desarrollo no tienen esos requerimientos de capital, y muchos los tienen en relaciones bajas (2.5% no es raro) y no se comprometen en la supervisión prudente para verificarlos. Hacia 1998-99, de 103 países reportados, 7 tenían proporciones de capital mínimas por debajo del 8% y 29 tenían proporciones de capital del 10% o más, solamente un país pertenece a la región de la ODCE. Y más del 93% de todos los países (88 por ciento en mercados emergentes) claman por ajustarse a relaciones de capital para riesgo de acuerdo con los parámetros de Basilea.

10. Reglamentaciones demasiado simples o inflexibles pueden tener efectos laterales desafortunados. En un desplome económico, por ejemplo, requerimientos rígidos de capital bancario pueden acentuar la recesión al constreñir el crecimiento del crédito, especialmente si los bancos han de tener mayores provisiones contra los préstamos perdidos (Chiuri, Ferri y Majnoni, 2000). Sin embargo, la solución teórica de hacer los requerimientos de capital explícitamente dependientes de los ciclos (Dewatripont y Tirole, 1993) en la práctica sería difícil de implementar en forma creíble o sin arriesgar un grado de la paciencia que pueden juntos minar el efecto de los incentivos de utilizar los requerimientos de capital.

Tal vez es fácil adoptar “significativas” regulaciones, tal como adecuadas proporciones de capital, pero demasiado difícil implementar los procedimientos implicados y adquirir la necesaria especialización supervisora para darles cumplimiento a estas reglamentaciones. Desafortunadamente, el capital por sí mismo es un indicador inadecuado de la solidez de un banco. El verdadero valor neto de un banco depende de la calidad de su portafolio, el cual, para muchos bancos está dominado por préstamos ilíquidos que no pueden ser fácilmente valorados o “marcados para el mercado”. Este problema es el más real en países en desarrollo, donde los precios volátiles y mercados precarios o inexistentes ofrecen riesgosamente tales estimativos. A menudo un banco es verdaderamente insolvente mucho antes de que sus cuentas nos lo digan. Si el capital es negativo actualmente, los ajustes al riesgo son irrelevantes.

Lo importante para el valor verdadero neto es el capital neto de las provisiones para préstamos perdidos, pero las reglamentaciones de la contabilidad en muchos países permiten a los banqueros ser optimistas y por debajo de la provisión. Si el banco ha alcanzado una razonable “medida” de ratio de la proporción justa de capital sólo porque no hace provisiones contra la pérdida de préstamos ($P = 0$ en la Tabla 2.2), podemos seguramente decir que su verdadero capital está por debajo de los estándares. Aun un banco insolvente (con un verdadero P de 10 o más) puede permanecer en el negocio por meses o aun años, siempre que no se quede sin efectivo. Cerrar el banco puede ser aplazado tanto tiempo como la entrada neta de los flujos de los depósitos y los intereses recibidos sobre el desempeño de los préstamos sean suficientes para pagar los gastos de operación y los intereses sobre los depósitos. Los depositantes y los supervisores pueden gravitar dentro de un falso concepto de seguridad si las reglamentaciones de la contabilidad no están claras. Las reglamentaciones sobre la contabilidad en algunos países aún tienen un largo camino por recorrer.

Tabla 2.2
HOJA TÍPICA DE BALANCE

Activos		Pasivos (Liabilities)	
Efectivo	10	Depósitos demandables	100
Inversiones líquidas	20	Otras deudas	30
Préstamos al valor histórico	100		
Menos provisión por préstamos perdidos	- P		
Propiedades	10	Capital	10- P

En vez de confiarse en valores históricos, los supervisores bancarios clasifican los préstamos en categorías tales como “normal”, “mencionado especialmente”, “estándar bajo”, “dudoso” y “perdido”, y las regulaciones implícitamente amarran las probabilidades de pérdida a cada una de las tres últimas categorías al requerir un cierto porcentaje (generalmente 20, 50 y 100, respectivamente) del valor de los préstamos previstos en las cuentas del banco (usualmente en adición a alguna provisión general de pérdida de préstamo de un 1 o 2% del portafolio total). En verdad, nuestra investigación también demuestra que los requerimientos son en promedio levemente drásticos sobre el papel en países de ingreso bajo. Sin embargo, lo que es importante aquí es que los requerimientos de provisión deben actualmente corresponder a las últimas experiencias de préstamos perdidos¹¹.

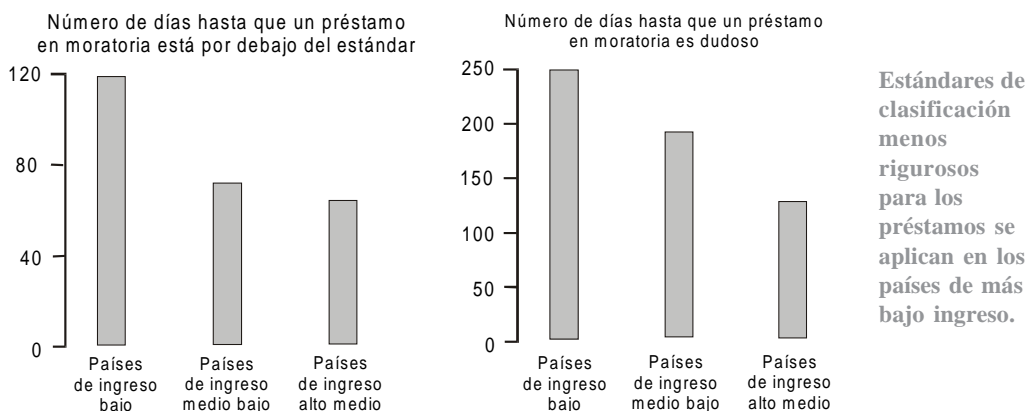
Desafortunadamente, asegurar una adecuada y futura clasificación de préstamos no es fácil. En especial cuando las condiciones económicas se mueven fuera de lo normal, o para los préstamos grandes o poco usuales que son a menudo el punto débil de un banco irresponsable, la experiencia puede ser una pobre guía, aun para el banquero. El entorno de alto riesgo compromete rápidamente la estructura económica de la mayoría de los países en desarrollo y obviamente exacerba la severidad de este problema. En realidad frente a la renuente administración bancaria, dadas las dificultades inherentes en comprender los riesgos verdaderos, los supervisores a menudo no pueden hacer más que confiar en una medida del pasado: insistir en que las provisiones sean hechas cuando el préstamo vaya en moratoria. A este respecto, las reglamentaciones de la contabilidad o los estándares varían ampliamente. Los países de ingreso bajo en particular son típicamente menos severos que los países del grupo de ingreso alto y medio (Figura 2.5). También es una ficción que uno de tres de los países de ingreso bajo permita a los bancos manejar los intereses moratorios como ingresos ganados, al menos por un tiempo. En Tailandia los intereses recibidos de préstamos no llevados a cabo fueron permitidos hasta 360 días en 1997 y por 180 días en varios países africanos. En la mayoría de los países es aún más difícil prevenir a un banco de esconder un préstamo no ejecutado simplemente por medio de la “perpetuidad”, es decir, haciendo un nuevo préstamo para cubrir el pago anterior. Hay mucho más que decir; Cavallo y Majnoni (2001) demuestran que

11. No son solamente las economías emergentes las que están por debajo de las provisiones. Un reciente estudio del Banco del Japón (1998) encontró que el 75.3% de los préstamos clasificados en 1993-94 como dudosos en una muestra de 18 bancos resultaron cancelados en los siguientes tres años, pero provisiones requeridas para tales préstamos eran solamente del 52%; y ese 16.7% de préstamos de “categoría 2” para los cuales solamente un 2% de provisión fue requerida, fueron cancelados.

si los países industrializados consiguen provisiones en buenos tiempos y las bajan cuando el ciclo de los negocios se debilita, no ha habido tal variación en los países en desarrollo en su muestra, lo que nuevamente sugiere que la convergencia con las normas de los países industrializados es más superficial que real.

En resumen, medir el tamaño del tope es un desafío que está lejos del control. Aunque no publicados, los conceptos del Principio Central de Basilea revelan que los países en desarrollo están muy lejos del cumplimiento total de sus contrapartes, los países industrializados. Importantes regulaciones son promulgadas sin tener la información necesaria para su verificación o sin colocar en su sitio los incentivos que podrían ayudar a revelarlas.

Figura 2.5
CLASIFICACIÓN DE PRÉSTAMOS POR DEBAJO DEL ESTÁNDAR, 1997



Estándares de clasificación para los préstamos menos rigurosos se aplican en los países de más bajo ingreso.

Fuente: Base de los datos: Barth, Caprio y Levine.

No se debe desestimar la habilidad de los supervisores oficiales para esconder los problemas. Existe evidencia empírica que ellos pueden y efectivamente proveen información independiente. Por ejemplo, Jordan, Peck y Rosengren (1999) encontraron para los Estados Unidos que la publicación adversa de la información supervisora resultaba en una caída promedio del 5% en el precio de la acción del banco. No es sorpresa que hubiera algunas variaciones. Los bancos que han divulgado malas noticias tuvieron pocas consecuencias y hubo poco evidencia de contagio, en el sentido de que los precios de las acciones de los otros bancos reaccionarían cuando otro banco

revelaba información, excepto en el caso de un choque común regional para los bancos de la misma región.

La evidencia no solamente muestra que la buena supervisión puede tener un efecto en que ésta divulga información adicional que puede conducir a la emisión de acciones supervisoras diseñadas para detener un comportamiento imprudente. También anota las ventajas de una mayor divulgación en que los mercados pueden presionar a los bancos para el ajuste tan pronto como es posible y antes de que resulte una crisis.

¿Cómo se obtiene buena supervisión? Los conceptos del Comité de Basilea proveen puntos de vista de supervisores sobre este aspecto y hay poca duda de que los factores como la independencia de los agentes supervisores es clave para la buena supervisión¹². Anotamos los puntos relacionados con los incentivos que enfrentan los supervisores.

Debe reconocerse que el entorno en el cual la regulación prudente y la supervisión se están implementando difiere marcadamente entre los países industrializados y los países en desarrollo. Además de la gran volatilidad de los mercados emergentes, el ingreso y la riqueza tienden a ser mucho más concentrados que en los países industrializados y una reciente evidencia muestra que esto sucede para la propiedad de las corporaciones (Figura 1.10). No es difícil observar lo que esto añade al desafío enfrentado por los supervisores, por la gran probabilidad de que las firmas financieras bajo su supervisión están controladas por individuos extremadamente poderosos.

El resultado puede ser una desviación del “balance del terror” –los riesgos y recompensas enfrentados por los supervisores oficiales en muchos países–.

Una buena supervisión puede mejorar la salud del sistema financiero, pero las estructuras de los incentivos con frecuencia hacen esto difícil

Primero, los supervisores generalmente están menos bien pagados con relación a los salarios en los bancos privados, y en muchos países en desarrollo la rotación se convierte en un mayor problema que en los países industrializados. Segundo, los ingresos diferidos –en efecto, un bono potencial– pueden resultar de la supervisión laxa, desde que sólo unos pocos países, sin tener en cuenta el nivel del ingreso, tienen prohibiciones sobre los supervisores trabajando para los bancos. Tercero, no hay castigos diferidos –ni a través de la

12. La integración de la supervisión del sector financiero ha recibido demasiada atención, pero está más allá del propósito de este libro. Las agencias integradas son relativamente recientes, ninguna investigación cuantitativa formal de sus méritos se ha efectuado, y solamente información anecdótica (tal como la continua dificultad en obtener cooperación efectiva entre departamentos separados en la misma empresa) está disponible. Goodhart (2000) argumenta que este punto es prematuro y probablemente de segundo orden con relación a fijar el entorno de incentivos en general para los mercados emergentes.

pérdida de los bonos, los cuales generalmente no son ofrecidos, ni por una pérdida de las pensiones—. Y, finalmente, en numerosos países en el rango de ingresos medios, tales como Argentina y Filipinas, los supervisores pueden ser judicializados por sus acciones y pueden ser retenidos, así ellos enfrentan un castigo ejemplar.

Esto es precisamente lo contrario de la estructura óptima de compensación para aquellos encargados de reforzar las leyes y regulaciones que han sido recomendadas por largo tiempo para eliminar actos ilícitos, aun cuando es difícil detectar una conducta errónea¹³. Así, una prioridad por asegurar una mejor supervisión es remunerar bien a los supervisores bancarios con referencia a otros servidores públicos: la probabilidad de detectar los actos ilícitos es baja como se observa en la Figura 2.1, el costo de la deshonestidad de su parte es alto. Dado que puede tomar algún tiempo para detectar la deshonestidad de los supervisores, una compensación diferida puede ser la mejor forma para motivar a los supervisores. Entonces se ayudará a mejorar los incentivos dándoles una pensión generosa como por ejemplo un bono diferido y luego removiendo o reduciendo esa pensión por la violación de las buenas prácticas supervisoras. Además del punto de vista común que las agencias supervisoras requieren un alto grado de independencia para reducir las interferencias políticas, si los supervisores estuvieran simultáneamente protegidos contra acciones privadas tomadas contra ellos personalmente (como en muchos países industrializados), la mayoría de los países estarían en la capacidad de beneficiarse de una ejecución más rigurosa.

La transparencia y la contabilidad solas no son suficientes para una mejor supervisión. Esta aproximación puede ser suficiente, por ejemplo, para asegurar que los gerentes de los bancos centrales se comporten responsablemente en establecer las políticas monetarias, porque las tasas de cambio y/o los mercados de bonos proveen una inmediata acción sobre sus acciones. La mayoría de los gerentes de los bancos centrales no enfrentan juicios legales por ejecutar malas políticas, tampoco son detectados por políticas laxas en el futuro. Aunque la reacción a los problemas de ahorros y préstamos en los

Corregir el “balance del terror” y una supervisión oficial suplementaria con monitores basados en el mercado

13. Becker y Stigler (1974) observan: “La estructura apropiada de pago tiene tres componentes: una ‘suma de entrada’ igual a la tentación de actos ilegales, una prima de salario en cada año de empleo aproximadamente igual al rendimiento del ingreso por la ‘suma de entrada’, y una pensión con un valor del capital aproximadamente igual también a la tentación de actos ilegales. Como esto fue posteriormente obligatorio a un bono igual a la tentación de actos ilegales, recibe el ingreso sobre el bono tanto tiempo como están empleados, y poseen el bono retornado si se comportan bien hasta el retiro. En otra forma, ellos pierden el bono si son despedidos por actos ilegales.

Estados Unidos fue reducir la discreción supervisora –a través de acciones correctivas mandatorias y prontas–, las enormes dificultades debido a la diversidad de instrumentos financieros en observar la posición de riesgo de los bancos, están conduciendo a mayor discreción por parte de los supervisores, por ejemplo, consentir con los bancos sobre cómo ellos modelan el riesgo y luego penalizándolos por la violación del modelo. No es un área fácil de monitorear. Hasta el punto que los supervisores de los países en desarrollo se mueven en la misma dirección, será particularmente importante que una discreción más grande esté acompañada por una mayor vigilancia y una corrección del balance de terror.

También es necesario en muchos países mejorar la compensación de supervisora, es también poco posible y costoso pagar salarios a los supervisores que estén equiparados con los de los funcionarios bancarios más altos. Obligar a una mayor revelación de la información es la forma estándar para limitar el incremento requerido en un salario eficiente, así que algo como la propuesta mencionada de deuda subordinada es especialmente importante para obligar a una mayor divulgación de la información y actitud del mercado.

Aunque las condiciones financieras de los bancos son difíciles de apreciar aun en los países industrializados, lo mencionado sugiere que es especialmente riesgoso en los mercados emergentes poner excesiva confianza sobre la supervisión oficial. La recurrencia de fraudes, desfalcos y crisis demuestra que los problemas de información e incentivos que dominan las finanzas no son fácilmente eliminados. Además las diferencias en el desarrollo institucional y la volatilidad económica, combinadas con la habilidad de los participantes del mercado financiero para ajustarse a la regulación, significa que en vez de formas precisas o reglamentaciones, las autoridades necesitan una estrategia para aproximarse a la regulación del sector financiero y la estrategia tiene que ir considerablemente más allá de la convergencia con las normas de un país industrializado.

Es mucho más difícil mantener la adecuada independencia de las agencias supervisoras con ingresos mayores y concentración de la propiedad. También el entorno informativo, el grado de vigilancia pública de los supervisores (el grado de sofisticación de la prensa en materias financieras), y los incentivos básicos que los supervisores confrontan, todo esto operará para rendir una supervisión menos efectiva. La interferencia política en la supervisión bancaria ha sucedido aun con buenas cuentas y balances, tal como en los Estados Unidos cuando los ahorradores y prestamistas tienen miembros en la antesala del Congreso para una regulación superficial y reducir los requerimientos regulatorios de capital. Estos problemas potenciales están probablemente mucho más pronunciados donde la concentración de propiedad es mayor (por

ejemplo, la República Bolivariana de Venezuela a principios de los años 1990, en la cual un alto funcionario del banco central poseía acciones en el banco).

Por otro lado, justo cuando las autoridades en los países en desarrollo estaban haciendo la transición para una adecuada supervisión del capital, las metas establecidas estaban cambiando. Primero, la complejidad de las finanzas modernas ha ampliado la dificultad de la supervisión sobre una base de transacción por transacción. En parte, con el crecimiento de instrumentos derivados, los bancos pueden ahora desviar sus posiciones de riesgo en minutos, así que las investigaciones de sus riesgos presentes imparten menos información sobre su viabilidad de la que ellas tenían anteriormente. Como ya se mencionó, esto ha conducido a los países de ingreso medio y alto, donde tales instrumentos prevalecen más a desviar el centro de la supervisión hacia los sistemas administrativos riesgosos de los bancos, aunque la experiencia con este tratamiento es aún limitada.

Segundo, como se anotó arriba, los bancos son adeptos a ajustarse a las modalidades de las reglamentaciones. Las arbitrarias medidas de riesgo del Acuerdo de Basilea de 1988 eran fáciles de evadir, y en verdad condujeron a una década de innovaciones financieras al menos en parte con este propósito en la mente.

La respuesta de la investigación reciente e histórica sobre sistemas financieros es suficientemente clara, aunque como se ha visto, no es siempre tan simple como parece: utilizar incentivos e información para maximizar el número de monitreadores bien informados y bien motivados de los intermediarios financieros.

Utilizar el sector privado para extender el alcance del regulador

Debe entenderse que la diversidad en el conjunto de monitreadores para los bancos es aconsejable no sólo debido a diferencias posibles en la información que ellos poseen, sino que también refleja la variedad y opaca posibilidad de los incentivos que ellos enfrentan. ¿Quién más, sin embargo, aparte de los supervisores oficiales, puede monitorear los bancos? Tres clases de monitores pueden considerarse:

- Los vinculados internamente al banco (*insiders*), incluyendo los propietarios, la junta y la administración superior; en un mundo ideal, su valor neto debería depender del desempeño prudente de la institución.
- Las agencias de rating.
- Los mercados, que significan todos los acreedores no oficiales y las contrapartes.

Los propietarios obtienen ingresos sobre el capital invertido. Estas ganancias estarán basadas sobre presentes y futuras ganancias esperadas, o del llamado valor de franquicia. Las ganancias a su turno derivarán del marco

regulatorio que restringen varias actividades y las formas de hacer negocios de los bancos. Si las ganancias del sistema bancario prudente son altas y si la amenaza de que los bancos pueden perder su licencia bancaria (y por consiguiente su capital y ganancia relacionadas) es real, los propietarios estarán motivados para preservar su valor de franquicia. Los propietarios mayoritarios y los altos ejecutivos pueden estar en su mejor posición para superar los problemas informativos, pero como los innumerables fracasos bancarios muestran, tal como el famoso episodio del Barings en 1995, los propietarios de intermediarios grandes y complicados, aun enfrentan estos problemas. Los propietarios minoritarios no necesariamente tienen mejor información que el público en general.

Los bancos a menudo recompensan la toma de riesgo

Los directores bancarios tienen la responsabilidad de representar a todos los propietarios y de divulgar información verídica y oportuna sobre su institución. La mejor y más oportuna información mejorará la habilidad de todos los clientes externos para monitorearlos. En teoría, la mayoría de los países hacen a los directores bancarios responsables por la divulgación verídica, pero solamente una tercera parte (la mayoría de los cuales están en economías de alto ingreso) tienen juicio penal. El juicio es crítico. Las sanciones drásticas por revelaciones inadecuadas, y generalmente más por excesivo riesgo tomado, son una forma de incrementar la responsabilidad de los propietarios sobre el capital que ellos tienen invertido para el desempeño del banco.

Si los directores bancarios y los propietarios mayoritarios estuvieran altamente motivados para comprometerse solamente en actividades bancarias seguras y sólidas, ellos posiblemente intentarían realizar un sistema compensatorio para altos ejecutivos bancarios que recompensaría la prudencia. Tal vez, el sorpresivo fiasco del Long Term Capital Management (LTCM) reveló que los altos ejecutivos de algunos pocos bancos internacionales fueron forzados –las buenas noticias– para hacer apuestas similares a las del LTCM, pero –las malas noticias– ellos fueron capaces de apoderarse de multimillonarios bonos en dólares. En todas las probabilidades, esto refleja el predominio de bancos que están deseosos de jugar y por lo tanto ofrecen paquetes compensatorios que atraen a tomadores de riesgos¹⁴. Por este fracaso del mercado las autoridades tratan de corregir la relación del capital o la prima de seguros de depósito al hacerla una función de la estructura de compensación para los altos ejecutivos. Los supervisores en varias economías avanzadas observan los sistemas administrativos de riesgo que los bancos tienen y los califican sobre este

14. Por otra parte, recientemente se reportó que ejecutivos altos del Daiwa Bank se han encontrado personalmente responsables por pérdidas causadas por un comerciante supervisado inadecuadamente (*Economist*, noviembre 16, 2000).

esfuerzo. La sugerencia es que la fuente del sistema administrativo de riesgo y la compensación ejecutiva, en vez de manifestación advertida, sea convertida en regulación. La estructura de compensación también puede divulgar – no precisamente los salarios básicos, sino como son determinados los bonos y otras formas de compensación (John, Sauders y Senbet, 2000).

En una propuesta reciente quedaron consignados los puntos de vista de los participantes del mercado privado para soportar el riesgo bancario llevado a cabo en 1999 y 2001 en los papeles de discusión del Comité de Basilea buscando reducir las arbitrariedades de los ponderadores del riesgo atados a los requerimientos de capital bancario, proponiendo que las cargas en cambio sean derivadas de los publicitados ratings por medio de la aprobación de asesores de crédito externos (por ejemplo, las agencias de rating). Además esta propuesta parece ser un intento de “instrumentar el mercado”, es instructivo considerar numerosos problemas que enfrenta la implementación de esta propuesta, especialmente en países en desarrollo. Las siguientes son las mayores dificultades conocidas:

Los problemas con las agencias de rating

- No es claro lo confiable que pueden ser las agencias de rating donde los costos informativos son altos, la industria de los ratings es a lo mejor naciente y donde los bancos frecuentemente pagan por sus propios ratings.
- Los sondeos están basados en expectativas de tasas de falta de pago pero el capital es arriesgado en pérdidas no esperadas.

Además, existe un número de aspectos menos reconocidos que dan luces para un enfoque sobre los incentivos (Honohan, 2001b). Primero, el problema usual del riesgo moral será exacerbado. Si es anunciado que los bancos tendrán que retener capital de acuerdo con la riesgosisma de sus portafolios, cada acreedor tendrá el incentivo para asegurar un favorable rating, aun si continúa colocando el banco –y el fondo de seguro de depósito, si existe– a riesgo. Al asumir los banqueros que ellos tienen la decisión sobre un préstamo estarán motivados a la complicidad o a recorrer un largo camino con una favorable descripción de sus acreedores porque les dará mayor libertad en hacer decisiones de capital.

Segundo, los encuestadores suministran menos información acerca de los prestatarios por no perder el negocio. Los más serios de todos, las agencias de ratings, no son pagadas para anticipar el riesgo de choques sistémicos correlacionados porque si el rating promedio de un prestatario es verídico para tiempos normales, no lo será para una crisis. Este problema es especialmente serio porque “las autoridades de los países en desarrollo creen que por

usar (‘basados en el mercado’) ratings, están protegidas contra las crisis, cuando de hecho no lo están”. Aun si las agencias de ratings en los Estados Unidos hacen un trabajo justo en ratings de firmas individuales, sus ratings se desempeñan no tan bien sobre los papeles de los mercados emergentes precisamente porque es difícil estimar choques sistémicos en economías pequeñas y volátiles.

Por consiguiente es importante para las autoridades utilizar las fuerzas del mercado y esta discusión ilustra que es igualmente importante entender qué son los incentivos y cómo operan. En vez de lamentar sobre cómo motivar las agencias de rating para recibir cuenta apropiada de factores correlacionados, las autoridades deben enfocarse en los bancos, a los cuales se puede y debe mirar sus portafolios enteros y cómo varían o están expuestos a diferentes riesgos. Obligar a los bancos a revelar cierta información puede ser parte de este proceso así que los agentes externos al banco que tienen los incentivos correctos utilizarán esta información para uso apropiado. Confiar en las agencias de rating es una responsabilidad excesiva sobre las entidades que pueden no tener mucho que perder como lo tienen los acreedores bancarios.

Dados los incentivos que los portadores del capital y otros involucrados pueden tener para incrementar el riesgo y las incertidumbres de confiar en las agencias de rating, lo más importante es considerar como los incentivos de los acreedores de otros bancos pueden alinearse con la meta social de limitar el riesgo bancario. Aunque los pequeños clientes escogerían el “*free ride*” sobre otros demandantes, los grandes acreedores, *si no tienen la expectativa de que serán compensados por sus pérdidas*, tienen incentivos claros para

Los acreedores externos pueden actuar como monitores y un requerimiento de deuda subordinada es una promesa, pero no una forma fácil para mejorar el monitoreo del mercado

monitorear los bancos. Las propuestas recientes intentan capitalizar este incentivo por medio de forzar a los bancos a emitir deuda subordinada, esto es, una reclamación fija mayor al capital. Los poseedores de deuda subordinada están altamente motivados para judicializar los bancos por la excesiva toma

de riesgos, al no gozar de las ganancias desorbitadas de los poseedores de capital, pero participando de casi todos los aspectos del riesgo. Ellos no se preocupan con el análisis de “préstamo por préstamo” que es parte del presente proceso del Comité de Basilea, pero en cambio están interesados con el riesgo general que los bancos enfrentan. Otros acreedores mayores –como por ejemplo otros bancos en mercados interbancarios– estarán también motivados a monitorear los bancos, siempre que no estuvieran bajo la presunción que ellos están “bajo fianza” si el banco entra en dificultades.

La deuda subordinada no es nueva: hasta el 2000, 92 de 106 países respondieron notas permitiendo la deuda subordinada para completar alguna parte del requerimiento de su capital. Probablemente, aquellos países en cumplimiento de los lineamientos señalados por el Comité de Basilea, en efecto miran esto como un capital barato, y en esta extensión solamente efectúan deuda elegible a largo plazo, y luego limitan la utilización de tal deuda. Sin embargo, esto asegura que las renovaciones de la deuda serán relativamente raras. También, el hecho de que no se requiere que sea emitida y no es judicializada luego conduce a la puesta en circulación a las firmas que no están a distancia. Pero la puesta en circulación regular, la comercialización, y la distribución a distancia, son todas necesarias para asegurar un monitoreo mejor. Para prevenir que esta deuda resulte en una clase de “bonos chatarra” (*junk bond*), será necesario poner algún obstáculo sobre la tasa de interés que puede ser pagada. Si estos elementos están presentes, los poseedores de deuda subordinada estarán más interesados en evitar al banco que está tomando riesgos imprudentes. Lejos de ser un capital barato, esta clase de deuda subordinada puede ser una disciplina valiosa. Hay mucho por decir para requerir su emisión, especialmente para los grandes bancos en cada país. Para proveer un monitoreo confiable, los poseedores de deuda subordinada resultarán un importante grupo haciendo antesala para presionar por mejoras en la infraestructura y la información anotadas anteriormente, particularmente las relacionadas con la divulgación de la información.

Para estar seguros, las propuestas de deuda subordinada (Recuadro 2.3) pueden ser bastante difíciles de implementar. Los mercados de capital en los países en desarrollo son frágiles, aunque un requerimiento de que los bancos emitan esta deuda los penetraría en alguna forma. Mucho más importante, la clave para su éxito es asegurar que los emisores estén verdaderamente a distancia de los poseedores de la deuda, significando que ellos no estarían relacionados por partidos, ni podría permitírsele al emisor proveer ventajas o garantías a los poseedores. Asegurar esto no es trivial y es una excelente razón para no confiar exclusivamente en los poseedores de deuda subordinada para garantizar seguridad e importancia. Una gran confianza en la deuda subordinada y en otros monitoreos de los acreedores poco confiables tal vez parece ser una iniciativa valiosa en países de ingreso medio.

A pesar de la dificultad de asegurar la distancia entre los bancos y los poseedores de deuda subordinada, los tempranos resultados de Argentina son prometedores. Aunque la deuda subordinada solamente empezó a requerirse en la Argentina en 1998, y a pesar de que su implementación fue retardada por la crisis del Asia Oriental, los bancos que en gran parte cumplieron obtuvieron tasas de depósito muy bajas, rapidísimo crecimiento en los depósitos,

Recuadro 2.3 PROPUESTAS DE DEUDA SUBORDINADA

La deuda subordinada puede servir como un amortizador para absorber pérdidas, pero probablemente su más valiosa contribución es por la señal que puede ofrecer de la riesgosity de un banco. La señal servirá tanto como una disciplina en el mercado, como los bancos que encuentran muy difícil renovar su deuda subordinada o encontrar la tasa de interés subiendo cuando el riesgo se incrementa, pero también por la señal indirecta que provee a los otros, incluyendo a los supervisores bancarios. Este último beneficio puede ser muy grande. Un problema con las así llamadas propuestas de acciones correctivas prontas, es que el criterio para la intervención deja aún significativa responsabilidad a los supervisores, lo cual será tremendamente difícil en países en los cuales la independencia institucional de la agencia supervisora está en duda. Un estudio reciente de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (1999) anota que una dificultad para los supervisores oficiales –la carga para probar que los bancos están tomando riesgos excesivos– no se aplica para los poseedores de deuda subordinada, quienes al contrario colocan la carga de la prueba sobre los administradores bancarios que necesitan financiamiento. Los supervisores utilizarían bien sea las tasas de interés o la habilidad para emitir deuda subordinada como una señal para incrementar el monitoreo de bancos riesgosos o para tomar acciones mandatarias o ambas cosas.

¿Cómo puede ser emitida? Un requerimiento de que los bancos emitan esta deuda regularmente en “partes” y formas relativamente homogéneas produce un sistema monitorial bien informado para los bancos; la emisión regular puede continuamente “refrescar” la información del mercado, en el sentido de que los bancos presumiblemente lo encuentran ventajoso, y los mercados igualmente requieren información actualizada en el momento de la emisión. Si el instrumento de la deuda subordinada es relativamente homogéneo, entonces la tasa a la cual esta se comercia puede ser más fácilmente comparada entre los bancos y por lo tanto facilita el monitoreo.

Además de la comercialización, los factores del vencimiento y el balance de la opinión parecen pesar sobre el plazo medio de 2-5 años. Mientras el Sistema de Reserva Federal intervino con los participantes del mercado en los Estados Unidos sugirió que la participación del mercado sería mucho más grande con 3-5 años para el vencimiento. Calomiris ha propuesto para los mercados emergentes que los bancos sean requeridos a emitir el 2 por ciento de sus activos de la no reserva (o 2 por ciento de los activos del peso del riesgo) sobre una base mensual con 2 años de vencimiento, así que cada mes ellos tienen que refinanciar 1/24 de su deuda. Calomiris (1999) también anota que los bancos en problemas pueden pagar tasas de interés más altas, pero él limitaría esto imponiendo un techo a la tasa de interés. Esto significa que los bancos de altísimos riesgos estarán forzados a reducir el lado de sus activos de sus hojas de balance y eventualmente cerrar o de lo contrario reestructurar sus operaciones cuando ellos no puedan cumplir con los requerimientos de la deuda subordinada.

Donde la emisión regular pueda imponer disciplina en los emisores, hay un trueque entre esta ganancia y el costo a los bancos –y sus clientes– de las mas frecuentes y pequeñas emisiones debido a los costos de las transacciones. En verdad, los bancos muy pequeños en mercados emergentes posiblemente no puedan pagar estos costos, así que Calomiris ha recomendado que a los bancos pequeños se les permita satisfacer un requerimiento de deuda subordinada por medio del “flujo” de

mayores depósitos a una institución calificada. Esta limitación no será severa porque son los grandes bancos cuya estabilidad es esencial para la salud del sistema en general, y para los cuales una temprana intervención es importante. Por último, para incrementar la posibilidad que los poseedores de deuda subordinada estarán a distancia de los bancos emisores, será necesario colocar restricciones a tiempo que puedan limitar el atractivo de este papel.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (1999); Calomiris (1999); Evanoff y Wall (2000).

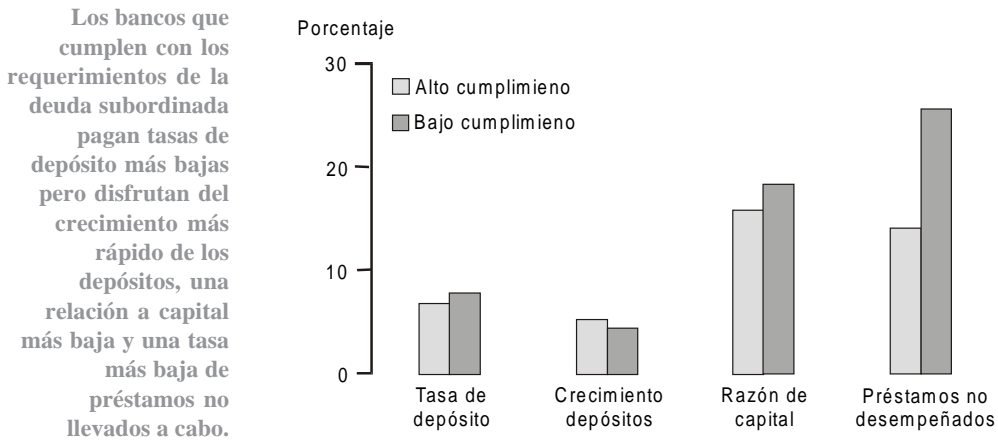
una proporción de capital muy bajo, y una sustancial baja en la relación de préstamos no llevados a cabo comparada con los bancos de bajo cumplimiento (Figura 2.6). Un análisis econométrico más formal confirma que los requerimientos de la deuda subordinada han estimulado un mejor monitoreo y mayor prudencia en el riesgo administrativo (Calomiris y Powell, 2000). Aunque sólo los bancos sólidos fueron capaces de emitir deuda subordinada en Argentina, este hecho por sí mismo brindó importante información a los supervisores. La evidencia anterior de que los acreedores sin seguro están probablemente más listos para proveer monitoreo de los bancos refuerza la promesa de la deuda subordinada en mejorar el monitoreo del mercado de los bancos (Evanoff y Wall, 2000). Sin embargo, de nuevo es importante recalcar que la deuda subordinada no debe pensarse como una cura sola para el sistema bancario inseguro, sino más bien como una herramienta potencial en el arsenal regulatorio.

REDES DE SEGURIDAD DEL SECTOR FINANCIERO

Ante la fragilidad bancaria, es natural para los clientes esperar del gobierno un remedio cuando las cosas van mal, pero esta expectativa por sí misma puede contribuir a la fragilidad. Aunque los gobiernos tienen una variedad de mecanismos, como la ventanilla de descuento del banco central y otras facilidades como ser el prestamista de última instancia (LOLR, *lender-of-last resort*), el cual puede emplearse como parte de la red de seguridad para los bancos, los esquemas explícitos de seguro de depósito están resultando una clave suplementaria importante, tienen impacto sobre los incentivos en general y por lo tanto son el tema de esta sección. Los gobiernos típicamente permanecen ambiguos

Los esquemas de seguro de depósito están extendiéndose notablemente en los mercados emergentes con la meta de proteger la estabilidad del sistema bancario y los ahorros de los pequeños clientes

Figura 2.6
DEUDA SUBORDINADA EN ARGENTINA, 1996-99



Fuente: Calomiris y Powell (2000).

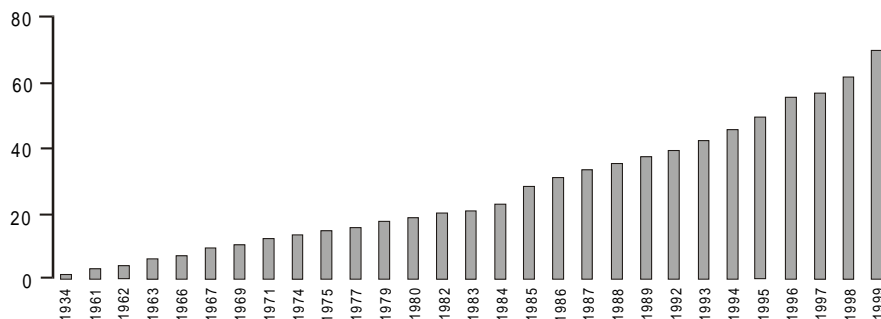
acerca de las funciones del prestamista de última instancia, lo que ha sido materia de una abundante literatura.

No es sorprendente que el seguro de depósito empezó donde el sistema bancario era más frágil –en los estados americanos en los cuales el sistema bancario operaba en unidades de bancos (bancos a los que no les era permitido abrir sucursales) empezaron con el N.Y. Safety Fund en 1829. Unos 14 Estados (todos con unidades de bancos) adoptaron el seguro de depósito; algunos fracasaron poco tiempo después de su establecimiento, mientras otros duraron hasta morir durante el colapso agrícola de los años 1920. Solamente tres sistemas –los que instrumentaron las fuerzas del mercado– fueron juzgados exitosos. Hacia finales de los años 1920, los sobrevivientes de las sucursales bancarias parecían tener “ganado el día” para las sucursales en contra de los bancos unitarios (con o sin seguro de depósito) hasta el realineamiento político en esta materia durante la Depresión. Después de la adopción de un sistema nacional de seguro de depósito en los Estados Unidos en 1934, las cifras de sistemas explícitos en otros países crecieron lentamente en los primeros 30 años, con sólo 6 establecidos, y luego despegó (Figura 2.7).

La mayoría de los sistemas de seguro de depósito están establecidos con uno o ambos de los objetivos enunciados de proteger la estabilidad general del sistema bancario y la protección individual, especialmente de los pequeños depositantes. En el caso pionero de los Estados Unidos, aunque el debate político ensombrece el propósito básico, los estudiosos acep-

Figura 2.7
SISTEMAS EXPLÍCITOS DE SEGUROS DE DEPÓSITOS: EL INCREMENTO DEL SEGURO DE DEPÓSITO ALREDEDOR DEL MUNDO, 1934-1999

Número acumulado de sistemas de seguros de depósitos explícitos establecidos



Fuente: Kane (2000).

tan que el factor clave fue la estabilidad del sistema más bien que la protección de los pequeños clientes (Golembe 1960; véase Recuadro 2.4).

Otros medios de proteger a los pequeños depositantes fueron reconocidos, tales como los bancos de ahorros en Europa, con grandes inversiones en instrumentos seguros. La legislación de seguro de depósito de los Estados Unidos fue aprobada por el Congreso en medio de la crisis bancaria, aunque la avalancha sobre los bancos –relacionada con el miedo a la devaluación y otras medidas que podrían ser adoptadas por la nueva administración– paró antes que las medidas entraran en efecto.

Más recientemente, algunos países han adoptado o expandido el seguro de depósito durante las crisis. Por ejemplo, Argentina después de dos crisis en los años 1980 abandonó el seguro de depósito en 1992, para adoptar solamente un sistema de cobertura limitada en 1995 en respuesta a la crisis Tequila. Tailandia pasó al seguro abierto en 1997, incluyendo cobertura de depósitos a las compañías financieras. México es el primer país en desarrollo que recientemente puso sobre el tapete planes para reducir la cobertura abierta por su experiencia en la crisis de 1994, aunque la experiencia con esta transición es necesariamente limitada entre los mercados emergentes. El sensible incremento en los años 1990 resulta en parte de la extensión de seguro de depósito a países en transición y algunos Estados africanos, probablemente reflejando la visión prevalente que el seguro de depósito conducirá a un sistema financiero más seguro¹⁵.

15. En algunos casos de transición, las autoridades han sido motivadas en parte por la posibilidad de acceder a la Unión Europea (UE) y el modelo aceptado para el seguro del depósito en la UE.

Recuadro 2.4 **¿LA EXISTENCIA DEL SEGURO DE DEPÓSITO?**

El seguro de depósito no fue una idea nueva; no se había ensayado; la protección de los pequeños clientes, aunque importante, no fue su propósito primario y, finalmente, fue la más importante pieza de la legislación durante los “cien días” famosos del New Deal lo que no fue ni requerida ni apoyada por la nueva administración. (Golembe, 1960, págs.181-182).

A continuación del establecimiento del Fondo de Seguridad de N.Y. (1829-66), esquemas similares se establecieron en Vermont (1831-58) y Michigan (1836-42). Todos experimentaron pérdidas severas en el pánico de 1837, luego Nueva York permitió el sistema bancario libre, y su fondo de seguridad murió cuando los mejores bancos cambiaron para convertirse en bancos libres y por lo tanto evitar las pérdidas asociadas con la pobre supervisión (sector público) y limitada gratificación. Vermont y Michigan también vieron fracasos en los pánicos de 1857 y 1837, respectivamente, también debido a la selección adversa y pobre supervisión. Indiana (1834-65), Ohio (1845-55) y Iowa (1858-66) establecieron sistemas de acuerdo con mejores incentivos: restricción en los miembros, pasivo mutuo sin límites, todos los sistemas administrados privadamente y con poderes para restringir dividendos e imponer otras restricciones y penalidades sobre los bancos miembros.

Estos casos difieren de los tres primeros sistemas: hubo pocos fracasos y, como los estados con sucursales (pero sin seguro de depósito), ellos se protegieron de choques comunes bastante bien. Es interesante que la cobertura era extensa pero con pasivo mutuo ilimitado; cuanto más grande la cobertura mayor el pasivo y entonces más fuertes los incentivos para enfrentarse el uno con el otro. Los sistemas terminaron con el gravamen impuesto por el Sistema Nacional Bancario, y no debido a crisis.

El período posterior a la Guerra Civil vio a otros ocho estados adoptar el seguro de depósito, y todos perecieron con la crisis agrícola de los años 1920, con excepción de Mississippi y Dakota del Sur, cuyos esquemas duraron hasta 1930 y 1931 respectivamente. Así que estos esquemas con pasivo mutuo y administración privada vieron pocos fracasos, pequeña o ninguna evidencia de fraude, no perecieron en crisis, y evitaron la suspensión durante los pánicos.

En vez de continuar pagando por sus propios fracasos, los estados con bancos unitarios buscaron regularmente la protección del gobierno federal y así 150 letras de cambio para un sistema de seguro de depósito federal fueron introducidas sin éxito alguno entre 1886 y 1933. Los representantes de los estados con sucursales de bancos continuamente se opusieron al intento de hacer pagar sus votos por la fragilidad del sistema bancario unitario. La legislación exitosa pasó en 1933 *después* de la corrida bancaria que terminó en la vacación bancaria y reabriendo muy pocos bancos, pero sin incluir compensación para los depositantes y con techo bajo inicial. El compromiso político aparece haber sido clave: Carter Glass, presidente del Comité Bancario del Senado y por mucho tiempo el enemigo del seguro de depósito, accedió como parte del plan con el representante Henry Steagall para ganar la aprobación del plan de Glass a la excelente ley bancaria que separó los bancos comerciales de los bancos inversionistas. Glass más tarde dijo que el compromiso fue un error.

Fuente: Calomiris (1992), White (1997) y Golembe (1960).

Los sistemas adoptados por los países difieren dramáticamente. Como se mencionó, algunos países cubren todos los depósitos –incluyendo depósitos interbancarios y en moneda extranjera– y son aun generosos en extender la cobertura a un amplio armamento de instituciones. Sin embargo los más renuentes –al menos en principio– a la cobertura para los fondos interbancarios e inducir a los bancos grandes y relativamente sofisticados con relación a muchos otros, a monitorear el uno al otro¹⁶.

La Figura 2.8 muestra la dramática dispersión en el estado de cobertura del seguro de depósito relativo al PIB per cápita, para aquellos países con límites en la cobertura¹⁷. Comparado con los países de protección modesta relativa de alto ingreso, algunos de los países más pobres ofrecen la más generosa protección, alcanzando de lejos la escala de los depósitos de los pobres; así que países como Chad necesitan tener presente colocar su cobertura en perspectiva por el bajo nivel extremo del ingreso promedio¹⁸.

Algunos esquemas de seguro de depósito están financiados o administrados por el sector privado o ambas cosas. Cuando en 1999 estaban sin fondos, muchos sistemas de seguro de depósito son prefinanciados, unos 10 sistemas –la mayor parte en Europa– con el poder de constituir gravámenes sobre los bancos individualmente cuando fuera necesario. La mayoría de los sistemas de seguro de depósito imprimen una simple recompensa, pero cerca de un cuarto imprimen algún precio diferencial: en efecto un intento para variar la prima con el riesgo individual del banco, aunque la diferenciación en sí misma es pequeña y no siempre asimilada¹⁹.

No es difícil ver por qué los sistemas explícitos de seguro de depósito han resultado notablemente populares. El cálculo político está a su favor. Por alguna razón, ellos parecen ser una solución directa y poco costosa al problema de los pánicos bancarios y de las “corridas”. La protección de los peque-

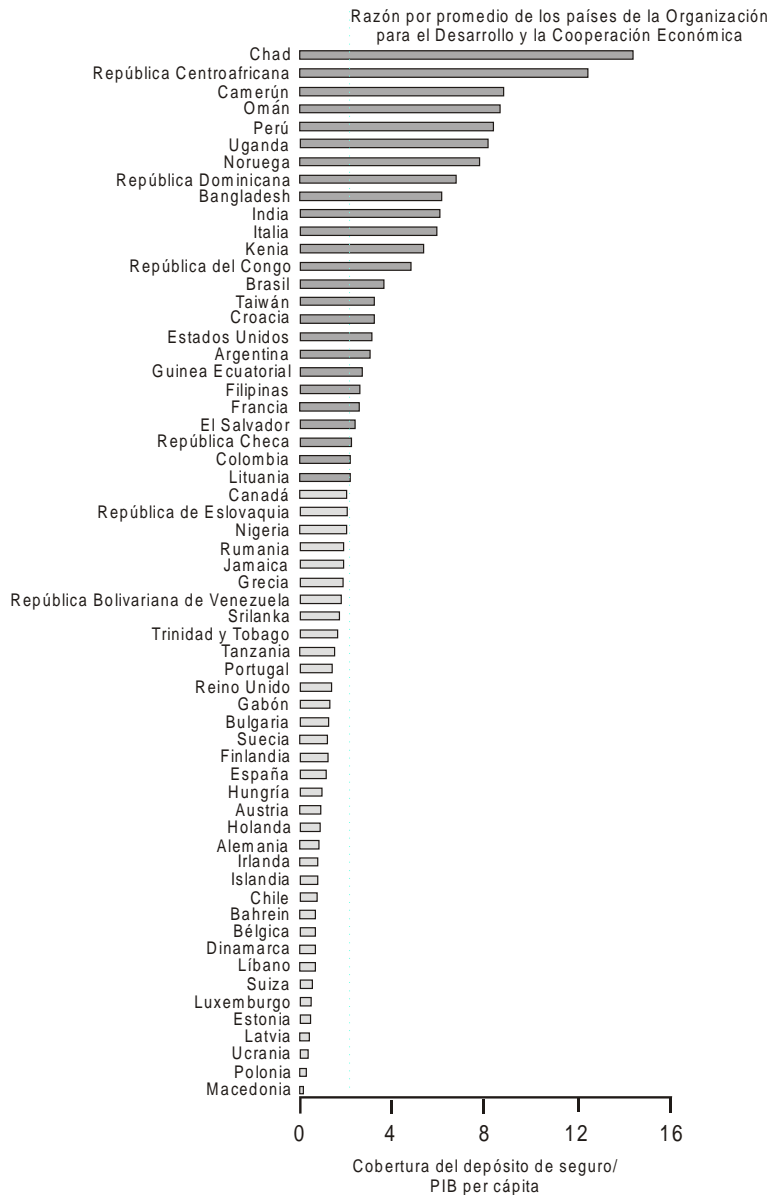
16. Obvio, desde que el “gran dinero” también es “dinero elegante” circula primero y hasta tal punto que las autoridades están considerando acerca de una crisis “sistemática” potencial, ellos elegirán cubrir clientes grandes y sin seguro, incluyendo aun reclamaciones interbancarias, bien a través del fondo de seguro de depósito o alguna otra facilidad. Entonces durante las dificultades del Continental Illinois en los Estados Unidos, el seguro de depósito fue extendido a todos los acreedores.

17. Algunas veces, los gobiernos han excedido sus propios límites de cobertura, pero los resultados empíricos anotados anteriormente muestran que tener techos más bajos es importante.

18. El requerimiento en la ley de la Unión Europea para los estados miembros con el fin de cubrir una suma de euro común de depósitos ha establecido alta presión sobre los niveles de cobertura en los países que aspiran a ser miembros de la UE.

19. En los Estados Unidos, como también en otros países, hay un límite en el monto total de fondos en el fondo de seguro de depósito. Una vez el límite es alcanzado, los bancos no son por más tiempo requeridos hasta que los fondos caigan por debajo del techo. En esta situación, los bancos enfrentan una prima de cero y claramente ninguna diferenciación de riesgo.

Figura 2.8
COBERTURA DEL SEGURO DE DEPÓSITO



La cobertura del seguro de depósito es relativamente generosa en los países de bajo ingreso.

Nota: Para Alemania sólo es mostrada la cobertura obligatoria; los sistemas voluntarios privados tienen límites más altos, con cada depositante protegido hasta por el 30% del capital del banco.
Fuente: Demirgüc-Kunt y Detragiache (2000).

ños clientes es también políticamente atractiva. Hay otras fuerzas políticas que favorecen la introducción del seguro de depósito. Por ejemplo, un esquema de seguro de depósito puede ayudar a los bancos locales pequeños en los mercados emergentes a adquirir o retener su porción del mercado de depósitos que podría, en ausencia del seguro, migrar hacia grandes bancos y especialmente hacia bancos extranjeros.

Por último, para proveer un esquema de seguro de depósito, el gobierno siente que, en términos políticos, está también comprando el derecho para entrar con la intervención regulatoria, como necesaria, incluyendo el derecho a cerrar bancos poco confiables o insolventes. Este argumento —que el seguro de depósito es necesario *quid pro quo* para las autoridades cerrar bancos— probablemente va muy lejos. Casi en todas partes en el siglo pasado, el sistema bancario no ha sido un derecho, pero sí un privilegio, regulado por el Estado —y con buena razón—. Las leyes bancarias propias requieren licencias para ser aceptadas por individuos “correctos y bien intencionados”, con la posibilidad que la licencia puede ser revocada por acciones impropias, las cuales pueden definirse las que violen las regulaciones bancarias.

La lógica debajo de las más persuasivas consideraciones políticas no está sin mérito. Las garantías de depósito creíbles sin lugar a dudas predicen las corridas. La pronta devolución de sus depósitos es claramente una protección valiosa para los pequeños clientes en bancos quebrados, especialmente los protege de la erosión inflacionaria (como se ha anotado, hay otras formas de ofrecer ahorros medios seguros a familias de ingreso bajo, incluyendo bancos postales de ahorros —o aun restricción de los fondos mutuos para asegurar los activos del mercado de dinero—). Y el seguro de depósito explícito realmente favorece a bancos pequeños, aunque provenga de un costo alto, los gobernantes necesitan considerar los trueques cuidadosamente.

Menos evidente en la arena política, pero largo tiempo reconocido por los especialistas, es el hecho que el seguro de depósito tiene el potencial para inducir a una mayor toma de riesgo, o así llamado comportamiento de riesgo moral. El pasivo limitado permite a los dueños bancarios cubrirse de sus pérdidas, dándoles la opción de colocar las pérdidas en los clientes o en otras partes. Tal vez, al reducir el incentivo de los depositantes sin seguro a monitorear los bancos, el seguro de depósito puede acomodar la toma de riesgo si está acompañado de regulación y supervisión negligente.

Probablemente el argumento más persuasivo a favor de un esquema explícito de seguro de depósito es el concepto que esto puede representar un límite al compromiso del gobierno con los depositantes. La ausencia de un

Los esquemas de seguro de depósito son políticamente populares pero causan daño económico al estimular la toma de riesgo en estrados institucionalmente débiles

sistema explícito realmente representa una cobertura implícita ilimitada. Al colocar una modesta limitación sobre la suma de la cobertura de los depósitos, ¿ puede el gobierno efectivamente señalar que no hay probabilidad para indemnizar los clientes más allá del límite?

Claramente, el impacto neto de adoptar un sistema explícito y (si es así) de implementar varias características del diseño son puntos empíricos y gira principalmente sobre la interrelación entre las ganancias de proteger a los clientes y las pérdidas de reducir el monitoreo del mercado. Sólo recientemente la investigación empírica no sistemática virtualmente utilizó datos sobre mercados emergentes para trabajar estas preguntas. Un reciente proyecto investigativo del Banco Mundial (dirigido por Demirgüç-Kunt) tal vez suministre las dos cosas: una base de datos para investigadores de todo el mundo y las respuestas a numerosas preguntas claves sobre el impacto de adoptar un seguro de depósito explícito en la estabilidad del sector financiero, la habilidad para los mercados de ejercer disciplina en los bancos y el desarrollo de un sistema financiero general. En el proceso, conclusiones sobre puntos claves del diseño están surgiendo para las autoridades.

El peso de la evidencia de esta investigación es sorpresivamente claro: sugiere que en la práctica, en vez de bajar la probabilidad de una crisis, la adopción del seguro de depósito explícito ha sido asociada *en promedio* con menos estabilidad del sector bancario, y este resultado no parece conducirse hacia una causalidad reversada. La calificación “en promedio” es clave: el seguro de depósito no muestra efectos significativos desestabilizadores en los países con fuertes instituciones; el problema existe sólo donde el entorno institucional es débil. La interpretación natural de este resultado es que los bancos, explotando la disponibilidad de los seguros de depósito toman mayores riesgos. La presencia de seguridad explícita reduce el monitoreo del cliente, y esto importa si la supervisión oficial es insuficiente, como en los países en que las instituciones son débiles. El papel de las buenas instituciones –medidas en esta investigación por los indicadores de la reglamentación de la ley, buena gobernabilidad (una aproximación para regulación y supervisión efectiva) y baja corrupción– entonces parece crucial en reducir las oportunidades para tomar riesgos (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 2000).

No debe considerarse sorprendente que el seguro de depósito explícito puede correlacionarse positivamente con las crisis bancarias porque *cuan-do es creíble* facilita reunir depósitos en los bancos sin tener en cuenta los riesgos en que se involucran²⁰.

20. Demirgüç-Kunt y Detragiache (1999) encontraron –aunque en una pequeña muestra de 24 países– que el costo de las crisis también fue más alto con seguro de depósito y entornos institucionales débiles.

Aun sin seguros explícitos, los clientes pueden inferir una protección gubernamental implícita. A muy bajos niveles de desarrollo institucional, tal vez, la confiabilidad en tal seguro implícito es baja. No hay absoluta confianza que el gobierno esté en capacidad, en el evento de una quiebra, o intencionado para pagar la totalidad aun a los pequeños clientes, sin tener en cuenta los grandes clientes y los accionistas. Esta desconfianza conserva a los clientes motivados a monitorear los bancos (hasta la extensión que ellos pueden), especialmente dado que ellos no pueden confiar en fuerte supervisión oficial de los bancos en un entorno de destrezas pobres, una información y base regulatoria débil, y a menudo interferencia política. En contraste, el anuncio de un esquema explícito actúa como una señal que los fondos fraudulentos serán fácilmente identificados aun con un gobierno que opere en una posición institucional débil^{21, 22}.

Aunque estos importantes resultados econométricos no han sido indiscutibles, han probado que es imposible descartarlos. En un reciente trabajo, Eichengreen y Arteta (2000, págs. 44-45) argumentan que hay “al menos tanta o más evidencia que el seguro de depósito... provee protección de los pánicos de los depositantes... como que esto desestabiliza los sistemas bancarios”. Al llegar a esta conclusión, tal vez, ellos se centran sobre una muestra limitada de países y crisis. En particular, omitir los países con las mejores instituciones hace difícil para ellos detectar la importancia de la calidad institucional en determinar la efectividad general del seguro de depósito, así como diferentes aspectos del diseño.

La confirmación del impacto adverso del seguro de depósito sobre la disciplina del mercado puede verse en el precio que los bancos tienen que pagar por sus depósitos. El examen de las cuentas de los bancos individuales muestra que los bancos ilíquidos tienden a pagar más por sus fondos, en parte reflejan la preocupación de los depositantes para asegurar su propia liquidez, pero la prima sobre gastos de interés para los bancos ilíquidos es menor si un sistema generoso de protección de los depósitos está en su lugar. Es interesante que estos resultados provienen de bases de datos de diferentes países que los utilizados en estimar el nexo con las crisis, y, como tal, proveen evidencia adicional importante. Tanto como ellos establecen hojas de balance individuales y datos de extractos de ingreso de unos 2.500 bancos en cerca de 43 países, sería más dicente de la evidencia directa de la forma en la cual el seguro de depósito puede afectar los incentivos (Demirgüç-Kunt

21. Argumentos similares se han hecho con respecto a las reservas de moneda extranjera.

22. Cualquier mensaje de que la cobertura será limitada parece descontarse en tales condiciones institucionales.

y Huizinga, 2000b). Aunque el seguro de depósito debilita la disciplina del mercado aun en los países avanzados, los efectos parecen compensarse por un mejor control oficial y un monitoreo más efectivo del mercado.

Martínez-Peria y Schmuckler (2001) encontraron también evidencia similar en Argentina (en los primeros días después de adoptar el seguro explícito), en Chile y México del mercado disciplinando los bancos riesgosos demandando tasas de interés más altas. Al mismo tiempo de manera interesante, en este caso los depositantes sin seguro manifestaron algunos efectos disciplinarios, lo cual representaría una falta de credibilidad hacia el comité asegurador o la prontitud en pagar²³. Donde el seguro de depósito parecía más confiable (Chile), los clientes sin seguro resultaron siendo mucho más efectivos monitores del riesgo bancario.

Las tasas de interés más bajas indican las ventajas ganadas por los accionistas bancarios de la existencia del seguro de depósito, una ganancia que, en agregado, es raramente pagada por la prima del seguro. Un precio “correcto” removería este subsidio, pero parece que es más fácil adoptar el seguro de depósito que darle un precio correctamente –y un precio correcto es difícil en muchos mercados emergentes–. Si el valor de los capitales bancarios cuando son cotizados en un mercado bursátil eficiente refleja los riesgos y rentabilidad que enfrentan los accionistas del banco, es posible inferir el valor *ex ante* del esquema del seguro de depósito para cada banco por medio de examinar el comportamiento del banco y las variaciones del precio de sus acciones (Recuadro 2.5). Los valores calculados pueden ser sustanciales, y esta herramienta podría ser utilizada por los supervisores para predecir la quiebra bancaria, así como Kaplan (1999) lo demostró para Tailandia.

Contrario al punto de vista general que los seguros de depósito son necesarios en países pobres para dar la confianza que permita la profundización

Los esquemas de seguro de depósito pueden frenar el desarrollo del sector financiero donde las instituciones son débiles

financiera necesaria (Cf. Capítulo 1) para apoyar el crecimiento, los datos sugieren que, en entornos institucionalmente débiles, tener seguro de depósito explícito conduce a “menor” desarrollo del sector financiero (Cull, Senbet y Sorge, 2000). Sin embargo parece paradójico que la provisión de un seguro pueda conducir a menor actividad, podría ser que cuando los contribuyentes en países institucionalmente débiles ven a sus autoridades ofreciendo garantías explícitas, ellos comprenden que el entorno no contribuye a restringir el costo de esas garantías. El resultado, entonces, sería que los aseguradores reales, los

23. Lo último puede ser significativo en mercados emergentes, donde ha tomado desde meses hasta ocho años para que los clientes sean pagados de acuerdo con los estatutos del seguro de depósito.

Recuadro 2.5
VALOR IMPLÍCITO DEL SEGURO DE DEPOSITO
PARA LOS ACCIONISTAS DEL BANCO

Un banco cuyos depósitos están asegurados puede acceder a tales depósitos muy cerca del precio del mercado para depósitos libres de riesgo sin tener en cuenta el riesgo que está tomando del lado del activo de su portafolio. Tal vez alguna parte del riesgo está pasando a través de los accionistas y, en un eficiente mercado de capital, el precio del capital del banco en riesgo será en promedio más bajo y más volátil. Empleando argumentos normales de la teoría de la opción del precio, es posible deducir de la volatilidad y del nivel del precio del capital, las creencias del mercado acerca de las probabilidades de la quiebra del banco y de que el asegurador tenga que pagar la totalidad.

Utilizando estas probabilidades, podemos calcular el subsidio implícito anual –o el pago total del seguro esperado– para cada banco. Aunque la fórmula es compleja, solamente tres variables son necesarias para este cálculo: la volatilidad del capital, la razón entre el capital y los depósitos y el rendimiento del dividendo. La siguiente tabla presenta un cálculo hecho permitiendo el valor del subsidio anual implícito a los accionistas de seguro de depósito para cualquier banco dadas sólo la volatilidad del capital y la relación de capital a los depósitos. (La tabla asume cero rendimiento de dividendos). Bancos riesgosos –aquellos con relativo poco capital e ingresos volátiles– disfrutaron un subsidio mayor.

SUBSIDIOS NETOS DE REDES DE SEGURIDAD IMPLÍCITA ANUALES COMO
 UN PORCENTAJE DEL VALOR DEL MERCADO DE CAPITAL

σ_E E/D	50	60	70	80	90	100
1	0.5	1.6	4.1	8.5	16.6	29.1
2	0.5	1.6	4.0	8.4	15.6	27.9
5	0.4	1.4	3.4	7.4	13.3	24.7
10	0.4	1.3	3.0	6.5	12.2	20.6
20	0.3	1.0	2.4	5.0	9.5	15.7
50	0.1	0.5	1.2	2.7	5.0	8.5

Nota: s_E es el porcentaje de volatilidad anual (desviación estándar) de la rentabilidad del capital, E/D es el valor en el mercado del capital del banco como un porcentaje del valor de los depósitos del banco. Se asume que el rendimiento del dividendo es cero.

Fuente: Laeven (2000).

mismos contribuyentes, decidan esconder sus activos por fuera del sistema bancario y probablemente por fuera del país, para evitar pagar impuesto por cobertura.

Cuando un sistema de seguro explícito es adoptado, el gobierno asume alguna función de monitoreo de los bancos. Esto requiere transparencia –la habilidad para detectar los posibles riesgos que los banqueros están tomando– y determinación –la habilidad para convencer a los banqueros que las

reglamentaciones se reforzarán—. La determinación a su turno depende de las cuentas de contabilidad de los funcionarios gubernamentales, en particular aquellos en las agencias de seguro de depósito y agencias regulatorias relacionadas (Kane, 2000). Mejores niveles de desarrollo institucional —en las normas de los sistemas legales, contabilidad y auditoría y el entorno político o calidad de gobierno— harán más difícil para los banqueros jugar con los seguros de depósito, o para los funcionarios gubernamentales abstenerse de corregirlos.

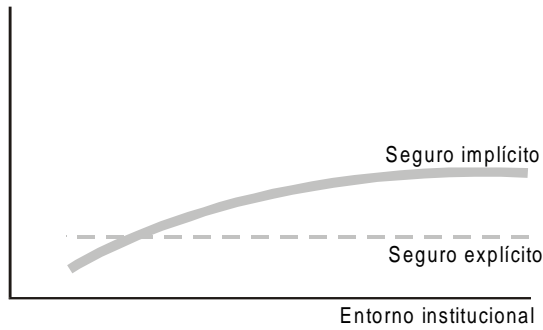
Si nosotros combinamos estas tres características —transparencia, control contable y determinación— dentro del “entorno institucional” general, el argumento puede resumirse en la Figura 2.9. El seguro de depósito —explícito o implícito— provee el beneficio social de proteger a depositantes asegurados, pero a expensas del comportamiento socialmente costoso de riesgo moral. Podemos describir el nivel de la protección del depositante provisto por un sistema explícito funcionando (panel de arriba) como ha sido dado, independiente del resto del entorno institucional. Con uno implícito, algún nivel de protección social generalmente será provisto, dependiendo de lo que quiere el gobierno y está en capacidad de proveer *ex post*. Este es, sin embargo en alguna forma mucho más grande en países que han alcanzado una calidad institucional en general más alta, únicamente porque un mejor desarrollo del sistema de impuestos permitirá mayor cobertura, como está descrito en la Figura 2.9.

A bajos niveles de desarrollo institucional, el comportamiento de riesgo moral (el panel del medio) corre rampante con un sistema explícito —los banqueros tendrán acceso a los depósitos, gracias al seguro, pero con control débil—. Este comportamiento oportunista, probablemente, tenderá a reducirse con un mejor entorno institucional. En contraste, cuando el entorno es débil, probablemente hay poco riesgo moral con un sistema implícito, porque los depositantes esperarán poca protección —en verdad, ellos guardan sus riquezas fuera del sistema bancario y aun fuera del país.

El último panel suma los beneficios netos, con el mensaje clave que una adecuada infraestructura para reforzar contratos es de la mayor importancia para asegurar ganancias netas del seguro de depósito explícito. Aunque no es evidente en qué punto de corte el seguro de depósito explícito rendiría una ganancia neta al país, es clara la necesidad de hacer una “auditoría” del estado de transparencia, determinación y control contable antes de su adopción. Los gobiernos en el más bajo escalón de esta muestra que quieran instituir un sistema explícito primero deben enfocarse en mejorar las instituciones relacionadas —incluyendo el entorno regulatorio (discutido abajo) y en esta forma reducir la posibilidad de excesiva toma de riesgo—. De manera

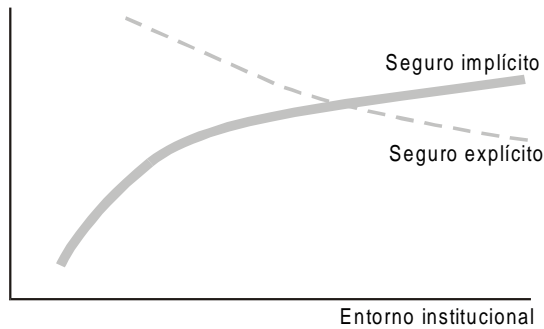
Figura 2.9
SEGUROS DE DEPÓSITO: BENEFICIOS NETOS

Beneficios sociales protegidos



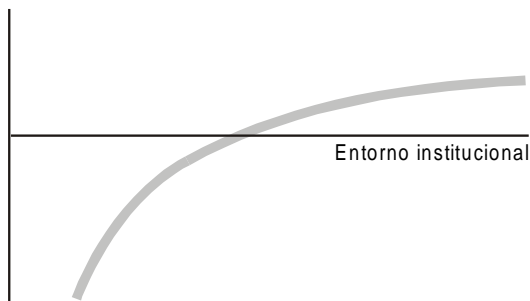
Los esquemas de seguro de depósito balancean los beneficios sociales de la seguridad...

Costo del riesgo moral



... contra los costos sociales del riesgo moral.

Balace de ventajas: seguros explícitos sobre seguros implícitos



Cuando las instituciones son débiles, los costos del seguro de depósito explícito predominan sobre los beneficios.

Fuente: Ver texto.

importante, no existe evidencia de que haya algún costo por esperar para adoptar el seguro de depósito. Además de la evidencia anotada aquí, que los seguros de depósito en entornos débiles tienden a disminuir el desarrollo financiero (y por consiguiente el crecimiento), *todos los países de ingreso alto alcanzaron este estado sin seguro de depósito explícito.*

No sólo copiar un esquema de seguro de depósito de otro país

Cuando las autoridades determinan que su sistema es apropiado para el seguro de depósito explícito, algunos aspectos de diseño deben tenerse en cuenta. Una forma para determinar el diseño es mirar en realidad a los países industrializados y seguir lo que ellos hacen, o de otra forma tratar de asumir las mejores prácticas de los primeros principios (García, 1999). También el Grupo de Trabajo del Forum de Estabilidad Financiera sobre Seguro de Depósito ha sido requerido para desarrollar una guía sobre seguro de depósito para atender los países que están adoptando o reformando significativamente un sistema de seguro de depósito, y un informe es esperado para el otoño del 2001. Probablemente existen amplias diferencias en el diseño de los sistemas de los países industrializados. Más importante, el éxito puede depender también de replicar otras características institucionales de los países avanzados.

Otro método para complementar este tratamiento está en mirar las lecciones derivadas de las experiencias a través de los países. Los resultados econométricos de Demirgüç-Kunt y Detragiache (2000) y Demirgüç-Kunt y Huizinga (2000b), ya discutidos anteriormente, y basados en datos de una amplia gama de países, también apuntan a numerosas características de esquemas explícitos que pueden influenciar el grado en el cual ellos debilitan la disciplina del mercado o incrementan el riesgo de crisis, en particular, la cobertura, gobernalidad y financiamiento.

Cobertura: Los resultados sugieren conservar la cobertura tan baja como sea consistente con la necesidad percibida de proteger a los depositantes pequeños.

Hay un espacio para desacuerdos sobre cuál debe ser el techo, pero un método aproximado sugiere una cifra de una o dos veces anuales del PIB per cápita como suficientemente generosa para proteger depositantes pequeños mientras aun mantiene una disciplina significativa del mercado. Los depósitos interbancarios deberían ser excluidos.

Gobernabilidad: Involucrar el sector privado en la gerencia y administración del fondo puede ayudar a limitar la reducción en la disciplina del mercado y el impacto en el riesgo del sistema, pero no es del todo un remedio.

Este punto de gobernabilidad ha recibido recientemente menos atención, pero el papel clave de involucrar el sector privado en las garantías mutuas

bancarias estuvo en el corazón de los exitosos sistemas de protección a los depósitos en sus primeros inicios. Las garantías mutuas se encontraron, por ejemplo, en los exitosos sistemas de mitad del siglo XIX de Estados Unidos basados en los estados como Indiana, Iowa y Ohio (todos caracterizados por pasivo mutuo ilimitado y fueron relativamente exitosos—; White, 1997), y en las asociaciones de las cámaras de compensación en el siglo XIX y principios del siglo XX. También es una característica de numerosos sistemas de seguro de depósito corrientes, a propósito se pueden destacar los de Alemania. Involucrar el sector privado y aun responsabilizarlo por el seguro de depósito ilustra el principio instrumentador del gobierno al sector privado para alcanzar sus fines. Esquemas puramente públicos son más propensos a las crisis, y reducen la disciplina del mercado, pero esquemas de depósito del sector privado han fracasado a veces, y pueden estar faltos de fondos en una crisis del sistema²⁴.

Limitar la cobertura, involucrar el sector privado en compartir el riesgo y conservar esquemas sin fondos o con mucho control en un entorno institucional débil

Es de destacar lo fácil que es involucrar el sector privado en nombre, pero sin el excepcional control que caracteriza algunos casos, tal como el sistema alemán. Entonces, los sistemas privados parecen trabajar mejor en presencia de pasivos ‘mutuos’ y son mejor concebidos como un primer asalto de defensa contra todas las crisis excepto las del sistema, aspecto en el cual el gobierno puede entrar a manejar el riesgo contra pérdidas catastróficas, contra terremotos o huracanes.

La segunda desventaja potencial es que los esquemas privados se basan en monitoreo meritario, el cual (observado por Calomiris, 1992) es más factible que funcione cuando la coalición está limitada en números. Más allá de algunos puntos, los miembros intentarán el *free ride* sobre el monitoreo de otros. En el sistema alemán este problema está regido por la existencia de numerosos sistemas de seguro de depósito para grupos de bancos diferentes. Un pequeño número de bancos promoverán la seguridad por medio de incrementar su valor de franquicia y consecuentemente proveer a los banqueros con incentivos más grandes para comportarse prudentemente. Aun coaliciones privadas pueden utilizarse para crear dificultades a la competencia, y los gobiernos tienen que indicar dónde marcar la línea divisoria entre competencia y estabilidad. Los altos costos de las crisis bancarias en los países en desarrollo sugieren dar mayor peso a la estabilidad. Además muchos países

24. Sin embargo ni los sistemas privados ni los públicos fueron diseñados para crisis del sistema, pero en cambio fueron diseñados para prevenir episodios de colapso bancario individual que se convierten en un problema del sistema.

en desarrollo, en particular los más pequeños, tienen ya un pequeño número relativo de bancos, comparado con aquellos en su contraparte industrial. También, como se sugiere en el Capítulo 4, las firmas y hogares están ganando acceso rápido a los servicios financieros del exterior, así que las finanzas están resultando más competitivas aun en países pequeños.

Finalmente, los sistemas de seguro de depósito como los de Alemania son exitosos por el entorno institucional y regulatorio en los cuales ellos se desenvuelven. La fuerte corriente anti quiebras bancarias de la ley alemana y el sistema regulatorio y supervisor efectivo también son importantes²⁵. Es interesante que al aplicar la metodología del Recuadro 2.2 a una muestra de 12 países, Laeven (2000) concluye que los bancos alemanes toman los riesgos muy bajos, y tienen el subsidio bruto de seguro de depósito más bajo. Gerencia privada, responsabilidad mutua y la corriente anti quiebra bancaria probablemente explican el resultado.

Financiamiento: Los resultados regresivos introducen la posibilidad que el conservar el esquema sin fondos, pero con acceso a fondos, ayuda a proteger la disciplina del mercado. El financiamiento probablemente incrementa la confianza que la totalidad de los pagos serán hechos sin demora. El caso contra el financiamiento entonces, es controversial pero no conclusivo. La crisis de las casas de ahorros y préstamos de los Estados Unidos mostró que esquemas sin fondos (o por debajo de fondos) resultan en mayor control y resoluciones altamente costosas porque el asegurador lucha para proteger los depositantes de los bancos débiles. Además, a veces se argumenta que la decisión de financiar el seguro de depósito ha de acompañarse de mejor vigilancia. No obstante, la econometría de corte transversal de los países apunta al hecho que los fondos pueden abusarse más fácilmente en entornos institucionales débiles y parece de lejos más fácil establecer un fondo que protegerlo de saqueos. Estos resultados deben tenerse en cuenta por las autoridades al considerar si financiar o no estos esquemas. Dejar un esquema sin fondos, pero con la habilidad para acceder a los fondos del gobierno, permitiría una rápida respuesta mientras se autoriza el control para minimizar

25. De acuerdo con los datos de La Porta y otros (1997), Alemania está ubicada entre los más altos en la protección de los derechos de los acreedores. También, como reporta Beck (2000), aunque solamente la quiebra bancaria fraudulenta está sujeta a fiscalización, en Alemania el fraude puede incluir violación “de la práctica de negocios ordenada”, la cual puede ser ampliamente interpretada. Hans Gerlling, un ejecutivo del Herstatt Bank, contribuyó con cerca de 150 millones DM a los acreedores para evitar situaciones conflictivas legales después que el banco quebró. Además, la Ley Bancaria Alemana prohíbe a los gerentes involucrarse en quiebras bancarias fraudulentas so pena de jamás volver a ocupar un puesto administrativo en el sistema bancario, determinado por los funcionarios reguladores en vez de la sanción judicial.

los abusos. Financiamiento *ex ante* sólo se consideraría cuando las instituciones legales y reguladoras están suficientemente desarrolladas para prevenir los saqueos.

En resumen, las autoridades consideran que la adopción de seguros de depósito puede beneficiarse de estas lecciones. Algunos interpretarán que la evidencia significa que si los países adoptan un “buen” sistema de seguros de depósito, estarán mejor protegidos contra las crisis. Sin embargo la dificultad está en que la adopción de seguros de depósito *per se* es una “reforma a pupitrazo” y el edificio institucional para asegurar que el sistema es “bueno” toma un tiempo considerable. Sin un desarrollo institucional adecuado, es real el riesgo que los seguros de depósito pueden conducir a crisis, menor desarrollo del sector financiero, mayoría de mercados financieros funcionando pobremente y finalmente crecimiento lento y altísimos niveles de pobreza. Entonces, las autoridades al considerar el seguro de depósito deberían hacer una auditoría del marco institucional como primer paso en el proceso de la toma de decisiones. Los países que deciden establecer un sistema de seguro de depósito explícito deben plasmarlo sobre estos resultados de la experiencia, la cual usa fuerzas del mercado conocidas para asegurar la prudencia.

CONCLUSIONES

El mensaje consistente de este capítulo es por lo tanto que los propietarios bancarios y otros participantes del mercado deben verse como un complemento necesario para los supervisores oficiales en monitorear los bancos. Cualquiera de las cuidadosas regulaciones que están en vigencia –y probablemente sea necesario más que simplemente enfocarse sobre el capital adecuado (cf. Honohan y Stiglitz, 2001)– asegura que el cumplimiento es el mayor obstáculo. Dados los problemas de información y las dificultades en entender bien cómo están funcionado los incentivos, el peso excesivo sobre un grupo como el principal monitor es semejante a la excesiva concentración en el portafolio de un banco. Esto parece funcionar atractivamente hasta caer miserablemente. La aproximación estratégica para las autoridades es utilizar los incentivos en donde ellos pueden aplicarse para maximizar el número de ojos vigilantes.

Acceso fácil a una red de seguridad implícita o explícita confiere un subsidio a los bancos, el cual estimula la excesiva dependencia de los bancos –y de deuda intensiva– de las economías. Colocar en su sitio las recomendaciones de este capítulo y eliminar efectivamente o reducir enormemente este subsidio removerá la distorsión y estimulará el sector financiero no bancario a desarrollarse. En verdad, aquí hay algunos riesgos en la extensión que tenga

lugar la actividad casi-bancaria fuera del límite de las regulaciones y el diseño regulatorio necesita ser conveniente para evitar tales oportunidades de arbitraje. Hasta la extensión que permita la existencia de tipos no bancarios de financiamiento, incluyendo el comercio de mercados de capital y bonos y las instituciones de ahorros colectivos corporativos y otras actividades de los servicios financieros, ayudará a colocar los riesgos y bajar el costo del riesgo de capital. Riesgo y fraude también están presentes en las finanzas no bancarias, pero la existencia del riesgo es conocida por todos los participantes y es recompensada por la expectativa de ganancias muy altas. El fraude necesita manejarse con normas de divulgación responsables y con castigos firmes, como también algunas regulaciones orientadas al consumidor. Las autoridades estarán capacitadas para evitar transitar la peligrosa vía de extender la red de seguridad más allá del sistema bancario, con un sistema bancario seguro en su lugar.

No hay duda que la concentración de la propiedad y control, observada en el Capítulo 1, puede limitar la eficacia de las instituciones financieras no bancarias y los mercados al proveer fuentes independientes de financiamiento y fuentes independientes en los poderes de intereses poderosos. Junto con el incremento del acceso de los servicios financieros extranjeros (Capítulo 4), tal vez, extender los mercados con el tiempo de capital promete proveer mayor diversidad y estabilidad al sector financiero. Las mejoras a la infraestructura financiera básica –incrementar las divulgaciones y mejorar la protección de los accionistas y acreedores, como se anotó en el Capítulo 1– instrumentarán esta tarea. Seguramente, estas recomendaciones serán difíciles de implementar porque los políticos necesitarán toda su experiencia para combatir los intereses poderosos. Desarrollar conciencia en la sociedad respecto de los costos que muchos, incluyendo los pobres, deben pagar por un entorno de incentivos débil podría ayudar a apoyar enormemente el mejoramiento en la estructura. Las fuerzas de la globalización (Capítulo 4) ayudarán en este esfuerzo.

Capítulo 3

EL FRACASO GUBERNAMENTAL EN LAS FINANZAS

Desde el advenimiento de los bancos, tanto en tiempos normales como en tiempos de crisis, los gobiernos han tomado posiciones de propiedad en el sistema bancario o deliberada o indirectamente como consecuencia de una crisis bancaria. Ejemplos de fracasos de la propiedad estatal de los bancos, las privatizaciones a continuación de las crisis, y mejores éxitos limitados en la reestructuración bancaria han ocurrido con tanta frecuencia que una reconsideración del papel del gobierno en estas áreas está en mora. Aunque muchos gobiernos se han retirado en alguna forma de su calidad de propietarios en el sector bancario en las décadas recientes, los burócratas gubernamentales permanecen activos en el sistema bancario, y en el despertar de las crisis regularmente incrementan su involucramiento significativamente, a menudo por largos períodos. Pero la investigación muestra que cualesquiera que sean sus objetivos originales, la propiedad estatal tiende a truncar el desarrollo del sector financiero y por consiguiente contribuye a hacer más lento el crecimiento.

La provisión de servicios financieros estable y eficiente—sin tener en cuenta quién posee las firmas financieras que los provee— es una meta realista para todos los países; para el logro de esta meta se necesita que los gobiernos se centren sobre lo que ellos hacen mejor. Los dos capítulos anteriores registraron una ambiciosa agenda para el papel de los gobiernos en establecer los fundamentos y crear la superestructura reguladora para destacar las finanzas para el desarrollo. Esta agenda será difícil de alcanzar si la atención de las autoridades está absorbida por objetivos en los cuales ellas no tienen una ventaja notable en la propiedad permanente o temporal de los bancos, especialmente cuando este papel es conflictivo con su posición como regulador.

El capítulo anterior consideró cómo los gobiernos responden para manejar los fallos del “mercado”; este capítulo reconsidera la evidencia y hace recomendaciones sobre los fracasos de los “gobiernos” en poseer y reestructurar los bancos. El fracaso del gobierno como propietario es atribuido a los

La propiedad gubernamental de los bancos tiende a detener el desarrollo del sector financiero, como el proceso político distorsiona los incentivos

incentivos impuestos sobre ellos por el proceso político. Los pocos casos de mayor éxito de bancos estatales parecen vinculados a un entorno institucional muy fuerte y poderes políticos dispersos. Sin estas ventajas, las autoridades de los países en desarrollo generalmente necesitan reducir su papel de propietarios, considerar caminos creativos para utilizar el sector privado durante las crisis, y concentrarse en su agenda como proveedores de la infraestructura y legisladores. Paradójicamente, una crisis puede inducir a salir de la propiedad del sector a los gobiernos que son propietarios, como también la crisis puede traer –como propietarios temporales– gobiernos retirados anteriormente o que no estaban activos en el sistema bancario. Cuando las crisis largas del sistema ocurren y el gobierno adquiere un capital de propiedad, o de lo contrario toma control, las estrategias para asegurar su rápida y pronta salida deben ser parte del diseño de la intervención inicial.

En primer lugar, este capítulo revisa los argumentos y evidencia sobre la propiedad estatal de los bancos, combina las evidencias a través de los países con las de algunos casos de países individuales. Luego retorna brevemente hacia una discusión y evidencia sobre la lógica de la privatización bancaria. La privatización sin el marco institucional necesario ha conducido a crisis y costos fiscales y entonces debe adaptarse a las circunstancias del país. Una política “creíble” de preparar algunos bancos para la venta, empalmado con la nueva entrada, incluyendo bancos privados extranjeros, mientras mejora este marco, parece sensible en establecimientos institucionales débiles.

Posteriormente el capítulo trata los fracasos de los gobiernos como propietarios temporales durante la restructuración. Algunos de los mismos principios aducidos para el comportamiento del Estado como propietario de los bancos a largo plazo también son aplicables para este punto. Ciertamente, en tiempos de crisis, la restructuración bancaria es una oportunidad para inyecciones significativas de recursos fiscales y es importante no solamente limitar el costo para los contribuyentes y a la economía de los aportes, sino también evitar confiarse en los burócratas para identificar “ganadores y perdedores”. Trabajar con el mercado nuevamente surge como una consideración clave para la elaboración estratégica de la respuesta del gobierno.

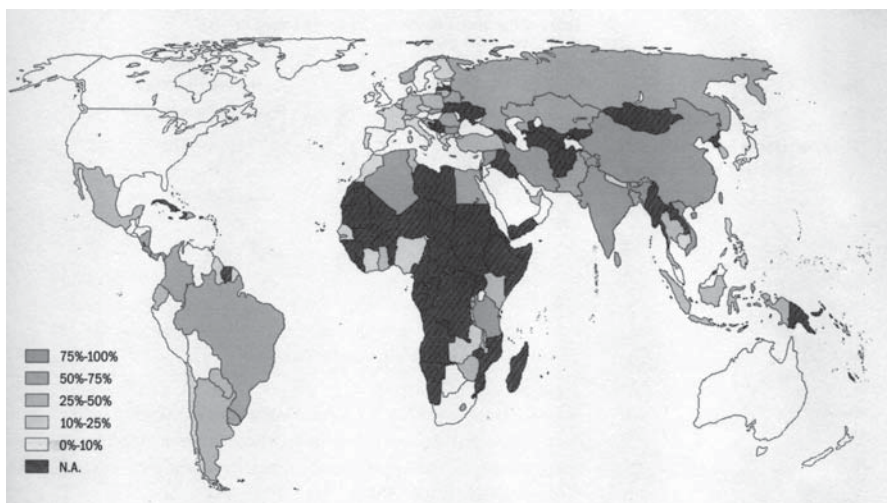
¿BURÓCRATAS COMO BANQUEROS?

A pesar de tanta discusión y alguna publicidad sobre los incrementos en la actividad del sector privado en la mayoría de los sistemas bancarios de los países, más del 40% de la población mundial vive en países en los cuales la gran mayoría de los activos bancarios están en bancos estatales (Figura 3.1). Una mirada al mapa sugiere que la propiedad gubernamental tiende a ser más

grande en los países más pobres, lo que se confirma en la Figura 5 de la sección inicial de este libro, “Aspectos generales”.

La incidencia de la propiedad estatal propietario ha declinado desde 1970 (Figura 3.2), pero con la mayor reducción en los países de ingreso alto. Más de 30 países en desarrollo, hasta finales de los años 1990, continuaban con más de la mitad de sus activos del sistema bancario en la mayoría de bancos estatales. Dado que el control es posible aun con más baja participación de la propiedad, estas figuras representan necesariamente un bajo movimiento en el control estatal.

Figura 3.1
PROPIEDAD ESTATAL EN LA BANCA, 1998-99

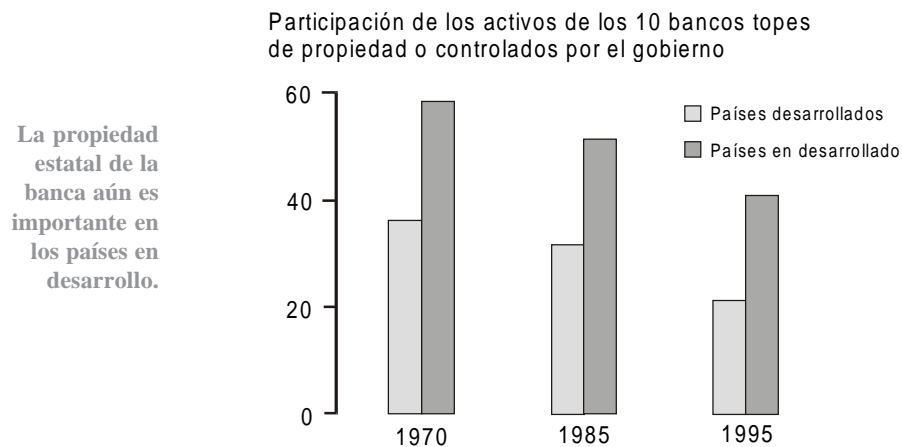


Nota: El mapa muestra el porcentaje de los activos en la banca estatal; la mayoría de las observaciones corresponden a 1998-99 (Banco Mundial: Survey of Prudential Regulation and Supervision) y, donde esos datos no estuvieron disponibles, son de La Porta, López-de-Silanes y Schleifer (2000). Entonces, algunos cambios muy recientes, especialmente en Latinoamérica, no son tomados en cuenta.

Fuente: Banco Mundial, encuesta sobre “Regulación prudente y supervisión” y otras fuentes del Banco Mundial.

La propiedad estatal en los bancos continúa siendo popular en muchos países por numerosas razones. Primero, los defensores del control estatal argumentan que el gobierno puede colocar mejor el capital para inversiones altamente productivas. Gerschenkron (1962) fue uno de los primeros en traer el caso que en un entorno institucional débil, los bancos privados son incapaces de superar las deficiencias en información y en contratar, o que tomarían demasiado tiempo para hacerlo. En los años 1950 y 1960, cuando muchos estaban observan-

Figura 3.2
PROPIEDAD GUBERNAMENTAL DE LOS ACTIVOS BANCARIOS



Fuente: La Porta, López-de-Silanes y Schleifer (2000).

do vías para el “despegue” de los países en desarrollo dentro de un crecimiento sostenido propio, la propiedad estatal del sector bancario se consideró la forma para hacerlo, una postura que algunos continúan sosteniendo. La propiedad estatal propietario también hace apropiación de los excedentes generados por las finanzas (impuesto del sector financiero) y dirige el crédito mucho más fácil.

Segundo, existe la preocupación que, con la propiedad privada, la excesiva concentración en el sistema bancario conduce a limitar el acceso al crédito a varios segmentos partes de la sociedad. Ciertamente, un argumento escuchado a menudo en los países en desarrollo es que los gobiernos son reacios a la privatización porque conduciría a la concentración del crédito a expensas de muchos grupos en sus países. Tercero, un sentimiento popular –reforzado por los abusos y problemas del buen manejo de los bancos privados en muchos países– es que el sistema bancario privado está más propenso a crisis. En vez de colocar los recursos sabiamente, fracasos tales como el del Barings Bank y del Long-Term Capital Management (LTCM –un fondo de compensación cuya estrategia riesgosa fue financiada e imitada por los bancos–) sugieren a algunos que los bancos privados estarán más asociados con el juego, una creencia reforzada por las crisis de la postprivatización en países tales como Chile (a principios de 1980) y México (en 1994).

Sin embargo, un regreso al enfoque del capítulo anterior sobre los incentivos, hace el primer punto discutible, porque los burócratas no enfrentan el diseño de incentivos para recompensar la colocación eficiente de recursos. Las autoridades elegidas tienden a estar motivadas para asegurar su base política y recompensar a su electorado, un papel conflictivo con el de la colocación de recursos. Los tres argumentos son proposiciones empíricas.

Hasta hace poco, la evidencia primaria sobre este punto había sido anecdótica. Aunque los bancos privados pobremente regulados han incurrido en grandes pérdidas que son transferidas a los clientes o, más frecuentemente, a los contribuyentes, los bancos estatales han incurrido en algunas de las más grandes pérdidas de la historia. En el caso de dos bancos famosos y largamente establecidos, el Credit Lyonnais (nacionalizado por el gobierno francés en 1945 y privatizado en 1999) y Banespa (comprado en 2000 por el banco español BSCH, pero anteriormente propiedad del Estado de São Paulo en Brasil), por ejemplo, cada uno corrió con pérdidas estimadas en la escala de \$22-28 mil millones bajo propiedad gubernamental. Es ahora posible, tal vez, ir más lejos de los estudios de casos aislados. El análisis sistemático de datos disponibles a través de los países indica que la propiedad estatal, especialmente en los países de bajo ingreso, es perjudicial para el desarrollo y la estabilidad del sector financiero, como también para el crecimiento económico.

El estudio clave: La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2000), utiliza datos de fuentes industriales privadas cubriendo los 10 bancos comerciales y de desarrollo más grandes por cada uno de los 92 países para 1970 y 1995, y encuentra que la mayor propiedad estatal de los bancos en 1970 es asociada con menor desarrollo del sector financiero, más bajo crecimiento y más baja productividad, y que estos efectos son mayores en niveles de ingreso más bajos, con menor desarrollo del sector financiero, y con más débil protección de los derechos de propiedad¹. Desde que en 1970 ellos están utilizando la propiedad estatal para explicar el consecutivo desarrollo del sector financiero y el crecimiento, no existe la posibilidad de que el último sea causa del primero. Ellos también controlan un amplio grupo de variables institucionales

Los datos son convincentes: los burócratas son generalmente malos banqueros particularmente en las economías menos desarrolladas

1. Los datos de La Porta, López-de-Silanes y Schleifer (2000) se limitan por el enfoque en los 10 principales bancos, pero como ellos anotan en todos los países virtualmente recogen un gran porcentaje del sistema bancario, lo que han explicado para incluir bancos desarrollados. Sin embargo, los datos de Barth, Carpio y Levine (2001b) basados sobre una encuesta de reguladores, ofrecen estimativos de los porcentajes de activos en la mayoría de bancos estatales, y sus datos son altamente correlacionados con los de La Porta, López-de-Silanes y Schleifer para los años 1990.

para explicar el crecimiento². La Porta, López-de-Silanes y Shleifer encuentran que el conducto para el bajo crecimiento del Estado propietario es a través del impacto sobre la productividad. Los bancos estatales generalmente no colocan el capital para su más alta utilización. Basado en una primera investigación (Capítulo I), a través de este canal, el crecimiento debe reducirse también, y no encuentran influencia compensatoria del Estado como propietario en la acumulación del capital.

La Porta, López-de-Silanes y Shleifer muestran que los efectos de incrementar la propiedad privada no son solamente significativos estadísticamente, sino también económicamente. Por ejemplo, la línea de regresión estimada sugiere que si la participación de la propiedad gubernamental en Bangladesh era como el significado de la muestra (57%) a través de todo el período de 1970 en lugar del 100%, el crecimiento promedio anual se incrementaría cerca del 1.4%, sumando para un nivel de vida del 50% más alto que el de hoy. Aunque esta proyección mantiene otras variables iguales, al aplicar la pauta del Recuadro 1.1 se necesita anotar que la privatización implicada se tendría que apoyar en las bases institucionales necesarias enfatizadas abajo, una variable significativa omitida en este tratamiento.

Utilizando una fuente diferente de datos, Barth, Caprio y Levine (2001a, c) muestran que mayor propiedad estatal de los bancos tiende a ser asociada con mayores márgenes de las tasas de interés, menos crédito privado, menos actividad bursátil y menos créditos no bancarios, aun después de tener en cuenta otros factores que influyen el desarrollo financiero³. Entonces mayor propiedad estatal tiende a no ser competitiva, y reduce la competencia de los otros bancos y de los agentes no bancarios. Barth, Caprio y Levine también observan que donde la propiedad estatal es mayor, el número de aplicaciones para licencias bancarias que son negadas tiende a ser más alto y existen muy pocos bancos extranjeros.

Con menos competencia, sería sorpresivo si mayor propiedad estatal conduce a una más amplia disponibilidad de crédito, y La Porta, López-de-Silanes

**La propiedad estatal
tiende a reducir la
competencia, limitar el
acceso al crédito y puede
agravar el riesgo de crisis**

-
2. En sus regresiones de crecimiento, estas variables incluyen: años de escolaridad, niveles iniciales de desarrollo financiero y económico, inflación, la prima del mercado negro, un índice de intervención gubernamental, tasas gravables y subsidiadas, y latitud.
 3. Específicamente, PIB real per cápita, corrupción, riesgo de expropiación, eficiencia burocrática y la tradición del país en la ley y orden. Este estudio, y la mayoría de los datos de la Figura 3.1, están basados sobre la Encuesta del Banco Mundial de Regulación y Supervisión Prudente, y se refieren al porcentaje de la totalidad de los activos del sector bancario comercial, en su mayoría bancos estatales, de 1997-98.

y Shleifer en cambio encuentran que cuanto mayor sea la propiedad estatal, es más grande la participación del crédito dirigido hacia las 20 firmas tops⁴.

Por último, la propiedad estatal de los bancos parece agravar el riesgo de la crisis. Admitamos que, aunque Barth, Caprio y Levine identifican un impacto positivo de la propiedad estatal sobre la probabilidad de una crisis bancaria, este impacto no es estadísticamente significativo con sus datos⁵. Pero La Porta, López-de-Silanes y Shleifer encontraron que mayor propiedad estatal está correlacionada con varias medidas de inestabilidad financiera. Al aplicar un modelo logit al grupo de datos de los 64 países de La Porta, López-de-Silanes y Schleifer, Caprio y Martínez-Peria (2000) son capaces de mostrar que la mayor propiedad estatal a principios del período 1980-97 fue asociada con una mayor probabilidad de crisis bancarias y (lejos con pocas observaciones) costos fiscales más altos.

La evidencia mencionada anteriormente es consistente con el tema de los incentivos del último capítulo. En vez de responder a los principios de optimización de utilidades, los gobiernos tienden a responsabilizarse hacia diferentes intereses, y especialmente a reforzar su apoyo (Recuadro 3.1) Ciertamente, aun sin la gama de la propiedad estatal, hay alguna evidencia que importa: Cull y Xu (2000) encuentran que en los años 1980— cuando la financiación gubernamental directa era más obtenible—los burócratas de los bancos estatales chinos efectuaron un trabajo superior colocando crédito comparado con los empleados de las agencias gubernamentales, es decir, las finanzas bancarias fueron colocadas más en línea con una firme productividad que lo que fueron las transferencias directas. Una razón posible: estos banqueros estatales fueron bonificados de acuerdo con la rentabilidad del banco. Un factor que contribuye podría ser la obtención de fondos presupuestales directos para cumplir con las necesidades de las agencias gubernamentales, lo que implica menor presión sobre los bancos estatales para comprometerse en préstamos dirigidos de manera ineficiente. Ciertamente como el financiamiento gubernamental directo de las empresas estatales (state-owned enterprises, SOEs) declinó a principios de 1990, la conexión entre las decisiones crediticias de los banqueros estatales y la productividad perdió vigor⁶. En la mayoría de estos panoramas, los bancos privados están aun más

4. Además, Cetorelli y Gambera (2001) encuentran algunos efectos positivos de una mayor concentración bancaria al promover el crecimiento del sector industrial en necesidad de financiamiento externo, reportan que esta ganancia es negada por mayor control estatal.

5. Aunque el trabajo original de Barth, Caprio y Levine (2001a) en cerca de 60 países encontró solamente una insignificante conexión entre control estatal y crisis, su próximo estudio, basado en 105 países, encuentra una conexión significativa.

6. Préstamos bancarios estatales a SOE (empresas estatales) declinaron a finales de los años 1990.

Recuadro 3.1 ECONOMÍA POLÍTICA Y POLÍTICA FINANCIERA

La mayoría de las prescripciones para la política del sector financiero comprende implícitamente un gobierno que busca lograr el bien común, pero esta descripción olvida ambas cosas: los incentivos que enfrentan los actores políticos y las estructuras políticas en las cuales ellos operan. Aun si ellos no están motivados por objetivos financieros personales, estos actores están en todas partes interesados en su futuro político, y por consiguiente están a menudo amarrados a intereses sectoriales. La extensión en la cual los intereses sectoriales mantienen influencia sobre las decisiones de los actores políticos depende, a su turno, de la legislación política dentro de la cual ellos operan, y probablemente también de las normas sociales (cf. North 1999).

El nexo entre la arena política y los intereses especiales en el sector financiero es especialmente cercano si solamente porque (para citar a Willie Sutton, el ladrón bancario notable de los años 1940) las finanzas “están donde el dinero está”. Con demasiada frecuencia ha sido el propio interés de los agentes gubernamentales que han creado y sostenido los incentivos distorsionados en el sector financiero que han conducido a crisis, o aun para la desviación de recursos para fines políticos o personales de las instituciones financieras controladas por el Estado. ¿Qué esperanza existe para adoptar una buena política financiera si está en contra de los intereses de los que están en el poder?

La persistencia de una aproximación reguladora disfuncional entonces está en parte explicada por los políticos, como también por los funcionarios reguladores, que están “capturados” por aquellos que ellos deben regular. La política regulatoria es luego más fácil verla como operando para los intereses personales en vez de los del público en general¹.

Al analizar el papel de la economía política en la influencia del cambio mundial hacia la liberalización financiera, Kroszner (1998) ha señalado el camino en el cual los cambios tecnológicos que alteran el relativo poder de transar de los diferentes grupos interesados, o de preferencias políticas de los grupos interesados existentes, pueden influir en determinar cambios políticos actuales².

Además, al emplear los mismos datos sobre los costos fiscales discutidos en el texto, Keefer (2000) ha explorado recientemente los determinantes políticos profundos de los costos fiscales de las crisis bancarias y de la tendencia a ejecutar regulaciones de clemencia durante las crisis. Su hipótesis es que la acción de clemencia gubernamental socialmente costosa para apoyar el sistema financiero bajo su administración presente, o permitir la continuación del comportamiento riesgoso, se adoptaría por los políticos con el fin de asegurar el apoyo financiero o político de estos grupos interesados, especialmente si las estructuras políticas son débiles. Keefer ofrece evidencia sugiriendo que, al menos en las economías menos desarrolladas financieramente, los cheques y los balances (cuantificados en Beck y otros, 2000) ayudan a reducir los costos fiscales de la crisis financiera y la probabilidad de que la clemencia se lleve a cabo.

Los análisis de la economía política en tales puntos están solamente comenzando, pero prometen ofrecer una fructífera área de investigación cuyos resultados ayudarán a asegurar que el poder gubernamental no esté mal usado en la regulación de las finanzas.

1. Al revelar la influencia de intereses políticos antagónicos en diferentes estados de los Estados Unidos, Kroszner y Strahan (1999) muestran que los legisladores de los estados con numerosos bancos pequeños se opusieron a la extensión del sistema bancario interestatal.
2. Romer y Weingast (1991) demuestran patrones similares de influencia en el tratamiento de la crisis del S&L.

Por ejemplo, la primera entrada de bancos extranjeros dentro de numerosos mercados emergentes ha sido frecuentemente restringida a la fusión y adquisición –por lo tanto asegurando el

valor del capital de su franquicia restante— la cual sería en otra forma disputada por los nuevos entrantes —para los dueños existentes—. Además cuando los mercados de títulos fueron liberalizados, en parte para cumplir las necesidades de los gobiernos por fondos adicionales prestables, la mayoría de los mercados emergentes optaron por la apuesta sellada, la opción del primer precio de los papeles gubernamentales, en general pensaron en ser más ventajosos para los primeros promotores a expensas de los intereses de los contribuyentes.

aislados de las presiones políticas, lo que cuenta en parte para su desempeño superior. Sin embargo, es importante anotar que en los países en transición, la abrupta privatización de los bancos no funciona, como se observa posteriormente, y alguna propiedad estatal es necesaria como catalizador durante el proceso de transición.

Los dos primeros capítulos sugieren que las finanzas, incluyendo el sistema bancario, conducirán a rápido crecimiento y muy pocas crisis donde el entorno informativo y contractual es fuerte y donde hay suficientes monitores bien motivados para controlar los intermediarios. Con mayor número de bancos estatales, tiende a existir menos demanda por una mejor información y otras partes de la infraestructura, y monitoreo débil. Barth, Caprio y Levine encuentran que el monitoreo a través del mercado tiende a ser significativamente más débil con una mayor propiedad estatal. Los gobiernos están expuestos a un conflicto de incentivos cuando tienen propiedad estatal significativa, porque una parte del gobierno está entonces encargada de monitorear a la otra, así el monitoreo por los supervisores oficiales puede esperarse que también sea débil.

La propiedad estatal puede conducir a un conflicto de incentivos

El Estado como propietario no siempre es malo para el crecimiento: La Porta, López-de-Silanes y Shleifer encuentran que a niveles más altos de ingreso per cápita, el efecto negativo disminuye para convertirse en insignificante. Alemania, con una larga tradición de alta propiedad estatal (hasta 1998, el 42% de los activos de los bancos comerciales estaba en bancos estatales) es un claro ejemplo, pero muchos otros países de ingreso alto, tales como Francia e Italia, tuvieron períodos en los cuales la propiedad estatal fue pronunciada, aunque en ambos ha disminuido en años recientes.

Los gobiernos con mayores cuentas y balances y mejor desarrollo institucional pueden esperar obtener resultados positivos del control estatal, tanto por proveer mejores funcionarios como por el control del mercado de los bancos estatales. Keefer (2000) encuentra que las mejores cuentas y balances ayudan a reducir los costos fiscales de las crisis financieras y la proba-

bilidad de que la clemencia se ejercite⁷. La calidad de la información, el vigor del reforzamiento contractual, y aun el estigma personal asociado con no reembolso de la deuda, puede esperarse que afecten los costos del sistema bancario estatal. En los países en desarrollo, los bancos estatales tienden a colocar el crédito en empresas estatales, lo cual explica el resultado mencionado de productividad pobre, tanto como los ejemplos sobresalientes. Alemania, por ejemplo, ha tenido poco control estatal en el sector empresarial (fuera del transporte y las finanzas), lo cual ha hecho más fácil para los burócratas evitar el peligro de colocar los créditos para las firmas gubernamentales. Además la fuerte penalización en Alemania por insolvencia y quiebra bancaria, mencionada en el Capítulo 2, ayuda a hacer la vida fácil para la mayoría de los bancos, aun para aquellos que están manejados por el Estado.

En resumen, los datos muestran el pobre desempeño de los bancos estatales en numerosas dimensiones. Ellos tienden a disminuir el desarrollo del sector financiero y el crecimiento económico, a concentrar el crédito y a incrementar la posibilidad y los costos de las crisis bancarias. Sin embargo los resultados encontrados no demandan la eliminación de todos los bancos estatales, la evidencia es consistente con el movimiento para vender los bancos gubernamentales en un número de países, especialmente donde ellos dominan el sector. Mientras sigue siendo posible para los países en desarrollo encontrar formas para limitar el daño ocasionado por el control estatal, la limitación de tal control en sí mismo será posiblemente más fácil de implementar que las numerosas reformas institucionales y políticas necesarias para limitar los abusos e ineficiencias del control estatal bancario.

Privatización de los bancos

La evidencia de los países que han hecho importantes reducciones en el control estatal del sector bancario, aunque limitada, confirma la descripción anterior de los costos del Estado controlador, revela la dificultad de la privatización bancaria y contiene lecciones de cómo puede llevarse a cabo en la mejor forma. El mejor examen detallado es para Argentina, que ha disminuido significativamente el grado del control estatal –desde cerca del 50% de los activos del sistema bancario en 1990 a la mitad de ese nivel en el 2000– y

7. Para los países con sistemas financieros desarrollados, la conclusión es invertida, lo que es también racionalizado por un argumento político-económico aunque menos fríamente. La cercanía de la próxima elección también parece detener reacciones políticas socialmente costosas a la crisis, reforzando el mensaje que las restricciones políticas son importantes. Las variables empleadas por Keefer para indicar el nivel de información pública disponible no tienen un desempeño fuerte en la regresión, pero no son inconsistentes con la teoría.

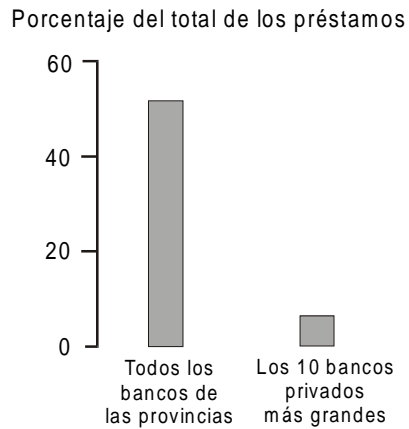
es consistente con la evidencia entre los países. Clarke y Cull (1998) ofrecen simulaciones del valor presente de los ahorros de la privatización de los bancos provinciales de Argentina y encontraron ganancias impresionantes. Aun si *nada* fuera recobrado de las entidades anteriores que tomaron los préstamos perdidos en el momento de la venta, y al basar las simulaciones en el período 1991-96 (tiempo de expansión general económica cuando los bancos estaban obteniendo ganancias), los ahorros sumaban una tercera parte de los gastos públicos típicos de la provincia y pudieron haber financiado su déficit de 1996 por 12 años. En alguna forma las suposiciones más realistas sobre la recuperación colocaron los ahorros a más de la mitad de los gastos gubernamentales, y esto con una alta tasa de descuento. Dicho de otra forma, el costo de retener el control gubernamental fue grande, y el costo de estas inyecciones, en combinación con la disciplina asociada con el plan de convertibilidad, condujo a los esfuerzos de la privatización.

Los costos fiscales de la intervención estatal se añaden a la presión por la privatización

Como se observa en la Figura 3.3, anterior a la privatización, los bancos provinciales argentinos estaban en serias dificultades: los préstamos no desempeñados (non performing loans, NPLS) eran altos y se incrementaron más después de la auditoría antes de la privatización (ordenada por los bancos con acceso al Fondo Fiduciario, Recuadro 3.2). Después de la auditoría y como parte de la venta actual, todos los préstamos no desempeñados esencialmente fueron removidos de la hoja de balance. Consecuentemente, la participación de los NPLS se incrementó de nuevo, pero solamente a niveles comparables a los de los mejores bancos privados en Argentina. Desde entonces, la privatización bancaria ha permanecido más o menos a la par con los otros bancos privados sobre los NPLS (aunque en 2000 los NPLS subieron en todos los bancos privados por el desaceleramiento económico general).

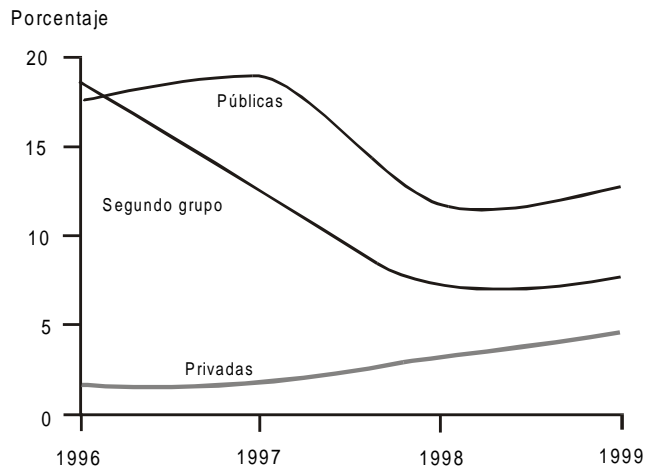
En forma más general, las nuevas hojas de balance y los extractos de ingreso de los bancos privatizados empezaron a semejarse más a los de los otros bancos privados, especialmente en términos de sus costos administrativos relativos con sus rendimientos, y más importante en términos del crédito extendido a las empresas públicas (Figura 3.4, la cual muestra el segundo grupo de bancos que fueron vendidos entre septiembre de 1995 y marzo de 1996). Este dramático cambio en los préstamos apoya los resultados de la investigación a través de los países de que la productividad crece a continuación de la privatización, en que el crédito a las empresas estatales (SOE) probablemente representa préstamos de baja productividad. Como parte del proceso de privatización, el ajuste del personal o su más eficiente empleo, aunque menos significativo para la economía en general, trabajan en la misma dirección.

Figura 3.3
ARGENTINA: PRÉSTAMOS NO DESEMPEÑADOS, 1991



Fuente: Clarke y Cull (1999).

Figura 3.4
PRÉSTAMOS A EMPRESAS ESTATALES EN ARGENTINA



Nota: La segunda cohorte de cinco bancos fue el primer grupo vendido con asistencia del Fondo Fiduciario (véase Recuadro 3.2).

Fuente: Clarke y Cull (1999).

A pesar de la evidencia, no es claro hasta qué punto la privatización bancaria continuará, o cómo efectuarla de la mejor forma posible. Las provincias argentinas solamente iniciaron la privatización en apuro cuando su acceso a financiamiento barato y cubrimiento de pérdidas fue eliminado. Aun entonces fue necesaria una crisis para acelerar el proceso (Recuadro 3.2). Otros países, como Hungría, han recapitalizado primero los bancos antes de concluir que la privatización era necesaria para limitar el costo de los contribuyentes.

Recuadro 3.2

¿PUEDE LA PRIVATIZACIÓN BANCARIA SER SOSTENIDA?

Aunque los economistas siempre esperan que su investigación cambie las mentes de los políticos, los períodos entre el establecimiento de resultados nuevos y el cambio político pueden ser largos. ¿Por qué otras razones desean los políticos privatizar los bancos? Después de todo, el control estatal frecuentemente provee financiamiento fácil de los déficits gubernamentales y provee una fuente de patronaje político en la forma de trabajos en los bancos estatales y acceso al crédito.

Argentina ofrece interesantes luces. Hace una década, las 20 provincias poseían al menos uno de los 27 bancos provinciales, los cuales se encontró tenían cantidad baja de portafolio, baja eficiencia y bajo rendimiento generalmente. Pero estos bancos permanecieron como bancos estatales hasta el Plan de Convertibilidad que terminó con su acceso a la ventana de descuento y también limitó la provisión de financiamiento del banco central para los déficits federales. Entonces los políticos de las provincias no pudieron esperar por más tiempo por financiamiento barato y provisión de financiamiento de las pérdidas de los bancos provinciales. A finales de 1994, con la "crisis Tequila", los bancos provinciales fueron afectados por una avalancha de clientes, forzando a reevaluar la decisión del control estatal. Dado el (entonces) corto plazo de vencimiento de los mercados de capital de Argentina, se hacía difícil extender el financiamiento de los malos activos en estos bancos, así el Banco Mundial y el IDB ayudaron a crear el Fondo Fiduciario, el cual ofrece préstamos para ayudar a las provincias a extender los costos de la privatización pero solamente después de que el nuevo establecimiento de "buenos" bancos –representados por los buenos activos de los bancos provinciales– se ha vendido. Como resultado, cerca de la mitad de los bancos provinciales fueron vendidos hacia finales de 1997, y hacia el 2000 esta relación subió a dos terceras partes.

Los políticos tienen la tendencia a la continuidad. Inicialmente los bancos más débiles (altísimo NPLs-préstamos no desempeñados) fueron los primeros candidatos para ser privatizados, y verdaderamente la auditoría de la posventa mostró que su desempeño era peor de lo que anteriormente se había creído. Por otra parte, los bancos grandes, con excesivo personal, los cuales proveen un mayor patronaje, eran los menos probables para venderse. Esto sugiere que en los países con pocos bancos estatales grandes, ni los políticos –o su público– tendrán que ser influenciados por los resultados investigativos, o sucedera una gran crisis o significativos recortes de sus accesos a la financiación federal, para obtener la privatización.

Fuente: Clarke y Cull (1999).

La privatización puede ser políticamente difícil

La privatización bancaria es políticamente difícil, y si las mismas fuerzas políticas continúan en el poder, no es probable su éxito futuro. Las autoridades argentinas y húngaras fueron claramente motivadas por los costos de mantener el control estatal. Como se observa en el Recuadro 3.3, los países a menudo cambian hacia la privatización bancaria solamente después de largas demoras y a veces de reestructuraciones fallidas.

Más allá de esperar las crisis, un camino posible para acelerar la venta de los bancos estatales es estimular fortalecimientos más rigurosos de la regulación cuidadosa para todos los bancos, así que la posición más débil de los bancos estatales –y por consiguiente posiblemente más altos costos para los contribuyentes– será evidente, como ocurrió en Argentina durante la crisis y luego más claramente después de que fueron vendidos los bancos. A pesar de que las fuerzas políticas pueden favorecer la limitación informativa, la atención internacional actual para las normas internacionales estimula la mayor transparencia y en consecuencia este resultado. También la publicación obligatoria de la auditoría de los bancos estatales, preferiblemente por firmas internacionales, permitirá a los dueños –los ciudadanos del país– observar lo que ellos poseen. Donde la privatización es limitada por intereses sobre el financiamiento de préstamos perdidos antes de la venta, el ofrecimiento de financiamiento de los bancos de desarrollo multilaterales puede ayudar a extender los costos de la privatización donde los mercados a largo plazo no están suficientemente desarrollados. Como Clarke y Cull (1999) anotan, tal vez el hecho que los bancos más débiles son los más probables que sean vendidos, sugiere que la inyección de fondos antes de la privatización debe evitarse, en tanto que esto disminuye la probabilidad de la venta y también puede fácilmente perderse.

La privatización debe configurarse junto con el mejoramiento de la infraestructura y el entorno regulatorio

La privatización puede rendir beneficios reales, y cuando existe un público considerable de propietarios en muchos países, moverse a vender los bancos parece ser un imperativo inmediato en muchos países en desarrollo. Aunque la privatización puede también ser mal diseñada y conducir a crisis. Dicho de otra forma, la comparación anterior sobre las ganancias de menor propiedad estatal fueron para “otras cosas iguales”, tal como la calidad de la infraestructura del sector financiero y el entorno regulatorio, y no tiene sentido en cuanto a la rapidez y secuencia de la privatización bancaria.

La experiencia es limitada y ambigua. Chile (con la privatización bancaria en 1975 y una crisis en 1982) y México (1992 y 1994, respectivamente) son casos con un marco regulatorio y supervisorio subdesarrollado, y ambos han hecho importantes progresos desde sus crisis. El énfasis fue en la rapidez

Recuadro 3.3

EL ASCENSO, LA PROLONGACIÓN Y CAÍDA DE LOS BANCOS ESTATALES EN ÁFRICA

Después de largas demoras, donde los mismos intereses poderosos que descarriaron las primeras reformas aún dominan la política del país, los resultados de la privatización bancaria tenderán a ser decepcionantes. Un argumento para mayor asistencia a los países en los cuales la privatización está considerada políticamente conveniente, posible y creíble. Después de la independencia la mayoría de los países africanos optaron por crear al menos un banco estatal grande para apoyar las industrias nativas y las especulaciones estatales, y ofrecer los servicios bancarios disponibles para una amplia población, incluyendo aquellos de las áreas rurales. En muchos países estos grandes bancos estatales aún dominan el sector bancario y, después de décadas de administración politizada y suaves restricciones del presupuesto, ha sido difícil reestructurar o privatizar. Los decepcionantes resultados de la reestructuración y en general de la privatización pueden verse en tres países que intentaron programas de reforma bancaria durante los años 1990: Ghana, Tanzania y Uganda.

Ghana

Ghana empezó las reformas económicas a principios de 1980 después de un período político inestable por una pesada intervención estatal en la economía. El Estado poseía tres bancos comerciales, tres bancos de desarrollo y el Banco Cooperativo. Existían también dos bancos extranjeros y un banco mercantil.

Todos los bancos estatales fueron reestructurados y recapitalizados bajo las reformas financieras que empezaron en 1987, con los malos préstamos removidos a un AMC (Asset management company-Compañía Administrativa de Activos). La administración fue mejorada a través de una extensiva asistencia técnica.

Antes y después de reestructurar, la función primaria de los bancos de Ghana ha sido financiar los déficits del gobierno central y de las empresas públicas (promedian el 73% del crédito doméstico en los años 1990). Los muy altos rendimientos de las T-Bill (Letras del Tesoro) recibidas por los bancos ayudaron a ocultar las continuas pérdidas de préstamos de otros créditos.

La privatización bancaria ha sido un proceso de un paso adelante, otro atrás, y se ha obstaculizado, por ejemplo, por desacuerdos entre la agencia de privatización y los estimativos externos de los valores en el precio. Con el programa atrasado de la agenda, el gobierno decidió vender algunas acciones en dos bancos comerciales estatales domésticos aun sin encontrar un inversionista estratégico. Esto hizo difícil posteriormente reducir el precio para atraer al inversionista estratégico. Eventualmente, a finales de 1996 el gobierno abandonó sus requerimientos de que el comprador estratégico debería ser un banco, y consiguió vender el Social Security Bank a un consorcio de fondos de inversión extranjera. Hacia 1998, este nuevo banco privatizado tenía cerca del 13% de los activos totales del sistema bancario.

El banco más grande, el Ghana Commercial Bank (GCB) continuó con problemas aun después de la reestructuración de finales de los años 1980. Con el fracaso de una venta planeada en 1996 a una firma manufacturera de Malasia, el banco permanece bajo control gubernamental, con un 41% poseído por los ganeses después de la oferta pública inicial (IPO- Initial public offering). En preparación para la privatización en la mitad de los años 1990 se encontró que había problemas serios de reconciliación en las cuentas y fallas en

(Continúa)

administración, y algunas de las sucursales en que se efectúan pérdidas no han sido nunca cerradas. En 1997 toda la administración ejecutiva del GCB fue removida ante el descubrimiento de un escándalo fraudulento de cheques.

Tanzania

Tanzania comenzó a liberalizar después de dos décadas de socialismo africano. Doce bancos se habían nacionalizado en 1967 y fusionado en un banco comercial dominante, el National Bank of Commerce (NBC), el cual tuvo un virtual monopolio por 25 años. Las otras instituciones financieras eran pequeños bancos cooperativos también controlados por el Estado, y unos pocos bancos estatales especializados en vivienda.

Alrededor de la mitad de los años 1980, el NBC estaba insolvente, ilíquido y perdiendo dinero a una tasa alarmante. La restructuración movió una significativa porción de los NPLs (Nonperforming loans) fuera del banco, cerró algunas sucursales que daban pérdidas y recortó el personal, pero los costos operativos como porcentaje de los activos se doblaron y las extensiones resultaron negativas en 1992. El banco fue recapitalizado en 1992, pero como las pérdidas continuaban subiendo, la restructuración se intensificó con un "plan de acción" en 1994 que cambió la junta de directores, recortó los préstamos y despidió más personal. Sin embargo los salarios del resto de la administración fueron doblados por la nueva junta de directores, afectando entonces las reducciones en los costos. El beneficio de remover los préstamos malos al AMC fue de corta vida. Hacia 1994, el 77% de los préstamos restantes no fueron desempeñados.

En 1995 otro intento para reestructurar fracasó. Finalmente, el National Commercial Bank fue dividido en noviembre de 1997 entre dos bancos y una casa matriz. La casa matriz del NBC tomó los activos no bancarios, por ejemplo, el personal de vivienda y el centro comercial. El Banco de negocios del NBC-1997 tomó todos los préstamos y el 45% de los depósitos, y un banco de servicios tomó el resto de los depósitos. El Banco Nacional de Microfinanzas (The National Microfinance Bank) estaba para ofrecer servicios depositarios básicos a la población en general, y tomó los depósitos pequeños pero no los préstamos. La decisión de establecer un banco de microfinanzas que conservaría la red de sucursales rurales había ablandado algo la oposición política a la privatización del banco de negocios. La separación probó ser difícil. Los controles operacionales y financieros pobres condujeron a la necesidad de provisiones significativas sobre balances sin reconciliación, y tuvo lugar una demora significativa en producir los extractos financieros después de la separación.

NBC-1997 fue vendido al South African Bank, Amalgamated Banks of South Africa Group (ABSA) a finales de 1999 con la participación del IFC. El banco de microfinanzas permanece sin vender, pero está enfocado en el ofrecimiento de los servicios de pagos y ahorros en sus 95 sucursales.

Uganda

A principios de la década de 1990, cuando Uganda estaba empezando a resurgir de su devastación económica de las turbulencias de los 1980, el gobierno tenía capital en todos los nueve bancos comerciales, y era propietario de dos de los más grandes, Uganda Commercial Bank (UCB), con cerca del 50% del mercado, y el Cooperative Bank (Banco Cooperativo). A fines de 1991, cerca de una tercera parte de los préstamos del UCB estaban no desempeñados, y el valor neto negativo del banco fue estimado en US\$24 millones.

(Continúa)

Esfuerzos tímidos por una restructuración empezaron. Las sucursales que daban pérdidas fueron convertidas en agencias en vez de ser cerradas. El AMC que estaba para tomar los malos préstamos no fue creado sino hasta 1996 y, aun entonces, hubo un significativo período en transferir los malos préstamos. Tuvo lugar un convenio de desempeño en 1994 entre el ministro de Finanzas y la Junta de directores del banco, pero la estrategia perseguida fue tratar de reducir la proporción del NPLs por medio del crecimiento del portafolio de préstamos. Los supervisores bancarios no monitorearon el cumplimiento. Cada mejora en las utilidades fue temporal y las pérdidas continuaron aumentando. Hacia mediados de 1996 la posición financiera estaba deteriorada así que su valor neto negativo se triplicó del primer estimativo.

Mientras que la intención del gobierno era que la restructuración culminara en la privatización, la administración del UCB se opuso activamente a la venta. Eventualmente, después de tres años de infructuosos intentos para restructurar el banco, se convino seleccionar a un respetable comerciante bancario para implementar la venta, dando al comprador gran libertad para definir cuáles activos y sucursales serían compradas. Nuevamente hubo un retraso. Y el banco comercial fue finalmente alquilado en febrero de 1996 y, a su pedido, la administración ejecutiva fue finalmente cambiada en julio de 1996. Las pérdidas estaban sumando a lo largo de la demora y UCB estaba perdiendo participación del mercado. Los extractos financieros de la auditoría para 1997 mostraron otra caída en el ingreso de intereses, arrasando el grueso de las utilidades anunciadas a los inversionistas seis meses antes. Con pocas expresiones de interés, un convenio de venta fue firmado a finales de 1997 con un industrial malasio y una compañía de finca raíz. Hacia diciembre de 1998, tal vez, el convenio estaba sin finalizar entre las alegaciones de corrupción.

de la venta, la cual fue llevada a cabo, pero los costos de la crisis bancaria posterior (cerca del 42% y 20% del PIB, respectivamente) fueron altos⁸. Aunque las dos crisis se caracterizaran por múltiples causas, un entorno regulatorio débil parece importante y es ampliamente conocido que conduce al fraude, el saqueo y luego la crisis. Mientras es enteramente posible que estos problemas ocasionaron entonces la antesala para una infraestructura y regulación financiera mejor y finalmente crecimiento más rápido, como argumentalmente ocurrió en México y Chile, la privatización en un marco débil, seguida por crisis, es muy probable que provoque la oposición a las reformas basadas en el mercado. Entonces, en consideración de prevenir las crisis de la posprivatización, las autoridades deben, tan pronto como sea posible, fortalecer estos elementos y observar cierta precaución –mientras continúa el movimiento–

8. Las pérdidas de la posprivatización también pueden ser correctamente censuradas, al menos en parte, sobre las pérdidas existentes previamente y las condiciones iniciales débiles. Aunque muchas economías en transición experimentaron colapsos bancarios en los años inmediatos después que se inició la transición, a menudo estos problemas sucedieron en los bancos estatales, representando la manifestación de pérdidas en la era anterior a la reforma, o eran inevitables dada la turbulencia real del sector, y virtualmente siempre fueron asociadas con un marco regulatorio débil.

en la privatización del sistema bancario. Es sugerida una fase “deliberada y creíble” de control estatal durante algún período mientras el entorno se mejora.

El caso argentino anotado arriba apoya la secuencia del argumento. En vísperas de la privatización ellos tenían un razonable desarrollo regulatorio y el ambiente infraestructural para las finanzas, y ciertamente hacia 1997 tenía uno de los más fuertes entornos regulatorios bancarios entre los países de mercados emergentes (Banco Mundial, 1998). El ratio mínimo de capital era 11.5%, con medidas de riesgo que variaban como una función del crédito y riesgo del mercado. Además, los bancos enfrentaron requerimientos estrictos de divulgación y fueron obligados a emitir deuda subordinada, y los requerimientos de liquidez eran altos (20%, con un extra del 10% en la forma de un posible acuerdo de canje (swap) para activos en dólares), entre otros factores. Además, el sistema en su totalidad estaba anclado por los diez primeros bancos, nueve de los cuales hacia 1997 eran de propiedad mayoritaria extranjera, y la combinación del control público y privado, recomendada en el Capítulo 2, estaba en su lugar. La decisión de embarcarse en un programa de privatización bancaria en tal entorno regulatorio fuerte puede hacerse con gran confianza.

Cuando el entorno es débil, sin embargo, la necesidad de cuidado en el proceso de privatización se ha ilustrado por la experiencia en los países en

**La privatización
rápida puede venir
sin confusión, pero
demoras excesivas
tendrán costos reales**

transición, donde existe el riesgo de captura del aparato legal, regulatorio y de supervisión por los poderosos u oligarcas (Hellman, Jones y Kaufmann, 2000). Quienes capturan el control de este aparato y de los bancos se convertirán pronto en oligarcas. En donde los burócratas han demostrado ser malos banqueros, los oligarcas podrían ser peores. En forma general, cuando hay “captura regulatoria”, bien a través de la corrupción o el control del sistema bancario y de sus regulaciones por los mismos intereses, ni el mercado ni las fuerzas regulatorias oficiales trabajarán para apoyar el desarrollo eficiente y razonable. La historia completa de las privatizaciones en México a principios de los años 1990, con los precios de compra a veces presuntamente pagados de los préstamos bancarios de los poderosos, y resultando en el comportamiento saqueador que colapsó muchos bancos durante la crisis Tequila, está gradualmente saliendo a la luz (cf. El análisis reciente por La Porta, López de Silanes y Zamarripa, 2000, mencionado en el Capítulo 2). También refuerza la necesidad de un entorno regulatorio adecuado para las privatizaciones.

El enigma es que aunque la privatización prematura en entornos muy débiles puede conducir a problemas significativos, largos períodos de privatización bancaria pueden invalidar reformas reales del sector. Los costos de las demoras están ampliamente demostrados por la República de Checoslo-

vaquia, la cual trató de moverse rápido en la privatización de las firmas no financieras, pero lentamente en la venta de los bancos. El Capítulo 1 ya trató los aspectos de los problemas agudos del buen manejo asociado con la experiencia checa cuando los activos de varias firmas privatizadas fueron saqueados durante el período de 1993-96. Otro aspecto de esta historia fue el camino en el cual algunos de estos activos fueron facilitados por el continuo préstamo del sector público bancario (Recuadro 3.4).

“Tunneling” –la apropiación de los activos de la firma por los *insiders*– puede ocurrir aun con los bancos privados, pero el saqueo sostenido –definido como crédito con la expectativa de no pagar– puede solamente continuar si los bancos prestamistas no están particularmente interesados acerca de sus líneas de piso o pueden obtener compensación del gobierno, ambas características de los bancos públicos.

Recuadro 3.4 SAQUEO EN LA REPÚBLICA DE CHECOSLOVAQUIA

Los observadores critican la privatización de las pólizas checas al conducir al “tunneling” (la apropiación de los activos de la firma por los vinculados internamente a ella) de acuerdo con el cual propietarios dispersos facilitaron el despojo de los activos de las firmas que tenían normas de buen manejo poco efectivas. Algunos van más lejos y argumentan que el “tunneling” ocurre en sistemas legales que no protegen bien los derechos de los accionistas minoritarios (Johnson, McMillan y Woodruff, 2000). Cull, Matesova y Shirley (2001), sin embargo argumentan que “tunneling” no puede ser la historia completa, porque una vez se despojaron los activos más atractivos, los propietarios no tienen mayor incentivo para incrementar sus posiciones de títulos –precisamente lo que ocurre–. Ellos insisten en cambio que fue saqueo –los propietarios y administradores de las firmas con bajo valor neto prestando y luego defraudando sobre la deuda– y el control de la firma el tiquete dentro de este juego. Aunque había límites al saqueo– los bancos pueden únicamente ser “pringados” una vez el dominio del Estado como un importante propietario permitió aparentemente continuar esta actividad durante el período 1993-96. De acuerdo con los datos de La Porta, López-de-Salines y Shleifer (2000), el gobierno tenía una gran mayoría de intereses sobre exactamente más de la mitad del sistema bancario y un 20% de capital –un nivel que se ha encontrado suficiente para obtener el control– en el 100% del sistema bancario. Cull, Matesova y Shirley (2001) encuentran que las firmas de acciones conjuntas controladas por los fondos de inversiones se desempeñaron por debajo de todos los demás, y su habilidad para obtener sobre los pasivos a una tasa más rápida –crédito del sistema bancario estatal– contribuyó significativamente a este desempeño.

Los autores concluyen que el diseño de privatización para el sector corporativo es de segundo orden comparado con la necesidad para crear un sistema bancario orientado competitivamente que colocará el crédito en línea con las prácticas comerciales, en vez de las prácticas políticas.

Fuente: Cull, Matesova y Shirley (2001).

**Privatizar
deliberada pero
cuidadosamente**

Entonces mantener el *statu quo* con una significativa participación de bancos controlados por el Estado puede ser peligroso para la economía. Moverse lenta pero deliberadamente con las privatizaciones bancarias, mientras se preparan los bancos estatales para la venta y trabajar las debilidades en el entorno general de los incentivos, parece la estrategia preferida. La preparación, además de las mejoras en la infraestructura, incluye alguna conexión de compensación para los ejecutivos para el valor futuro de la posprivatización del banco, como a través de la opción de acciones –un tratamiento que parece ayudó en Polonia–. Seguramente, este tratamiento puede solamente culminarse si el proceso es creíble, en otra forma la compensación diferida será descontada con demasiado peso para tener algún valor. Prolongar la “contratación” de los administradores privados probablemente no funcionará en el sistema bancario, donde es demasiado difícil observar los resultados de las decisiones de los administradores⁹. Como se mencionó, la recapitalización anterior de la privatización no es sabia, porque los riesgos disuaden a los funcionarios de la necesidad de vender el banco y pueden conducir a exprimir los recursos de los contribuyentes. La publicación de tanta información posible como, sobre el proceso de la privatización y control vigoroso por los medios, ayudará a limitar la habilidad de los poderosos para dominar, pero esto requiere en sí mismo que los medios sean activos e independientes.

Los países que pueden atraer la entrada extranjera de buenos nombres extranjeros –una habilidad que probablemente se incrementará cuando “efinance” baje los costos de entrada (Capítulo 4)– y de diferentes países están en una posición más fuerte. Aun si el entorno regulatorio no es confiable, los bancos extranjeros sólidos traerán buenas especializaciones, productos, y también la capacidad para entrenar banqueros locales, y presumiblemente estarán motivados para proteger su reputación para comportarse en línea con los más altos estándares fiduciarios. Donde intereses domésticos poderosos o los

9. Los gobiernos consideran incluso retener el control y contratar la administración de los bancos a partes privadas, pero afortunadamente no se ha dado así, en cuanto los contratos administrativos funcionan solamente en las industrias en las cuales la calidad es fácilmente verificada y la reputación es importantísima (Banco Mundial, 1995). Entonces los hoteles son un ejemplo que satisface los dos criterios de contratos administrativos: calidad productiva puede ser monitoreada por cualquiera (es fácil observar si las toallas están limpias) y aspectos de calidad (los hoteles con toallas sucias pierden negocios). Sin embargo, es difícil para los depositantes, acreedores, supervisores y aun la administración evaluar la salud de los portafolios del banco, esto es, decir si sus portafolios están limpios. Y desde que la importancia de la reputación –alguna vez meta en el sistema bancario– en la mayoría de los países esta disminuyendo por la presencia del seguro de depósito implícito o explícito, el sistema bancario no está bien equipado para contratar la administración. Tal vez al reconocer este hecho, existe poca experimentación con contrataciones en el sistema bancario.

oligarcas son una barrera para un resonante sistema bancario, alguna confiabilidad en el sistema bancario extranjero (véase Capítulo 4 sobre su llegada en algunos países) sería la mejor alternativa para el desarrollo, aunque políticamente puede ser difícil de aceptarlo. La posibilidad que los bancos extranjeros se comprometan en actividades riesgosas o criminales sugiere que las autoridades no pueden abdicar su propio “trabajo obligatorio”. Los agentes reguladores en el propio país estarán legalmente obligados por la información que ellos pueden compartir, pero ellos estarán tan activos como sea posible para alertar a las autoridades de los países en desarrollo y en transición de las consideraciones acerca de sus propios bancos –aun si es solamente para ayudar a traducir la información– en lenguaje y en significado –que es obtenible en sus propios y profundos mercados.

Los factores políticos sin lugar a dudas determinarán la rapidez de la privatización. La experiencia de numerosos países, incluyendo Argentina y Hungría, sugiere que donde los bancos estatales son pequeños será más fácil privatizar por las mayores presiones fiscales, y el patronaje político bajo o más disperso (Clarke y Cull, 2001).

Precisamente cuánto se necesita hacer hasta que un país pueda privatizar sus bancos y cuánto de su sistema bancario puede privatizarse en un entorno regulatorio dado son decisiones que necesariamente han de ser tomadas con base en caso por caso y sin duda involucra el arte tanto como la ciencia. Lo que se ha mostrado en este punto es la dirección del cambio que ayudará a incrementar los niveles de vida en los países de bajo ingreso. Seguramente, el proceso de la privatización bancaria es difícil, pero las ganancias serán sustanciales.

LOS GOBIERNOS COMO ADMINISTRADORES PROVISIONALES

Por más de cien años hemos sabido qué hacer en una crisis financiera: algunos muestran organización con mucho dinero para restaurar la confianza, han prestado libremente a organizaciones sólidas fundamentales que necesitan efectivo, y rápidamente han cerrado y liquidado los negocios que no se harían aun si la crisis es resuelta afortunadamente. Esta es la forma de restaurar la confianza, y conservar el sistema financiero ejecutando su trabajo por una parte de canalizar el dinero de los ahorradores e inversionistas para los negociantes que necesitan capital por otra parte.

Bradford De Long (2000)

Aun los gobiernos no dispuestos a tomar una gran posición de propietarios en el sector financiero pueden encontrar que los dueños bancarios han operado la opción de “empujar” el paso de los pasivos de los depósitos del banco

con insuficientes activos para repararlos, especialmente en tiempos de crisis sistemática. Entonces los gobiernos resultan involucrados en la restructuración bancaria y aun sus activos –firmas no financieras– en el proceso. En muchos casos, la crisis sistemática ha conducido a incrementos significati-

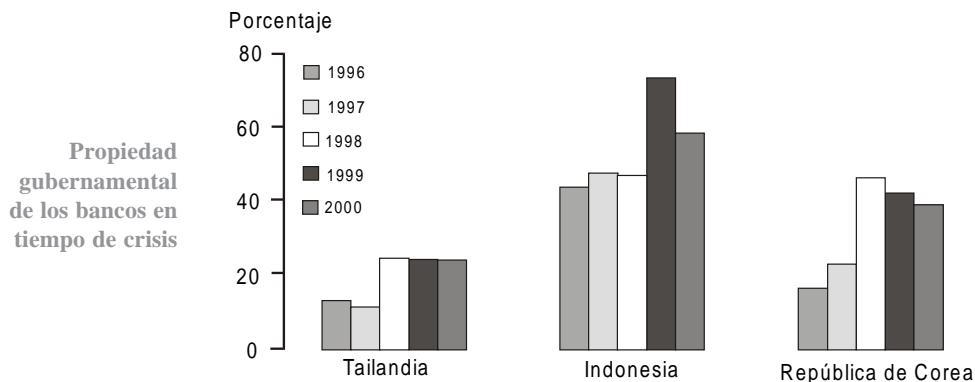
Los gobiernos son frecuentemente obligados a tomar posiciones de propietarios durante una crisis, pero necesitan desarrollar una estrategia de salida desde el principio

vos en la propiedad gubernamental o “administradores provisionales”, aun en algunos bancos que han sido recientemente privatizados (México). Este incremento tiende a persistir (Figura 3.5). Pero la evidencia mencionada anteriormente sobre la eficacia de los gobiernos como dueños “permanentes” de bancos implica que ellos no excederán la propiedad temporal –restructuración fracasada y bancos quebrados– en

ninguno de estos casos. Particularmente, si hay una tendencia para las fuerzas políticas de dominar los juicios económicos de los burócratas en tiempos normales, esta tendencia es aun más marcada durante una crisis del sistema, cuando la inyección de sumas sustanciales está cerca y la suerte financiera de intereses poderosos será determinada. Esta sección considera lo que la investigación puede contarnos acerca de los principios generales –estrategias, no tácticas– de cómo los gobiernos deben comportarse cuando las crisis crean el problema de inyectar fondos dentro del sistema bancario.

Figura 3.5
PROPIEDAD GUBERNAMENTAL DE LOS BANCOS DURANTE LA CRISIS DEL ASIA ORIENTAL

Activos en los bancos estatales con relación a los activos totales del sistema bancario



Nota: Los datos son del final del año, excepto para los últimos datos que son de marzo 2000 para Tailandia y junio 2000 para Indonesia y República de Corea.

Fuente: Banco Mundial.

La restructuración del sistema bancario es un compromiso difícil y complejo, y típicamente necesita estar conectada con una restructuración corporativa más amplia. La literatura de los practicantes llama por un tratamiento comprensivo. No intentaremos discutir los puntos en detalle –no al menos porque ellos no han sido sujetos aun a la investigación empírica sistemática¹⁰. Algunos puntos, sin embargo, se harán sobre la restructuración bancaria, en particular para enfatizar un simple aunque importante mensaje. Debido a que el gobierno no es efectivo como dueño bancario, debe encarar su aproximación a la restructuración bancaria para asegurar salirse de su posición temporal de administrador tan pronto como sea posible. No debe usar esta posición para escoger a los “ganadores y perdedores”, más bien deben confiar sobre el sector privado para esta función clave. Este mensaje puede ser –y ha sido– llevado a la restructuración de las corporaciones.

Cuando ocurre una crisis bancaria, las autoridades necesitan decidir cuándo y cómo intervenir. Mucho se ha escrito sobre lo primero, empezando con Bagehot (1873, a quien De Long se refiere en la cita arriba). Cuando el problema no es sistémico, los acreedores bancarios y supervisores deben dejar de proceder en forma usual. Ciertamente, los clientes de deuda subordinada bien motivados y otros acreedores tendrán probablemente identificado el problema, al no renovar sus créditos y al incrementar los márgenes a los cuales prestan los bancos en problemas.

¿Cómo estar seguros que una crisis es sistémica, o cuándo debe intervenir el gobierno con otra ayuda? Aunque la aplicación de reglamentaciones inmediatas mecánicas en esta área es llamativa –por ejemplo, todos los bancos son de su propiedad a menos que el producto caiga por x por ciento o las exportaciones o algunos otros precios por y por ciento– la mayoría de los indicadores bien están disponibles solamente con un período de retraso (PIB), o son indicadores parciales de la severidad de un problema (por ejemplo, la tasa de cambio). Además, el anuncio de una reglamentación basada sobre una mercancía específica, o precios de acciones o índices, tasas de interés, o tasa de cambio, puede inducir a una mayor toma de riesgo una vez los participantes del mercado están preparados con el conocimiento de que alguna tendencia específica a la baja está cubierta. Si un gobierno anuncia que desea asegurarse contra una desaceleración dada de un indicador económico, bien puede esperarse que intervenga antes que el punto sea alcanzado. Por ejemplo, si las autoridades

Los gobiernos deberían intervenir sólo cuando una crisis es del sistema, pero definir una crisis del sistema no es fácil

10. Una lista parcial incluye Claessens, Djankov y Klingebiel (1999), Dziobek (1998), García (1999) y Lindgren y otros (2000), y fuentes citadas.

se comprometen a intervenir en las crisis si el PIB cae un 5% –aparte del problema de estimar el producto– los mercados esperan apoyo bien corto de esa desaceleración, al punto que la intervención aun en recesiones suaves se vuelve la norma.

Una posibilidad recientemente sugerida (Mishkin, 2000) es anunciar una política en que, aun en una crisis sistémica, el primer banco que quiebra no será ciertamente colocado bajo fianza, en la esperanza que la incertidumbre de cada uno de los banqueros en tanto que ellos serán los primeros que los motivará para guardarse contra la toma de demasiado riesgo. En este contexto, sin embargo, el colapso es usualmente una decisión regulatoria. Tal vez por la dificultad de definir cuándo un banco ha resultado insolvente, esta opción aun no ha sido escogida en ningún país. En cambio, varios bancos centrales han decidido en la ambigüedad constructiva como la principal solución¹¹. Aquí escogimos una aproximación basada en la discreción, pero hay implicaciones para la opción de cómo intervenir, observadas posteriormente.

Dado que la decisión de intervenir ha sido tomada, esto es, el problema es juzgado como “sistémico”, el gobierno tiene numerosas metas. Primera, mantener o restaurar un sistema financiero funcional. Esta meta es difícil de debatir, aunque los mejores medios para hacerlo no están siempre claros¹². Una segunda meta es conservar el techo en los costos presupuestales de la crisis. Lejos de estar predeterminados estos costos, la investigación sugiere que una fácil o acomodada aproximación a la intervención política –antes y después de la crisis– puede resultar en costos magnificados enormemente para el presupuesto (y por consiguiente, como se observa en el Capítulo 2, en los costos económicos en general). La tercera meta, conectada con la segunda, es para el gobierno asegurar que su acción ayude a reducir la probabilidad de una crisis posterior.

Los costos fiscales de las opciones de política

¿Son importantes las opciones de política en determinar el costo fiscal de las crisis bancarias? Honohan y Klingebiel (2000) proveen evidencia directa al examinar el impacto de diferentes formas de intervención:

-
11. Podría parecer inconsistente para las autoridades mantener una ambigüedad constructiva acerca de su postura política, mientras insisten en la transparencia de los demás. Hay claramente una tensión entre la política verídica y la ventaja estratégica ganada de la discreción. Pero, en vista de que el gobierno está buscando el bien común, no hay razón para extraerse de utilizar herramientas estratégicas negadas a los agentes privados.
 12. El consenso general, uno que las autoridades han resistido con dificultad, es que ellos deben ser activos en rescatar a los depositantes en una crisis, aunque Baer y Klingebiel (1995) mostraron que en cinco crisis en las cuales a los depositantes se les permitió tener pérdidas, tuvo lugar un rápido recobramiento de la rentabilidad.

- Apoyo líquido de 12 meses o más en exceso del capital total del sistema bancario¹³.
- La emisión de una garantía abierta para los depositantes.
- Dos medidas de clemencia: a) permitir a los bancos insolventes permanecer abiertos, o b) suspender o facilitar las regulaciones cuidadosas para redefinir la solvencia.
- Recapitalizaciones repetidas de los bancos.
- La formación de compañías centralizadas de administración de activos (AMCS; más adelante se comentará al respecto).
- Un programa de ayuda a través de la junta de la deuda pública.

Al usar análisis de regresión, los autores examinan cuánto de las variaciones en el costo fiscal de 38 crisis en economías industrializadas y en desarrollo (1980-97) pueden ser explicadas usando estos indicadores más variables macro (la tasa de interés real y los precios de acciones). Ellos encuentran que un apoyo líquido abierto sin fin, las regulaciones de clemencia y garantías abiertas de los depósitos son contribuciones significativas al costo fiscal, dado que los signos de todos estas variables son positivos. Una política estricta –menos de cada una de las variables anteriores– resulta en más bajos costos fiscales. Al chequear por una causalidad invertida –las grandes crisis causaron las políticas fáciles– los autores trataron con unas variables instrumentales, la aproximación de mínimos cuadrados en dos etapas y encontraron sus resultados originales confirmados¹⁴.

Las políticas fáciles pueden elevar los costos fiscales

Esta lección parece bien ilustrada por las experiencias de numerosos países africanos (Cuadro 3.3, arriba) a cuya insolvencia e iliquidez de los bancos estatales se les dieron prórrogas a mediados de la década de 1990 cuando los recursos donados se movilizaron para reestructurarlos. Los resultados de los esfuerzos de la reestructuración bancaria en los países africanos se prolongaron por un número de años, y son decepcionantes. En algunos casos, los bancos fueron estabilizados por tasas de interés extremadamente altas ofrecidas sobre su tenencia de pagarés gubernamentales –en efecto, una recapitalización en camino.

13. Muchos bancos centrales limitan el apoyo de liquidez de la ventana de descuento a períodos cortos, de siete días a algunos meses. Normalmente los bancos acuden repitiendo el apoyo de liquidez son objeto de atención supervisoria mayor y verdaderamente obligados a buscar otras fuentes de fondos, incluyendo donde existe la facilidad del seguro de depósito.

14. Los instrumentos que ellos emplean –una medida de la corrupción gubernamental y la ley y otras tradiciones– clasifican alto en términos de exogenidad. También ellos chequearon una regresión de los residuos en estos instrumentos, y no encontraron significancia.

El impacto de estas políticas es grande como puede verse en la Tabla 3.1. Aun relajando una variable de política mientras se mantienen los valores estrictos para las otras, resulta en un incremento sustancial de los costos –un resultado razonable, cuando cualquier canal para el financiamiento gubernamental para los bancos en problemas puede resultar en oportunidades similares para extraer rentas–. Ciertamente, el mayor impacto de, por decir, apoyo a la liquidez comparado con las garantías es probablemente un artefacto estadístico de la muestra. Tomar los extremos, como a menudo ha sido, apoyo abierto a la liquidez sin fin (a través del prestamista de última instancia) es una alternativa para anunciar una garantía abierta, y solamente influencia cual agencia gubernamental provee los fondos. Muchas veces el banco central termina de facto dueño de un banco para el cual ha provisto lo que ha sido encarado como solamente un apoyo de liquidez temporal. Obviamente, sería inapropiado interpretar estos resultados para querer decir que los gobiernos pueden cambiar a una política previa de facilidad antes de una crisis –tal como la condonación chilena de 1997 (Recuadro 3.5)– a una política estricta en medio de una crisis y disfrutar de tales grandes ganancias.

Tabla 3.1
IMPACTO INDIVIDUAL ESTIMADO DE UNA PROPUESTA ACOMODADA
PARA RESOLUCIONES POLÍTICAS

Tipo de la medida acomodada	Casos en que se utilizó (porcentaje)	Costos de adoptar cada una de las medidas acomodadas (porcentaje del PIB)
Perdón de la deuda (a)	24	6.7
Recapitalización múltiple	24	6.3
Apoyo a la liquidez	58	6.3
Condonación (b)	84	4.1
Alivio de la deuda	21	3.1
Garantía abierta	55	2.9

Nota: La tabla muestra cuánto cada medida acomodada puede añadir al costo fiscal. Por ejemplo, permitir a los bancos insolventes permanecer abiertos (perdón de la deuda a; ver texto) empuja el costo fiscal predicho por el 6.7% del PIB, el cual es el doble de la media de la muestra T (cada cálculo utiliza el valor medio de la muestra pobre de las otras variables).

Fuente: Honohan y Klingebiel (2000).

Es importante la lección que las consecuencias de las políticas de intervención fáciles son significativas para la posición fiscal. Algunos observan el hecho que los países industrializados se han comprometido en la tolerancia, dejando a los bancos insolventes abiertos, como una justificación para que los países en desarrollo hagan lo mismo. Seguramente las autoridades

Recuadro 3.5**LA INTERVENCIÓN FIJA LA ETAPA PARA LA PRÓXIMA CRISIS**

Después de décadas de tasas de interés reales negativas y control estatal, las autoridades chilenas privatizaron los bancos en 1975 y en 1976-77 –esencialmente permitieron la entrada libre en el sistema bancario y financiero–. Hacia finales de 1976 diez compañías financieras resultaron insolventes y después el Banco Osorno. Inicialmente el gobierno anunció que el banco central podía “apoyar” el banco, y luego creó una garantía de depósito explícita para los bancos, compañías financieras y asociaciones de préstamos y ahorros, hasta de cerca de US\$3.000 –un límite luego incumplido por los clientes del Banco Osorno–. Antes de esta quiebra, los bancos parecían actuar como si ellos no esperaran apoyo gubernamental, y la asociación de banqueros trató aun de organizar un *pool* para cubrir los bancos quebrados, semejante a las cámaras de compensación bancarias de los Estados Unidos en el Siglo XIX. Los clientes también corrieron hacia los bancos grandes.

El Banco Osorno claramente estaba especulando, pero no se presume que los dueños pensarán que estaban capacitados para colocar las pérdidas sobre el gobierno. En cambio, podían estar planeando pasar las pérdidas sobre los clientes, lo cual es consistente con la frecuencia de los “auto-préstamos” en su portafolio. Un factor en la respuesta del gobierno fue que el problema apareció sorpresivamente, cuando ellos solamente tenían 10 inspectores bancarios para 14 bancos y 26 compañías financieras, y estos inspectores, debido al descontrol reciente, no habían tenido experiencia significativa con la supervisión.

Aunque las autoridades permitieron a las compañías financieras quebrar, y empezaron a mejorar la supervisión, la quiebra de otro banco (Banco Español) a principios de 1980, el cual fue primero vendido a otro grupo de negocios (sin inyección pública o privada de capital) y luego tomado por el gobierno a finales de 1981 con muy grandes pérdidas, señalaba que el apoyo gubernamental era obtenible. Aunque los factores macroeconómicos sin duda jugaron un papel mayor en la crisis de 1992, los incentivos negligentes, que nacen de intervenciones anteriores, parecen probables. Por ejemplo, hacia el final de 1981, los préstamos reales eran seis veces el nivel de 1976, o una tasa de crecimiento promedio anual del 43%. Los bancos estaban doblando su portafolio real cada 18 meses, un comportamiento no usual para los banqueros que están interesados en su propio capital. La Cuadra y Valdés sugieren que esto parece haber sido las finanzas Ponzi en gran escala, y la falta de una actividad temprana de rescate, cuando el problema no parecía sistemático, participa en la culpa por el siguiente colapso, cuyo costo fiscal final fue más del 40% del PIB.

Fuente: De la Cuadra y Valdés (1992).

tienen una opción por llevar a cabo, pero los países industrializados tienen generalmente regulación y capacidad supervisora más fuertes, significando que ellos están probablemente más capacitados para controlar la toma de riesgo –la amenaza clara cuando las instituciones insolventes continúan en operación–. Además, los países ricos, con ingresos más altos y regímenes de impuesto mejor desarrollados, pueden afrontar mejor lo que parece como la segunda mejor (o peor) política. Entonces, alguno argumenta que el costo de la crisis de las Cajas de ahorro y préstamo de los Estados Unidos tendría que ser cerca de una quinta parte de su costo final si no hubiera sido por la tolerancia, pero aun la suma total estuvo por debajo del 3% del PIB.

Por último, los costos fiscales y los costos de efectivo no son lo mismo. Una trampa común para aquellos que diseñan planes de reestructuración es resultar preocupados por minimizar los costos del efectivo de la recapitalización, a expensas de los costos fiscales más altos a largo plazo y olvidarse de los incentivos que han de crearse para la reestructuración de los bancos (Honohan, 2001c). Pero los primeros son pequeños relativamente con los últimos.

Enviando las señales correctas

La tercera meta anotada arriba es la necesidad de asegurar que la forma como las autoridades manejen la crisis provea señales e incentivos que ayuden a disminuir, en vez de incrementar, la probabilidad de una crisis posterior.

Esta puede ser la meta más difícil de ponderar apropiadamente en medio de la crisis, pero tal vez es la más importante. Mientras los gobiernos deberían

Una intervención debe diseñarse para reducir la probabilidad de una crisis posterior

prepararse para cambiar su papel en una crisis sistémica, como cuando resultan como administradores provisionales de los bancos, su tratamiento y las acciones tomadas necesitan ser diseñados en tal forma que convengan a los participantes que esto es un evento de “una sola vez”. Una forma

es asegurar que las consecuencias del excesivo riesgo tomado estén destinadas a aquellos que se comprometieron. Un interés sobre los incentivos también ayudará a restringir los costos fiscales. Como se muestra en el Recuadro 3.5, las consecuencias de dar poca atención a esta meta pueden ser dramáticas.

Considerar qué pasa con las firmas fuera del sector financiero que operan cerca o en realidad en un estado de insolvencia es ver la importancia de la atención en los incentivos. Quienes controlan estas firmas reciben rápidamente el mensaje de que su pobre desempeño será costoso para ellos. Generalmente encuentran difícil o imposible conseguir nuevos fondos en alguna forma. Esto evita actuar sobre las oportunidades de inversión gananciales y forzaría a la firma a vender activos importantes. Todos sus acreedores reconocen que la insolvencia también distorsiona el incentivo de la administración, y los hace más susceptibles de fraude y riesgo moral, y al menos reduce los incentivos del dueño y los administradores para hacer esfuerzos.

En una economía de mercado privada, las funciones económicas de las mayores firmas no financieras no necesitan terminar cuando las firmas resultan insolventes. Hasta donde ellas tienen un grupo central de actividades beneficiosas y nuevas oportunidades de inversión, los intereses de los acreedores estarían mejor utilizados por la continuación de sus operaciones. Además la mayoría de las firmas han hecho grandes inversiones en bienes de capital fijo

que son a menudo difíciles de revender. En tanto que el valor presente neto de las ganancias operacionales de la firma y las pérdidas por impuesto llevados hacia exceder su valor de liquidación, no tiene sentido continuar operando, –aunque con inversión nueva mínima, dismantelar las actividades secundarias e instalar una nueva administración–. Esto es lo que una restructuración exitosa logrará de una firma. Lo relevante es que el desbalance entre activos y pasivos se maneje no por medio de la obtención de inyecciones de nuevo capital, sino equilibrando por abajo los pasivos y el capital para conformarlos con el nuevo, bajo valor de los activos y los futuros flujos de efectivo. Los portadores de capital generalmente ven la mayor parte de sus reclamaciones destruidas, mientras los portadores de deuda a menudo obtienen una porción de su reclamación convertida a capital. Nueva provisión de fondos es ofrecida “solamente” después de que tenga lugar esta cotización hacia el mercado. Al mismo tiempo, la vieja administración es a menudo remplazada, una porción sustancial de los activos de la firma es vendida, y los trabajadores son despedidos. En otras palabras, no es una nueva operación de la hoja de balance de la firma, sino más bien cambios muy reales se están realizando en la forma de hacer negocios. Para la economía, el resultado feliz es que los recursos continúan en su mejor uso mientras todas las partes incurren en algunos costos por el pobre desempeño de la firma¹⁵.

En gran parte la restructuración de los bancos sigue los mismos principios generales. Admitamos que los bancos difieren de otras firmas en dos sentidos: primero, como se anotó en el Capítulo 2, su particular fragilidad y la posibilidad de contagio; y segundo su centralidad en los mecanismos de pagos y crédito. El sistema bancario en muchas economías solamente cuenta por unos pocos puntos porcentuales del valor agregado en las estadísticas del PIB, pero contrario a cualquier otro sector de tamaño similar, tiene mayores implicaciones macro cuando está en problemas. Aunque estas diferencias justifican un enfoque diferente de la banca comparada con otras áreas financieras y no financieras, ellas no sugieren que los incentivos importen menos. Ciertamente la evidencia presentada arriba en la conexión entre la propiedad

Reducir las condiciones para el riesgo moral al imponer costos reales sobre todas las partes implicadas y hacer que nuevamente los recursos se usen de manera productiva

15. Lo mismo es cierto para los bancos: Bartholomew y Gup (1999) muestran que, fuera de los Estados Unidos, los bancos de los países del G-10 en la mayoría de los casos son raramente cerrados, y generalmente cualquier liquidación involucra una transferencia de parte de las operaciones de un banco a otro, presumiblemente bancos viables.

bancaria y el desarrollo del sector financiero confirma que los incentivos privados son muy importantes en este sector.

Desafortunadamente los programas de recapitalización bancaria con fondos gubernamentales, implementados en muchos países –inyectando capital usualmente en la forma de bonos en los bancos–, o enmudecen o sumergen totalmente el mensaje que el desempeño pobre es costoso, dejando a un lado

Numerosos programas de recapitalización evitan la restructuración real

o minimizando la restructuración real. La recapitalización para apoyar los pasivos existentes por ellos mismos deja a los acreedores completamente protegidos, pero no obliga a disminuir el tamaño del banco ni el despido de empleados, ni la recolocación de activos periféricos para mejor utilización; reduce la presión para perseguir prestadores incumplidos, y aun puede reducir la responsabilidad de los reguladores hacia el público en general. Ciertamente, la recapitalización sin extraer alguna demanda del banco –y realmente ejecutándola– suma a una transferencia de los contribuyentes a los accionistas, el cual es el grupo que conserva el valor residual de la entidad¹⁶. Pero aun estando en crisis que deben sus orígenes principalmente a eventos macro, siempre se descubre que algunos bancos han tomado riesgos sustanciales, así que es importante que el mensaje sea enviado, los ajustes efectuados, y que se sientan las consecuencias.

La restructuración se da cuando el mensaje es enviado que es la oportunidad para efectuar los cambios para asegurar que los bancos están (regresan) sobre la ruta para proveer los servicios financieros necesarios y colocar el crédito para su mejor utilización. Notar que muchos de los mensajes mencionados que necesitan ser enviados son rigurosos, tales como despedir el personal o informar previamente a los accionistas posiblemente bien apoyados y conectados y a los administradores que ellos, en efecto, están liquidados.

El mercado está más capacitado para entregar las malas noticias

Claramente los perdedores de este proceso están mucho más estrechamente concentrados que la más grande sociedad, la cual cosechará las ganancias de una mayor eficiencia y más rápido crecimiento. Los gobernantes y el proceso político no están bien equipados para este proceso. Como se vio anteriormente, el gobierno no tiene una ventaja comparativa en el sistema bancario y aun las bases para determinar cuáles bancos obtienen fondos no es simple y honesto –si estuviera claro, esto es, si los problemas informa-

16. Los bancos estatales son a menudo recapitalizados –aun así no es claro cómo el capital en sus hojas de balance difiere de las reclamaciones contingentes que ellos retienen en sus gobiernos– sin despedir a los administradores y otras consecuencias adversas.

tivos fueran fáciles de resolver, se facilitaría prevenir las pérdidas en primer lugar—. Para los mensajes rigurosos que son enviados como parte de la reestructuración, no solamente no es un área clara en la cual el sector público sobresalga, sino uno también maduro para los abusos. *Los mercados ejecutan mejor la selección de individuos ganadores y perdedores.*

Sin embargo, alguna intervención gubernamental es requerida si los fondos de los contribuyentes serán inyectados. Nuevamente, el debate puede enmarcarse en términos de las reglamentaciones contra un enfoque discrecional, aunque aquí el resultado es en alguna forma diferente. Es relativamente fácil observar si el gobierno está ofreciendo apoyo y en verdad la mayoría de los gobiernos son bien rápidos en demandar crédito por tal acción. Por consiguiente dejar alguna discreción a los funcionarios de cuándo intervenir no crea oportunidades significativas para el abuso. El tamaño y objetivo del apoyo a los bancos individuales, tal vez, es más difícil de evaluar (¿tiene sentido la opción?) y monitorear (¿está bien utilizado el apoyo?), y crea un caso para una enorme confianza sobre el tratamiento basado en la reglamentación. Los gobiernos que inyectan liquidez desean estar seguros que está utilizada inteligentemente, esto es asegurarse que vaya a los bancos que están menos insolventes, sin tener en cuenta la causa de la crisis, porque hay una percepción fuerte y necesaria que los bancos más insolventes alcanzaron ese estatus por el excesivo riesgo tomado. Si esta percepción no se hace, y los bancos riesgosos no son tratados rigurosamente, la historia financiera enseña que los bancos seguramente se embarcarán en una ruta aun más riesgosa. Como agentes de los contribuyentes de su país, las autoridades también desean estar seguras que sus fondos no son saqueados. Pero ellas deben reconocer que no funcionan bien como propietarios bancarios y por lo tanto pueden solamente tomar posiciones de capital temporales en los bancos. Un camino para que las autoridades alcancen las dos metas es constituir alguna suma de financiamiento obtenible para recapitalización de los bancos, pero solamente para aquellos que hagan lo siguiente:

- Asegurar un emparejamiento de los fondos del sector privado en alguna relación¹⁷.

17. Cuando los bancos son vendidos, la identidad del comprador importa —tanto Uganda como Gana (Recuadro 3.1) tuvieron “fracasos” costosos de las privatizaciones a compañías manufactureras extranjeras, lo que demuestra la importancia de encontrar compradores “a medida y propios”. Consistente con el mensaje de esta sección, definiciones relativamente claras han de establecerse al elaborar estos criterios.

La intervención gubernamental debe ayudar a proteger los intereses de los contribuyentes y utilizar el sector privado para seleccionar ganadores y perdedores

- Restringir dividendos que pueden ser pagados y retirados de los participantes privados y prestatarios individuales hasta que el gobierno esté totalmente “pagado”. Aunque necesitan controlarse los montos y estructura de los contratos de compensación para los altos administradores, tales como ofrecer una compensación diferida en la forma de opción de acciones amarradas al valor del capital del banco para numerosos años en el futuro.
- Adherirse a requerimientos estrictos de transparencia.

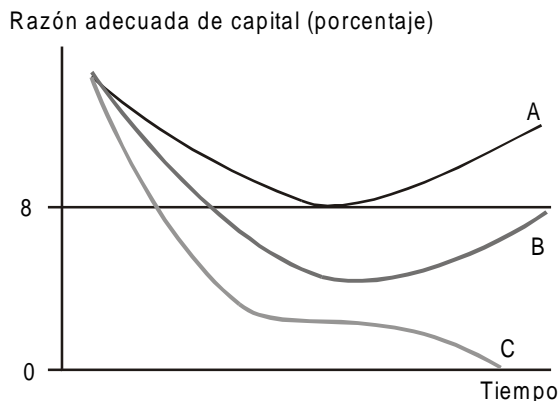
La suma de la financiación es tan grande que algunos bancos colapsan. Este tratamiento separa al gobierno de las decisiones de cuáles bancos sobreviven. La disponibilidad de financiamiento (verdaderamente) del sector privado sirve para identificar los candidatos, y las restricciones sobre las diferentes formas para tomar estos fondos fuera del banco, combinadas con gran transparencia, hacen más probable que los bancos no saquearán y facilitan la pronta salida del gobierno.

Consideremos los tres bancos mostrados en la Figura 3.6. Los tres son afectados por una crisis, pero la relación de capital del Banco A –con firmes prácticas de contabilidad– se espera no caiga por debajo de la relación mínima del 8% asumida para retención en las guías regulatorias. El Banco C, por otro lado, se asume que continuará peor, y es importante que sea cerrado, disminuido su tamaño, o dividido, con los buenos bancos sobreviviendo solos o fusionados. Bancos como el banco B parecen ser rescatables, y la decisión dependerá del tiempo que tomaría para que las utilidades sean suficientes para reconstruir el capital y luego obtener ingresos para los propietarios privados. Los compradores privados están obteniendo una reclamación sobre el valor de la franquicia del banco –sus ganancias futuras– y es importante que sean sus expectativas de gananciabilidad y su dinero que identifique el valor de salvar el banco¹⁸. Los funcionarios gubernamentales necesitarán estar alertas de otros intentos de saquear los bancos sobrevivientes, y el colapso de los bancos envueltos en los más excesivos riesgos ayudará a convencer a los participantes del mercado que el programa tiene credibilidad.

Hay criterios fuertes, y solamente los bancos desesperados consentirán en tales términos. Este es el punto: la asistencia gubernamental solamente debe inyectarse en los bancos en deplorable estrechez, y simultáneamente a aquellos con un chance real de supervivencia. Por medio de establecer abiertamente los términos sobre los cuales se asistirá a los bancos y sus (nuevos)

18. Desde que las utilidades dependan de la entrada en el sector bancario, las autoridades probablemente tendrán que acordar cierto límite en la entrada bancaria, de otra forma la rentabilidad en perspectiva será insuficiente para atraer inversionistas responsables.

Figura 3.6
EVOLUCIÓN ESPECÍFICA DE TRES BANCOS A TRAVÉS DE UNA CRISIS:
FIRME, RESCATABLE Y QUEBRADO



Fuente: Adaptado de Ingves y Lind (1996).

accionistas, y asegurar que esos términos ofrezcan buenos incentivos para que el banco reestructurado siga adelante, el gobierno está haciendo el mejor uso de las fuerzas del mercado mientras minimiza su directa implicación en la propiedad.

Esta estrategia está bien sobre el papel, pero ¿trabjará en la práctica? Por y en gran parte, ya lo hizo, cuando varios de estos lineamientos caracterizaron el programa de la Reconstrucción de la Corporación Financiera de Estados Unidos (RFC's) de tomar posiciones temporales preferentes de capital en los bancos (Recuadro 3.6). El colapso bancario fue claramente permitido: varios miles de numerosos bancos abrieron sus puertas a continuación de la vacación bancaria de 1933, y los colapsos continuaron para los bancos que no llenaron los criterios de la RFC. Vender este programa a los bancos fue difícil –en una crisis, los banqueros pueden entrar en un juego de “gallinas” con las autoridades, cuando el próximo programa será más generoso que el ofrecido en el presente–. Sin embargo, cuando el sistema de seguro de depósito de los Estados Unidos abrió en 1934, el requerimiento de que sólo los bancos sanos serían permitidos dentro ayudó finalmente a persuadir a los bancos en problemas para emitir preferentemente acciones a la RFC. Los gobiernos que ya ofrecen protección explícita a los clientes pueden estimular la participación por medio de reducir la cobertura para los bancos débiles que no opten por el programa.

Recuadro 3.6**LECCIONES DE LA CORPORACIÓN FINANCIERA DE RECONSTRUCCIÓN
(RECONSTRUCTION FINANCE CORPORATION, RFC)**

La Reconstruction Finance Corporation (RFC) duró desde 1932 hasta 1957, prestó o invirtió más de US\$40 millones, en su mayor parte con fondos prestados del Tesoro de los Estados Unidos o del público. Como en muchas crisis, inicialmente se pensó que los bancos estaban meramente ilíquidos, pero hacia 1933 los funcionarios se dieron cuenta que muchos bancos tenían problemas de solvencia y necesitaban cerrarse o capital adicional, así que un programa de acciones preferentes fue establecido. En su punto más alto, la RFC tenía posiciones de capital en 5.685 bancos, representando el 40% de todos los bancos asegurados en los Estados Unidos. La discreción de los funcionarios fue limitada porque “una vez la RFC recibía una solicitud para asistencia de una institución financiera, o una empresa comercial o industrial, la agencia solamente tenía el poder para evaluar si el valor de los activos era suficiente para asegurar la asistencia” (Mason, 2000, pág. 4). La combinación de “valores de activos sólidos” con la restricción que la RFC no podía retener más del 49% del capital en un banco (o firma) fue intentada para asegurar que los fondos de la RFC no fluyeran hacia los bancos profundamente insolventes.

Para ser elegibles al programa, tal vez, los bancos tuvieron que aceptar limitar los dividendos y dedicar ingresos para retirar las acciones del banco —esencialmente comprar la posición del gobierno—. También por ley la identidad de todos los beneficiados de alguna asistencia de la RFC fue hecha pública, reduciendo el chance de favoritismo político. El personal de la RFC tenía incentivos claros. Alquileres y promociones estaban fuera del marco del servicio civil, y la mayoría del personal fue localizado en oficinas de campos descentralizados alrededor del país que relativamente funcionaban autónomamente *con tal que* ellos mostraran una ganancia. La intervención de Washington, incluyendo el posible remplazo de los directores de campo, ocurría si las metas de utilidades no eran satisfechas.

Los tratos individuales tuvieron diferentes elementos, sin sorpresas a la luz de la estructura descentralizada de la RFC. Algunos fueron contingentes sobre levantar fondos del público, otros sobre infusiones de capital de la administración, y algunos de ambos que también confiaron sobre el remplazo de los funcionarios claves y directores con aquellos aprobados por la RFC. La atención consistente en salvaguardar los fondos de los contribuyentes y la instrumentalidad deliberada del sector privado están presentes en este programa.

Podría ser difícil evaluar el éxito de esfuerzos como el de la RFC, pero en este caso la intervención ha contribuido para recobrar la confianza y la productividad (hasta que la restricción monetaria lo reversa en 1937). El gobierno recobró su capital inicial y no conservó vivos a los bancos no viables. En años recientes, es difícil observar muchos récords similares. Interesante, la RFC tomó las mismas propuestas básicas en su involucramiento en la restructuración corporativa y vio éxitos similares.

Fuente: Mason (2000 y correspondencia con el autor).

Con el incremento en la sofisticación de la ingeniería financiera desde los años 1930, no es sorprendente encontrar una enorme variedad de instrumentos financieros innovativos que se emplean alrededor del mundo en los recientes planes de restructuración. Ellos representan intentos —a menudo ingeniosos, pero no siempre exitosos— para confeccionar los compromisos

del gobierno hacia decisiones de incentivos particulares involucrados. Cuidadosamente, el diseño sensible al mercado de estos instrumentos es esencial si han de ser exitosos en alcanzar los efectos deseados al menor costo fiscal (cf. Honohan, 2001c). A veces los términos han sido demasiado estrictos para atraer capital privado nuevo. A veces la ingeniería financiera ha traído pasivos en el balance de los bancos cuya elegibilidad como capital podría ser disputada.

Una vez en el programa, la decisión para el gobierno es cómo desenredarse el mismo tan rápido como sea posible, y cómo se desempeña mientras es el dueño temporal de los bancos y aun de las empresas. Cada uno de los bancos salvado entonces resulta un jugador clave en el proceso de reestructuración para las firmas individuales. Como la RFC, la cual tomó posiciones de capital temporales bajo los mismos términos estrictos en las firmas no financieras, las agencias encargadas de la reestructuración también resultan involucradas a nivel de las firmas. La esencia de la propuesta es que sea descentralizada, al tomar el liderazgo los acreedores de las firmas, entre los cuales los bancos usualmente son claves.

En cambio, una propuesta centralizada con préstamos no desempeñados de los bancos siendo separados dentro de un AMC, Asset Management Company (Compañía Administradora de Activos) rápidamente ha resultado una práctica recomendable en años recientes, en parte por el aparente éxito de esta propuesta en España a principios de los años 1980. Su éxito puede juzgarse en dimensiones diferentes. Klingebiel (2000) propone lo siguiente:

- ¿Alcanzó la AMC los estrechos objetivos para los cuales fue establecida? (Para aquellos cargados con rápida disposición de activos, ¿dispusieron ellos de los activos dentro del período de los cinco años? Las agencias encargadas de la reestructuración, ¿vendieron ellas el 50% o más de los activos bajo su administración dentro de los cinco años?).
- Más ampliamente, ¿retornó el sistema bancario a la solvencia sin reaparición de problemas, y se restauró el crecimiento del crédito? Esto es, ¿repitió el sistema bancario la experiencia de los problemas financieros, y restauró el crédito real al sector privado?

Por desgracia, del estudio de Klingebiel parece inferirse que de los siete países, incluyendo Finlandia, Ghana, México y Filipinas, fue España el único caso claro de éxito, al satisfacer todos estos criterios. Los casos restantes, Suecia (1992) y los Estados Unidos (1989), satisficieron el criterio estrecho, pero no los más amplios dentro de una ventana de dos años, aunque ellos operaron bastante bien a continuación con recobramientos claros, y podrían

clasificarse como éxitos relativos. Solamente la agencia de Suecia fue requerida con reestructuración (Recuadro 3.7) y, como España y Estados Unidos, tuvo la clara ventaja que préstamos de finca raíz y consumo dominaban su portafolio, el cual pudo juntarse y venderse en mercados de capital profundos. En contraste, los mercados emergentes han visto una gran frecuencia de crisis imponiendo efectos significativos sobre el sector corporativo –tales préstamos son más difíciles para reestructurar– y ellos carecen de los mercados con profundo capital para las ventas de los activos.

Recuadro 3.7

LA EXPERIENCIA SUECA: ¿UN SAAB EN CADA GARAJE?

Suecia, que experimentó una crisis bancaria a principios de los años 1990 (y luego una crisis monetaria con la realineación en Europa), a menudo es considerada como un modelo para los países en desarrollo para imitar en la reestructuración bancaria. Al comienzo de la crisis a finales de 1992 –aunque los problemas eran visibles en el año anterior– el gobierno intervino con una garantía abierta cubriendo todas las formas de las deudas bancarias. Securum, un “mal banco”, fue establecido para responsabilizarse de los préstamos no desempeñados, y más tarde fue creada una Agencia de Apoyo Bancaria. Esta dio al menos una garantía –una promesa para inyectar liquidez si el capital neto de un banco cae por debajo del 9%– que no fue utilizada. Securum se movió rápidamente para disponer de los activos, reempacándolos y vendiéndolos relativamente rápido –en la bolsa de valores o a través de otros canales– y se concluyó hacia 1997. El costo neto de la operación fue estimado en 2.1% del PIB, bien por debajo de los primeros temores.

Aunque estos logros fueron relativamente sustanciales para el tamaño potencial del problema, Suecia disfruta de un número de ventajas que muchos países en desarrollo no poseen. Primero, como se observa en el texto, muchos de los activos estaban en finca raíz, lo que en contraste con las corporaciones no tienen exigencias en reorganización de especialidades. Además, cuando los países en desarrollo encuentran que muchas de sus más grandes empresas necesitan reestructuración, se elevan significativamente las dificultades políticas. Segundo, una población relativamente homogénea e instituciones democráticas bien desarrolladas fueron una ventaja incomparable en manejar la disposición de los activos. Entonces, por ejemplo, la oposición política fue representada en la Agencia de Apoyo Bancario, y hubo un alto grado de transparencia por ambas agencias. Tercero, el marco legal era favorablemente alto para reforzar la quiebra bancaria. Como Klingebiel anota, ellos llevan una alta ventaja sobre los Estados Unidos en observar los derechos de los acreedores, lo que significa que los funcionarios tienen una amenaza creíble para acelerar los esfuerzos. Y la provisión de fondos y especializaciones no fueron una restricción en el proceso de reestructuración.

Los países en desarrollo pueden aspirar a estas ventajas, pero ellos también pueden aspirar a tener un Saab en cada garaje. Sin estas ventajas, no es claro que el modelo como un todo sea exportable. Algunas características, como la ausencia de interferencia gubernamental con la administración privada de los bancos, como en el caso de la RFC (Recuadro 3.6), son las partes más relevantes de esta lección.

Fuente: Englund (1999), Ingves y Lind (1996) y Klingebiel (2000).

Aplicando el mismo criterio a la República de Corea, Indonesia y Tailandia, no se añaden a la lista de éxitos claros, porque ha habido una marcada tendencia para los AMC de retener los activos. Porque no han pasado cinco años desde que fueron establecidos, los criterios de Klingebiel podría aun cumplirse. El récord con los AMC centralizados en los mercados emergentes es que ellos tienen la tendencia a resultar en ventas a precios inferiores a largos plazos, en vez de depósitos activos, para los préstamos no desembolsados. Aunque este resultado puede en parte relacionarse con algunas características de los mercados emergentes –mercados de capital superficiales y una escasez de restructuración de especialidades– el récord es también consistente con el fracaso para utilizar el sector privado en una forma transparente para identificar aquellos aptos para sobrevivir. De manera interesante, México adoptó recientemente una auditoría de activos obligatoria si –en los esfuerzos de reorganización orientados por el mediador fracasan, lo cual parece como un salto– al comienzo, en un ambiguo proceso, e ilustra la promesa de reglamentaciones a distancia y una rápida salida como una defensa para la propuesta del gobierno.

La enorme concentración de propiedad de las firmas y la riqueza en los países con recientes crisis sugieren un mayor marco para los abusos en el enfoque de los AMC centralizados, y simultáneamente mayores dificultades en utilizar el sector privado. Una opción que queda es utilizar entidades extranjeras, bien para atender la administración del proceso o para comprar y reestructurar los activos en problemas, con la dificultad clara que muchas sociedades no están preparadas para tener “activos nacionales” lejos de sus manos. En caso contrario, de acuerdo con el criterio de Becker-Stigler, será importante asegurar un mayor grado de transparencia en el proceso, y salarios altos y eficientes para aquellos involucrados en él (recuérdese la discusión de un balance apropiado del terror en el Capítulo 2) pueden ayudar a reducir la probabilidad de los abusos. Un peligro serio de que los funcionarios públicos actúen mal resultará en la pérdida de su pensión (considerable) será la mejor herramienta para inducir a una conducta honorable. Resoluciones exitosas de las crisis bancarias requerirán un cambio del conjunto de entendimientos y ganarán la confianza de los residentes domésticos como también de los extranjeros. La completa bancarrota de algunos bancos al inicio del proceso, y convencer a todos que los bancos restantes son aptos para sobrevivir, es la clave el éxito, y emplear el sector privado para identificar a los últimos es la mejor práctica disponible.

CONCLUSIONES

El aumento de la politización de las decisiones sobre la banca, cuando el gobierno está involucrado significa que los incentivos para la intermediación eficiente y sólida están en contravía con la propiedad estatal, bien sea a largo plazo o temporalmente. Los gobiernos que intentan ser dueños y reguladores probablemente no lograrán éxito en ninguno. La evidencia a través de los países y en casos limitados muestra que la propiedad estatal del sistema bancario conduce a menor desarrollo, menor acceso al crédito por fuera de las más grandes firmas, y más alto riesgo de crisis. Las autoridades del país necesariamente tienen que balancear los riesgos de la privatización con las pérdidas del sistema bancario estatal. Un programa gradual de privatización creíble, preparando los bancos para la venta, y desarrollando la infraestructura regulatoria para la participación de más bancos privados, parece un sendero sensible para navegar entre los peligros de la acción y la inacción.

La evidencia también sugiere que las autoridades necesitan planear su propia salida, no importa que tomen una posición temporal en el sistema bancario como parte de la restructuración sistémica. Como en los primeros capítulos, se ha argumentado que trabajar con el mercado es el curso preferido por el gobierno, especialmente en dejar que las fuerzas del mercado recojan ganadores y perdedores. Los bancos extranjeros pueden jugar un importante rol al hacerse cargo del papel del Estado, sobre todo si hay un interés genuino acerca de los pocos *insiders* dominando tanto la banca como el aparato regulatorio bancario.

Capítulo 4

¿FINANZAS SIN FRONTERAS?

“Realmente, cada sociedad que está basada en una estructura antigua y abre sus puertas al dinero, tarde o temprano pierde su equilibrio y por consiguiente libera fuerzas controladas inadecuadamente. La nueva forma de intercambio confunde desordenadamente las cosas, favorece a unos pocos individuos raros y rechaza los otros. Cada sociedad ha de pasar una nueva página bajo su impacto”.

Fernand Braudel,
Capitalism and Material Life, 1400-1800

En comparación con la escala de las finanzas globales, los sistemas financieros en cada uno de los países en desarrollo son extremadamente pequeños. Aparte de China, solamente Brasil tiene un sistema financiero tan grande como el 1% del total mundial. Este capítulo empieza explicando cómo los pequeños sistemas financieros se quedan cortos en una escala mínima eficiente y tienen mucho por ganar al buscar algunos servicios financieros del exterior.

Junto con la rápida –aunque irregular– expansión de la deuda internacional y los flujos de liquidez, incluyendo inversiones extranjeras directas (IED), ha tenido lugar también un decisivo incremento reciente en proveer los servicios financieros en muchos países en desarrollo por firmas financieras extranjeras. En estas tres importantes dimensiones, deuda, capital y servicios, la globalización financiera ha ampliado el campo para obtener el crecimiento y otros beneficios de las finanzas, pero también incrementa los riesgos. ¿Qué tan lejos irá este progreso? ¿En qué aspectos estará limitado? En otras palabras, ¿qué parte de las finanzas deberán permanecer domésticas, y cuáles suministradas desde el exterior?

Los sistemas pequeños se interrelacionan cada vez más con las finanzas globales

Este capítulo continúa delineando los costos y beneficios de la liberalización de la cuenta de capital y proponiendo como base para el resto de la discusión, la premisa que los rígidos controles resultan en una permanente ampliación de la brecha entre las tasas de cambio actuales y las de equilibrio del mercado y las tasas de interés reales a mayor escala no son por más tiempo una opción práctica.

Entonces las tres principales dimensiones de la internacionalización financiera están consideradas así:

- La internacionalización de la oferta de los servicios financieros, incluyendo la entrada de bancos extranjeros prestigiosos y otras firmas financieras, puede ser un poderoso generador de eficiencia operacional y competencia y también probar en última instancia ser una fuerza estabilizadora.
- Los flujos de capital, incluyendo IED (FDI-Inversión Extranjera Directa), tienden en los años recientes a ser más grandes que los flujos de cartera. Argumentamos que las ventajas de admitir extranjeros en términos de la diversificación del riesgo predominan sobre cualquier volatilidad importada en los precios del capital inscrito.
- Respecto a los flujos de cartera, las variables claves son las tasas de interés y las tasas de cambio a las cuales los flujos son contratados. La liberalización ha resultado en tasas de interés domésticas volátiles y demasiado altas en muchos países en desarrollo, reflejando la tasa de cambio y otros riesgos políticos y requiere cuidadosa administración del riesgo por los intermediarios financieros.

Este capítulo finaliza con algunas observaciones sobre la importancia de la tecnología y las comunicaciones, -una característica obvia de las finanzas internacionales, lo cual ha estado siempre en entredicho y ahora está alcanzando mayores dimensiones con los avances de “e-finance”.

En contra del telón del vasto sistema global, todos excepto unos pocos países en desarrollo tienen sistemas financieros muy pequeños. Al tomar la oferta Monetaria ampliada (M2) como una medida aproximada pero conve-

Los sistemas financieros son pequeños en todos los países en desarrollo, y cuanto más pequeños los sistemas financieros, son más vulnerables a choques domésticos y externos

niente, aparte de China, solamente Brasil tiene más del 1% del total mundial¹. Escasamente otros 15 países en desarrollo alcanzan el 0.2% del M2 mundial. Ciertamente, los siete países más grandes cuentan con la totalidad de las tres cuartas partes del M2 mundial, y nuevamente, dejando a China a un lado, los países de ingreso bajo y medio cuentan solamente con el 9% (Figura 4.1). La distribución de la capitalización del mercado accionario es aún más sesgada. En efecto, el poder del mercado de cualquier país en desarrollo en las finanzas globales es precario. Los sistemas financieros de todos los países en desarrollo son pequeños y deben manejarse teniendo esto en cuenta.

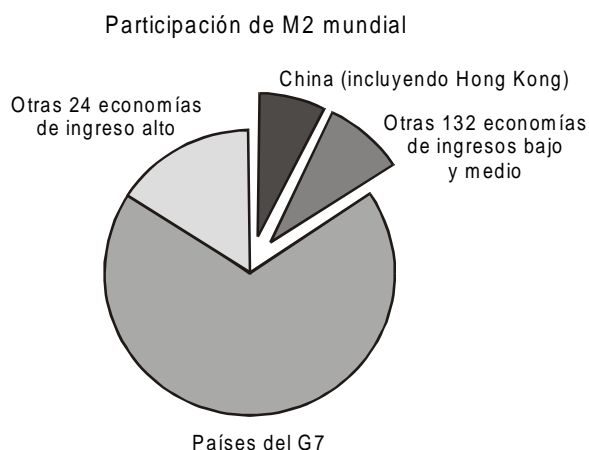
1. Esto contrasta con la distribución del PIB mundial, donde otros cinco países en desarrollo alcanzan también el 1% (diez, si se mide a las paridades del poder adquisitivo (PPP-purchasing power parities).

Muchos sistemas son *extremamente* pequeños. Más de 200 millones de personas viven en los 60 países miembros del Banco Mundial cuyos pequeñísimos activos del sistema bancario están por debajo de US\$1.000 millones –el tamaño de un solo banco pequeño de cualquiera de las economías avanzadas–. Muchos de estos países también tienen población pequeña, pero otros países tienen grandes poblaciones –nueve de ellos con una población de más de 10 millones– cuyos sistemas financieros están pobremente desarrollados.

Los sistemas financieros pequeños están por debajo del desempeño. Ellos sufren por la concentración de riesgos. Cuanto más pequeño el sistema financiero, es más vulnerable a choques externos y menos capacitado su sistema financiero para aislarse o levantar una barrera a esos choques –sólo si el sistema financiero está integrado seguramente en el sistema financiero mundial a través de conexiones de propiedad y portafolio. Los sistemas financieros pequeños ofrecen pocos servicios a costos unitarios altísimos, en parte porque no pueden explotar las economías de escala y en parte debido a la falta de competencia. La regulación y supervisión de sistemas pequeños es desproporcionalmente costosa (Bossone, Honohan y Long, 2001).

Para estos países, los imperativos políticos de la pequeñez son una carga. Ellos necesitan pensar en términos de buscar por fuera los servicios financieros (buscar activamente atraer bancos extranjeros, compañías de seguro, firmas de crédito registrada, etc.) y algunos aspectos de regulación financiera.

Figura 4.1
PARTICIPACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO EN EL STOCK
AGREGADO MONETARIO MUNDIAL (M2)



Fuente: International Financial Statistics.

Ellos necesitan buscar planes cooperativos con los países vecinos en dimensiones como por ejemplo bolsas accionarias regionales e internacionales, cooperación regional en la regulación de títulos, seguros e industrias bancarias. Ejemplos de esta clase de cooperación ya existen especialmente en el África Occidental, Central y del Sudeste, en el Caribe oriental y en el área del Golfo Pérsico (como también en Europa). Posteriormente haremos más observaciones.

Algunos servicios son más fácilmente importados que otros. Por ejemplo, al considerar el diseño de los planes para la cobertura privada de pensiones, el gobierno, aun en los países pequeños, desea legislar sobre las contribuciones, crear un sistema colectivo, y establecer normas mínimas para los contratos pensionales. Glaessner y Valdés-Prieto (1998) argumentan que autorizar a compañías internacionales para ofrecer estos contratos a los contribuyentes locales. En este caso, el país pequeño está de facto importando servicios de supervisión y evitando la infraestructura necesaria para los mercados domésticos de títulos.

En alguna época la posición de un país en el mundo necesitaba una planta de acero y una aerolínea nacional. Las realidades económicas demuestran que los encargados de las políticas en estos campos están ahora más interesados por la calidad y costo del acero obtenible y de la seguridad y confiabilidad de los servicios aéreos y por asegurar que la infraestructura de los aeropuertos esté adecuadamente planeada. En la misma forma, en los países pequeños los hacedores de políticas del sector financiero pensarán en términos de asegurar la calidad y los precios de los servicios financieros necesarios a través de diseños regulatorios y de incentivos, sin tener en cuenta si estos servicios son ofrecidos domésticamente o del exterior.

LA LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL: COSTOS Y BENEFICIOS

Por una década o más los vientos tormentosos de la competencia extranjera y de los flujos internacionales de capital han flotado a través de los sistemas

El movimiento a la liberalización del flujo de capital ha sido reciente y no hay consenso sobre los beneficios netos

financieros de la mayoría de los países en desarrollo. Pero no hace mucho tiempo desde que la mayoría de los intermediarios financieros domésticos y los mercados operaban detrás de barreras regulatorias sustanciales y efectivas para los préstamos o el capital prestado internacionalmente, o más generalmente para el comercio en los instrumentos financieros y para la posesión interfronteriza de las firmas financieras.

Cuando la cuenta de capital se ha liberalizado, a veces parece como el sube y baja de una montaña rusa. Sin lugar a dudas, con incentivos equivo-

cados, esto ha sido una amenaza, pero se han obtenido también ganancias tangibles de la liberalización externa, y sobre todo hay algo inevitable acerca de abrirse más a los mercados de capital extranjeros y a las instituciones financieras.

Después de abrirse al resto del mundo, los países individualmente son a veces importadores netos de fondos y a veces exportadores netos. Una entrada o salida de flujos de inversiones de capital es balanceada por un considerable flujo interfronterizo de deuda financiera. El vencimiento de los flujos internos y externos puede también ser diferente. Aparte de los flujos internacionales ofrecidos, la oferta interfronteriza de los servicios financieros resulta importante y algunas de las firmas financieras que operan localmente pueden ser de propiedad extranjera.

Los defensores de los movimientos libres de capital argumentan numerosas ventajas, moviéndose más allá de las estáticas ganancias atribuibles a la recolocación de fondos prestables de los países ricos en capital a los pobres en capital². Porque los capitales locales pueden combinarse en un portafolio más amplio, ellos resultan efectivamente menos riesgosos. Incrementarían sus precios bajando el costo de capital para las compañías locales. A su turno pueden hacer viables oportunidades de inversión anteriormente vistas como demasiado riesgosas para financiar y en forma total pueden contribuir sustancialmente al crecimiento. Hay alguna evidencia de un “boom” inversionista asociado con la liberalización de los mercados de capital. Lo que es más importante es que la calidad o la productividad de la inversión mejora también si la llegada de proveedores extranjeros prestigiosos de los servicios financieros está asociada, como parece serlo, con una serie de mejoras en el funcionamiento del sistema financiero que resulta del desarrollo financiero discutido en el Capítulo I (revisamos la evidencia empírica sobre algunos de estos canales posteriormente). Otras ventajas dinámicas incluyen la transferencia de tecnología incluida o asociada con las entradas de capital y un posible efecto disciplinario sobre las políticas macroeconómicas.

Como los flujos de capital internacional se expandieron, especialmente después de 1973, las preocupaciones acerca de su impacto se generalizaron desde el miedo de choques especulativos sobre el control de la tasa de cambio, al miedo por la desestabilización macroeconómica ocasionada por demasiado

2. El lado no deseable de las finanzas internacionales no puede ignorarse. El capital vuela de los países pobres, incluyendo la exportación de los fondos adquiridos a través de la corrupción, ha sido por largo tiempo un aspecto dañoso –y uno raramente impedido por los controles al capital–. Hay mayor conciencia, incluso entre los reguladores en los centros financieros externos, de la necesidad de reforzar las medidas contra el uso de las transacciones bancarias internacionales para lavar o esconder fondos adquiridos ilícitamente.

entusiasmo y entrada de flujos reversibles. Numerosos ejemplos se han observado donde los flujos de capitales, los cuales han tenido el efecto macroeconómico de presionar el alza de los costos de empleo locales, han parado de pronto (Calvo y Reinhart, 2000), lanzando la economía recipiente a una recesión. Las víctimas de estas sorpresivas paralizaciones no son siempre los países donde la política macroeconómica se ha debilitado o la economía se ha sobrevalorado³.

A pesar del enorme volumen de la literatura investigativa, no hay nada cerca de un consenso profesional sobre si el impacto neto de la liberalización total de la cuenta de capital sobre el crecimiento, la pobreza o la volatilidad debe mirarse como favorable o no. Las regresiones del crecimiento, que incluyen diversas medidas de la apertura financiera internacional, tienden a sugerir que no hay relación estadísticamente significativa (Kraay, 1998; Rodrick, 1998c), o que tal relación está limitada a los países de ingreso alto (Edwards, 2000d).

Lo que es claro es que establecer políticas para administrar las presiones y también obtener las ventajas de los beneficios de la internacionalización en el sistema financiero doméstico presenta uno de los grandes desafíos políticos hoy en día⁴. El impacto y la importancia de los movimientos internacionales de capital se extienden claramente más allá de su impacto sobre los intermediarios y mercados financieros domésticos. Ellos están al frente de la situación, sin embargo, no pueden permanecer indiferentes porque, sin tener en cuenta cuáles medidas son establecidas para controlar los movimientos de capital, la apertura actual a tales movimientos no es probable que disminuya, dados los rápidos y continuos cambios en la tecnología informativa y de comunicaciones, permitiendo que cada vez más las finanzas se desplacen a través de las fronteras esencialmente a un costo de cero. Mientras las medidas de control tienen un efecto intermitente –esto es, aunque constantemente en su sitio, ellas solamente aprietan en una crisis–, permanecen viables pero el impacto regular de otras medidas será limitado.

Entonces esta es una premisa del resto del capítulo: los gobiernos no pueden por más tiempo esperar mantener un permanente vacío entre las actuales y las tasas de cambio liquidadas en el mercado y las tasas de interés a gran escala sin la panoplia de los controles administrativos en el comercio in-

-
3. El riesgo moral resulta de las garantías gubernamentales implícitas, sin embargo, incluso para los acreedores extranjeros del sistema bancario conectado con riesgos sin cubrimiento de la tasa de cambio, adicionalmente se han implicado en la construcción antes de tales paradas repentinas (véase Recuadro 4.3).
 4. Los beneficios incluyen el amplio potencial ofrecido por los mercados internacionales de capital para la reducción del riesgo nacional (cf. Ferranti y otros, 2000).

ternacional y los pagos hasta la extensión que es demostrablemente perjudicial para el crecimiento y los niveles de vida. Esta premisa, sin embargo, no excluye formas suaves de control, incluyendo impuestos y restricciones en los movimientos internacionales de capital, en la compra por extranjeros de capitales locales y en la admisión de compañías de servicios financieros extranjeros, tales como bancos. Ciertamente éstas son las tres principales áreas donde la actual experiencia empírica y el impacto en los sistemas financieros domésticos pequeños necesitan ser entendidos; nos referiremos a ellos en su momento.

LOS SERVICIOS FINANCIEROS: PERMITIR LA OFERTA EXTRANJERA

La industria de los servicios financieros en cualquier país existe para incurrir en pérdidas por la eliminación de la protección que ha permitido a los proveedores operar a altos costos y a niveles altos de utilidad por muchos años. La facilidad de las comunicaciones y el retiro de las restricciones sobre préstamos y depósitos en el exterior obliga a los bancos locales si van a limitar la pérdida de negocios, aminorar sus costos, al menos para los grandes clientes y también los obliga a mejorar la calidad de sus servicios. Como veremos, la mayoría del comercio en las acciones locales generadas por los Recibos Depositarios (DRS-ver Recuadro 4.1) ocurre por fuera y los nuevos ofrecimientos públicos iniciales de las firmas en los países en desarrollo se hacen ahora en mercados maduros sobrepasando los intercambios locales.

Los mercados emergentes pueden beneficiarse de la importación de los servicios financieros

Sin lugar a dudas, la acelerada presencia de Internet comenzará a hacer directamente transacciones financieras internacionales disponibles aun para pequeñas firmas e individuos, sin embargo la rapidez de estos desarrollos y la extensión en la cual ellos desplazarán la necesidad de la presencia local de las compañías de los servicios financieros no es clara (Claessens y Klingebiel, 2000).

Por el momento, la mayoría de las compañías de servicios financieros, bien se especialicen en servicios bancarios, en seguros, en la administración de fondos, o en bolsa bursátil, retienen una franquicia importante basada en la presencia local. En su gran mayoría son firmas locales, pero adicionalmente también las firmas extranjeras han buscado entrar. La privatización de los bancos, especialmente en las economías en transición, y la liquidación de los bancos en bancarrota han dado grandes oportunidades para que los bancos de las economías avanzadas adquirieran una red de sucursales preexistentes y entonces entren en el negocio bancario. Los bancos de varios de los países

Recuadro 4.1

RECIBOS DEPOSITARIOS Y FONDOS NACIONALES

Recibos depositarios

Los recibos depositarios (DRs) han sido por largo tiempo utilizados para ayudar a los inversionistas norteamericanos a evitar transacciones costosas y algunos de los riesgos de la posesión o del comercio de títulos en un mercado desconocido, bien sea maduro o emergente¹. Ellos pueden usarse también para superar barreras regulatorias enfrentadas a los inversionistas de los Estados Unidos, incluyendo inversionistas institucionales, para mantener la posesión de acciones en firmas no norteamericanas. El primer DR fue establecido en los Estados Unidos en 1927 por el almacén de la firma británica Selfridges. Ahora los RD son comercializados también en otros mercados maduros. En el presente hay programas de RD para cerca de 2.000 firmas, la mitad de ellas de los mercados emergentes. La amplia gama de compañías cuyas acciones son ahora indirectamente comercializadas en los Estados Unidos significa (demostrado por Errunza, Hogan y Hung 1999) que los inversionistas de los Estados Unidos pueden esencialmente lograr la total diversificación sin moverse fuera de los títulos negociados dentro de los Estados Unidos.

Típicamente emitido por uno de los cuatro más grandes bancos americanos, un recibo depositario certifica que el banco depositario está reteniendo acciones en una firma no norteamericana como es consignado por el portador del certificado. Generalmente es por requerimiento de la firma no americana que el banco depositario lanza un programa de RD, con el objeto de permitir a la firma alcanzar un mayor *pool* de inversionistas a lo ancho del mundo. Los RD se ofrecen a la venta en los Estados Unidos sólo de acuerdo con las regulaciones establecidas por la Comisión de Títulos e Intercambio (Securities and Exchange Commission-SEC), la cual asegura, *inter alia*, un grado adecuado de divulgación de las cuentas de las firmas extranjeras. Cuanto mayor divulgación, es menos restringido el comercio de los RD en los mercados de EU. El alto estándar de divulgación requerida para un programa de RD también beneficia a los accionistas en el mercado local y puede indirectamente generar presión para incrementar la divulgación, aun para las firmas que no tienen un programa de RD.

Fondos nacionales

El papel de los fondos mutuos, establecidos en los mercados de Estados Unidos (y europeos), y especializados en los capitales de mercados emergentes específicos, o en grupos regionales de mercados emergentes, fue importante en el proceso de extender la propiedad extranjera a los capitales de los mercados emergentes, especialmente a finales de los años 1980 y principios de los 1990. Los fondos mundiales mantienen portafolios diversificados, incluyendo títulos de los mercados emergentes y están aumentando la importancia. Ha tenido lugar un rápido crecimiento de fondos nacionales mercadeados en los

1. Por consiguiente la designación usual de American depositary receipts, ADRs (recibos depositarios estadounidenses). No hay diferencia entre un ADR y un recibo depositario global (GDR-global depositary receipt); el último término a veces es preferido por razones de mercado. Un recibo depositario denominado en euros, difiere principalmente en que los dividendos son pagados al poseedor en euros, mientras que los dividendos en ADRs y GDRs son pagados en dólares a la tasa de cambio corriente.

(Continúa)

Estados Unidos y especializados en países industriales específicos. Estos fondos no solamente ofrecen el usual riesgo común y beneficios de los costos en las transacciones de los ahorros medios colectivos, sino que en algunos casos el acceso a los mercados estaba restringido a los fondos aprobados, los cuales entonces representaban el único camino para que los inversionistas extranjeros y firmas locales tengan acceso el uno al otro. Hoy día, una parte de los poseedores de los títulos de los mercados emergentes de los inversionistas institucionales en los países ricos es directamente poseída y otra parte está en la forma de acciones de los fondos nacionales.

Los primeros fondos fueron de capital limitado, es decir, sus acciones no podían ser redimidas —una restricción apropiada cuando los fondos eran invertidos en mercados ilíquidos. Con el incremento de liquidez en los mercados emergentes, han predominado los fondos abiertos. El precio de las acciones en fondos de capital limitado de un país puede desviarse ampliamente del valor del mercado de las acciones implicadas. Tales desviaciones son también encontradas en los fondos mutuos que invierten en títulos domésticos y en los fondos nacionales especializados en mercados avanzados. Sin embargo, las desviaciones tienden a ampliarse y a variar para los fondos nacionales de los mercados emergentes. Antes de la turbulencia de 1997-98, la variedad de la rentabilidad de los fondos nacionales fue de cerca de tres veces tan grande como para los activos implicados (Hardouvelis y otros, 1994). Donde el fondo nacional es menos restringido a su acceso al mercado emergente que otros inversionistas extranjeros, tiene tendencia a una prima del valor del activo neto².

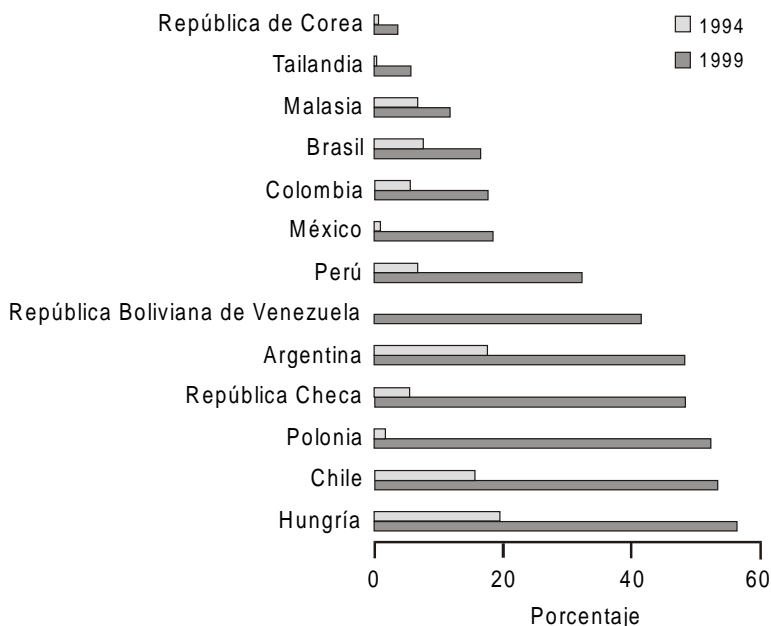
2. Para mayor discusión, véase Kaminsky, Lyons y Schmukler (2001) y FMI (2000).

occidentales europeos han sido muy activos en Europa Central y Oriental y la expansión de los bancos españoles en América Latina ha sido dramática —en algunos países instaurando políticas relacionadas con el incremento de la concentración de la propiedad en la industria bancaria—. Ciertamente, la participación de los activos bancarios controlados por los bancos extranjeros ha ascendido en numeros países en años recientes (cf. FMI, 2000; Figura 4.2).

Sin embargo, algunos países han sido lentos en admitir la entrada de firmas financieras extranjeras al mercado local, temiendo que ellas desestabilizarán el sistema financiero local y pondrán a las firmas financieras locales fuera de los negocios, con el resultado final de que los sectores particulares y las necesidades nacionales estarán pobremente atendidas⁵. Esta sección considera si estos temores son justificados, y concluye que no lo son.

5. Una actitud popular xenofóbica hacia los bancos extranjeros es común pero no universal. Cuando la participación de los accionistas extranjeros en el más grande banco irlandés, AIB, excedió el 50% por primera vez en 1999, con el efecto que más de la mitad del sistema bancario irlandés es ahora en su mayoría extranjera, el evento pasó casi sin notarse y sin ningún comentario público adverso.

Figura 4.2
INCREMENTO EN LA PARTICIPACIÓN DEL MERCADO
DE BANCOS CON PROPIEDAD MAYORITARIA EXTRANJERA,
PAÍSES SELECCIONADOS, 1994 Y 1999



Fuente: Ámbito bancario; FMI (2000).

A pesar de las preocupaciones de que las firmas extranjeras desestabilicen las finanzas domésticas, existe poca evidencia para apoyar tales temores

Ciertamente hay algunos retrocesos potenciales de la confianza excesiva en unas pocas instituciones financieras extranjeras, especialmente si ellas vienen de un solo país. Pueden introducir una nueva fuente de contagio, como cuando las condiciones domésticas indujeron a la contracción del crédito por los bancos japoneses en otros países del Asia Oriental (y en California), con consecuencias significativas para el país huésped. Es concebible, además, un gobierno que se encuentra a sí mismo en una posición débil para oponerse a los abusos de poder de un cartel dominado por entidades extranjeras. Y, mientras la prosperidad de un banco tiende a correlacionarse con la de los países en los cuales opera, es muy probable que los bancos extranjeros tengan poco compromiso a largo plazo con los países huéspedes.

No obstante la presencia creciente de intermediarios financieros extranjeros, es difícil encontrar alguna evidencia rigurosa por la proposición que admitir firmas extranjeras tiene consecuencias adversas para la economía en su totalidad. Ciertamente, los indicios son que mediante el mejoramiento de la eficiencia operacional en general y por la influencia de las mejoras en los elementos oficiales y privados de la infraestructura financiera, la entrada extranjera ayuda a crear las condiciones para mejorar la intermediación financiera y el crecimiento a largo plazo (Levine, 2000).

Es la banca la que ha generado las mayores consideraciones entre los que se oponen a la entrada extranjera. Existe ahora suficiente evidencia sobre cómo los bancos extranjeros se comportan y cómo ellos contribuyen al desarrollo del sector financiero y al crecimiento de la economía nacional.

En países con alto ingreso y de ingresos medios altos, aunque ellos representan en promedio más de un quinto de los bancos, las instituciones extranjeras cuentan con menos del 10% de los activos bancarios locales. Ellas generalmente son jugadores en nichos, a menudo sirven a las compañías extranjeras y se concentran en negocios comerciales internacionales. En estos entornos operan con costos unitarios bajos y más bajas utilidades que los bancos domésticos. En numerosos de los países más prósperos de América Latina y Europa Central (también en algunas economías avanzadas, como Nueva Zelanda) los bancos extranjeros empiezan a jugar un papel más importante (cf. Figura 4.2)⁶.

Aun antes de la reciente expansión, los bancos extranjeros intervenían con una gran participación del mercado en los países pobres. En 16 de éstos, los bancos extranjeros cuentan con más de una tercera parte del sistema. Aquí los bancos extranjeros tienen más utilidades en promedio que los bancos locales, a pesar de incurrir en gastos operacionales más altos, lo cual probablemente refleja sus inversiones en servicios de altísima calidad. Ellos también tienen márgenes de interés más altos y gravámenes pagables más altos. Cuanto más pequeño el país, es más probable su dependencia de los bancos extranjeros, pero algunos países grandes, como la India, Indonesia y Pakistán, también tienen una participación considerable de bancos extranjeros.

A pesar de las anécdotas contrarias, no hay evidencia que la presencia local de los bancos extranjeros haya desestabilizado el flujo del crédito. En

6. El análisis de datos extensivos basados en el nivel de las firmas para la Argentina confirma que tienden a ser las más grandes firmas las que son clientes prestadores de los bancos extranjeros. De modo interesante, también sólo donde el banco extranjero tiene sede en cualquier parte de Latinoamérica tiene una más alta calidad de préstamos en promedio (Berger, Klapper y Udell, 2001).

cambio la entrada de estos bancos ha sido asociada con significativos cambios en el entorno competitivo y en la calidad de la regulación y divulgación.

Numerosos casos de estudio de la entrada de la banca en países tan diferentes como Argentina, Australia y Hungría documentan el impacto dinámico de la entrada extranjera sobre la eficiencia y competencia de los sistemas bancarios locales (*véase* Levine, 1996 y Claessens y Jansen, 2000, para las observaciones). La verdadera amenaza de la entrada ha sido a menudo suficiente para instar a los bancos domésticos a examinar profundamente sus estructuras de costos y la gama y calidad de sus servicios y con el resultado que la entrada extranjera ha probado a menudo no ser tan provechosa para los entrantes como ellos lo habían anticipado.

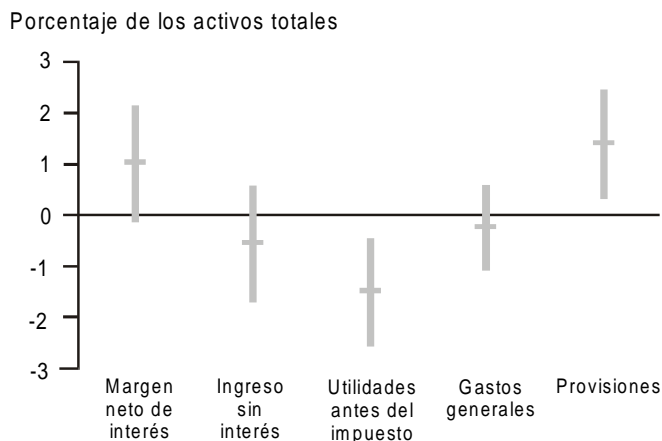
Los análisis estadísticos de los datos en las cuentas de los bancos individuales confirman la impresión que la entrada de los bancos extranjeros puede hacer los mercados nacionales bancarios más competitivos. Entonces, cuanto más alta la participación de los bancos extranjeros, más baja es la utilidad y más altas son las provisiones para los préstamos perdidos (aunque compensado por un más alto margen de interés neto) de los bancos domésticos (Figura 4.3)⁷. La eficiencia administrativa de los beneficiados también mejora. La naturaleza del cambio en los gastos del negocio no es estadísticamente significativa, probablemente es el resultado de la aparente transferencia en el portafolio a préstamos más riesgosos, lo que exige también gastos administrativos más altos.

Aunque no es una varita mágica a este respecto, el abrir el sistema bancario a la entrada extranjera puede ayudar a extender el precio y los beneficios de la eficiencia de la globalización financiera a los más pequeños clientes quienes aún no pueden acceder fácilmente a los servicios financieros extranjeros.

El temor que una presencia local de bancos extranjeros desestabilice los flujos de capital por la exportación de sus recursos en momentos de la presión del país huésped no parece haberse sostenido en el momento de las recientes crisis mayores. Por el contrario, los bancos extranjeros en Argentina giraron sobre sus líneas de crédito externo para cubrir al menos parte de la salida sin precedentes de los flujos de los depósitos en la crisis Tequila. De alguna forma, durante una crisis los depositantes han corrido a sucursales locales de renombrados bancos extranjeros cuando ellos han transferido sus fondos al exterior (Claessens y Glaessner, 1998). Generalizando, los bancos extranjeros en Argentina y México han sido una fuerza estabilizadora en términos de flujos de crédito en general (Cull y otros, 2000; Goldberg, Dages y Kinney, 2000).

7. Cf. Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga (2000). Ellos observan que el desempeño relativo de los bancos extranjeros parece diferente y menos positivo en los países industrializados.

Figura 4.3
IMPACTO ESTIMADO DE LA ENTRADA DE BANCOS EXTRANJEROS
EN EL DESEMPEÑO BANCARIO DOMÉSTICO



La entrada de los bancos extranjeros incrementa la competencia –reduciendo los márgenes de utilidades de los bancos domésticos– y los induce a prestar a sectores que requieren altos márgenes brutos para equiparar las altas provisiones de préstamos perdidos.

Nota: El gráfico muestra el impacto de un 50% de incremento en la participación del mercado de los bancos extranjeros sobre las utilidades de los bancos domésticos. La línea vertical señala el 95% de intervalo de confianza y la barra horizontal el punto estimado; e.g. el margen de interés neto se incrementó por 105 puntos básicos \pm 110 puntos básicos.

Fuente: Basado sobre regresiones de secciones cruzadas de series de tiempo nacionales comunes en Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga (2000).

La presión sobre los bancos domésticos por la competencia extranjera presenta riesgos de cuidado, si ésta erosiona el valor de la franquicia del alto costo de los operadores hasta el punto donde ellos empiezan a jugar por la supervivencia, aunque en la práctica la competencia doméstica intensificada en un entorno liberalizado ha sido una fuente grande de problemas a este respecto y la presencia de los bancos extranjeros parece reducir el riesgo de las crisis (cf. Demirgüç-Kunt, Levine y Min, 1998). También existe el riesgo que la entrada de algunos bancos extranjeros menos renombrados sea inconveniente –el caso del BCCI, el cual se estableció ampliamente en los países en desarrollo como también en el mundo industrializado, debe permanecer como una historia preventiva–. Evidentemente estas consideraciones son aun otra razón para fortalecer la regulación cuidadosa. Actualmente la llegada de bancos extranjeros sólidos es asociada generalmente con un alto grado de transparencia, especialmente si los bancos traen con ellos mejores prácticas de contabilidad. Y si los bancos locales quieren establecer una presencia recíproca en centros avanzados para tener la capacidad de asi-

El incremento competitivo reduce los márgenes de utilidades domésticas

milar el rango de los servicios internacionales ofrecidos por los bancos extranjeros a los clientes locales, ellos necesitarán obtener una licencia allí. Para satisfacer al regulador huésped que la regulación local es adecuada, tales bancos en vez de preferir la regulación negligente, empezarán a presionar a los reguladores locales hacia el mejoramiento, como en México en el contexto del North American Free Trade Agreement (Nafta-Tratado de Libre Comercio de Norte América, Tlcan).

Respecto a que los bancos extranjeros olvidan los clientes pequeños, es evidente que debe hacerse una distinción entre la conducta de los bancos extranjeros respecto a los bancos domésticos y respecto al desempeño de los sistemas en los cuales los bancos extranjeros tienen una participación grande. Es cierto que los bancos extranjeros tienden a especializarse en otros asuntos dejando el segmento de los pequeños negocios a las sucursales locales.

No hay evidencia de que los sistemas apoyados en bancos extranjeros olviden a los clientes pequeños

No hay evidencia estadística de que los sistemas con mayor número de bancos extranjeros olviden los clientes pequeños. Indirectamente algunas implicaciones pueden obtenerse de la experiencia de la consolidación bancaria en los Estados Unidos. Cuando los bancos pequeños, los cuales han tendido siempre a especializarse en las finanzas de firmas pequeñas, han sido absorbidos dentro de una entidad más grande —mientras hay alguna reducción inicial del crédito de ese segmento—, el efecto ha sido transitorio; pronto los negocios pequeños son también atendidos como antes. La experiencia argentina puede apuntar en la misma dirección. Los bancos adquiridos por sus semejantes extranjeros al principio no enfatizaron en préstamos al consumidor o hipotecarios y de propiedad, y estaban representados desproporcionadamente en la ciudad de Buenos Aires. Sin embargo ellos pronto entraron agresivamente al negocio hipotecario bajando los márgenes de utilidad en este negocio en los bancos locales (Clarke y otros, 2000).

De las tres dimensiones de la globalización financiera examinadas aquí, la entrada de las instituciones extranjeras parece ser la menos problemática desde un punto de vista nacional. La calidad de los servicios, las mejoras de los precios y los riesgos son modestos y contenibles. Los intereses de los productores en el sector financiero se pueden afectar en que el poder del mercado de las firmas financieras existentes es reducido, pero a la larga las firmas locales que asimilan la eficiencia de los entrantes obtendrán prosperidad en un entorno más dinámico.

Muchos países no se pueden dar el lujo de escoger si admitir o no el nivel tope de los bancos internacionales. Ciertamente puede haber algunas admisiones inconvenientes (véase Recuadro 3.3 sobre la experiencia africana). Mientras la entrada de bancos relativamente inexpertos domiciliados en los países vecinos

ayuda a alcanzar economías de escala, los beneficios en términos de ventajas operacionales y eficiencia de la infraestructura será más limitada. Tales entradas ciertamente necesitan ser observadas muy de cerca para estar seguros que su ejercicio es adecuado. Si el entorno de los negocios es pobre o si el mercado es pequeño, los costos del establecimiento pueden ser muy altos para justificar la entrada y las autoridades tienen dificultad en asegurar propietarios convenientes aun cuando el banco más grande de la ciudad está a la venta.

En general, una política de puertas abiertas para la admisión de las firmas financieras extranjeras calificadas y sólidas parece redundantemente ser la mejor política y la que puede tener un impacto fuertemente favorable sobre el crecimiento.

ABRIR EL MERCADO DE INSTRUMENTO CAPITAL CONTABLE

El más dramático desarrollo estructural en las finanzas internacionales para los países en desarrollo sobre la última década más o menos ha sido el crecimiento en la inversión de capital contable interfronterizo, bien en la forma de IED (inversión extranjera directa) (donde el inversionista toma el riesgo controlador) o en la forma de inversión de portafolio en acciones inscritas o no inscritas.

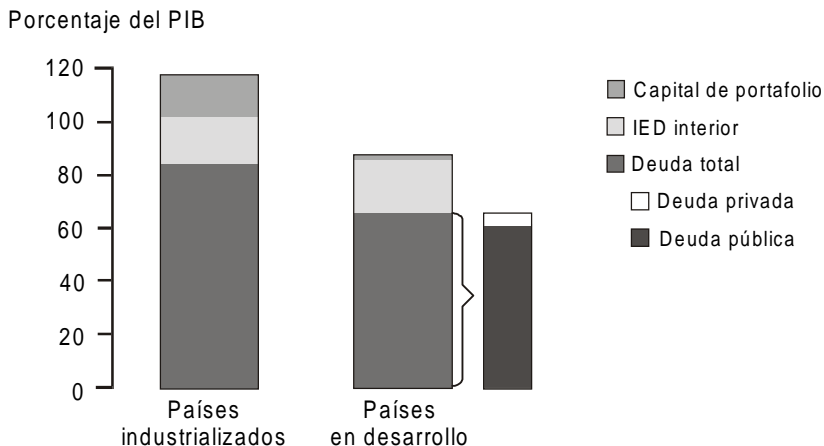
Hacia 1997 la acumulación de IED retornable representaba en promedio el 20% del PIB en los países en desarrollo, además con un 1.3% de inversión de portafolio en acciones (Figura 4.4.)⁸. Aunque IED era entonces la forma dominante de la inversión de capital entre los países, la muy pequeña cantidad de inversión de portafolio es, probablemente, de gran importancia directa al considerar la política financiera del sector.

Para un país con un activo mercado de capitales, abrir ese mercado a inversionistas extranjeros es un paso decisivo con la expectativa de influenciar el nivel y las dinámicas de los precios de los activos. Más de 30 bolsas accionarias de tamaño considerable en los mercados emergentes se comprometieron con una liberalización significativa en su mayor parte concentrada en un período de 10 años desde la mitad de la década de 1980 a la mitad de la de 1990. Así que es natural preguntar: ¿La expectativa de los efectos ocurrió en la práctica? ¿Resultaron los precios de las acciones más altos en general de lo que en otra forma habían sido? ¿Tuvo

En balance, la apertura a los mercados accionarios (capital contable) ha reducido el costo del capital, pero las recientes crisis renovaron los temores acerca de la volatilidad

8. Obviamente estas inversiones accionarias no fueron uniformes a través de los países. Demostrado en particular por Lane y Milesi-Ferreti (1999), Latinoamérica y las economías en transición tienen la más grande participación de capital en el portafolio.

Figura 4.4
STOCK DE POSESIONES EXTRANJERAS DE DEUDA
BRUTA Y CAPITAL, 1997



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (1999).

lugar un incremento o una reducción en la volatilidad de los precios accionarios? En la práctica estas preguntas son difíciles de responder más de lo que parece a primera vista. Después de todo (elaborado posteriormente), de los resultados investigativos se deduce que los precios se han incrementado, por lo tanto bajaron el costo del capital sin un indebido incremento en la volatilidad. La apertura también ha acelerado las mejoras en la divulgación y eficiencia de los mercados accionarios locales, aunque éstos han perdido algo de su participación del incremento de negocios en los capitales locales inscritos y comercializados.

El dramático colapso del mercado de acciones en Asia Oriental durante 1997 y 1998 –con índices de acciones en Indonesia, Malasia y Tailandia durante 1998 “promediando” sólo entre 20 y 30% de sus valores en dólares de finales de 1996 (y cerca del 40% para Corea y Filipinas)– opacó mucho el brillo de lo que había parecido una liberalización casi libre de problemas. Sin embargo, hacia mediados del 2000, los precios de las acciones en Asia se han recobrado en promedio casi a su nivel del final de 1996. Además gran parte del colapso fue un traslado directo de las monedas colapsadas en la región y como tal no necesariamente atribuible a la apertura de los mercados bursátiles a los inversionistas extranjeros. No obstante, el evento explora claramente preguntas acerca de las consecuencias, beneficios y costos de la liberalización del mercado de capital.

En ninguna parte tiene la apertura del mercado de capitales una línea divisoria del salto de la completa prohibición de propiedad extranjera de los títulos inscritos a un completo mercado libre con todas las acciones inscritas accesibles a los extranjeros. Pasos intermedios importantes han incluido lo siguiente:

- Fases de incremento en el techo sobre la proporción de acciones de cada una de las firmas inscritas que los extranjeros pueden comprar.
- El establecimiento (en un mercado maduro) de fondos mutuos “nacionales”, con accionistas extranjeros pero los cuales pueden invertir en el mercado local.
- El lanzamiento de un programa de recibo depositario (DR) en los Estados Unidos u otros mercados maduros (Recuadro 4.1).

Más allá de los titulares acerca de la transmisión de la volatilidad a los precios accionarios entre los mercados abiertos, hay un debate acerca del impacto de la liberalización del mercado de capitales en parte debido a las dificultades en decidir cuándo ocurrió la liberalización. Obtener esto correctamente es crucial: si se asume una fecha de la liberalización que es demasiado tarde, algunos movimientos de los precios serán mal atribuidos al período de la finalización, por lo tanto despreciando el estimativo de cualquier cambio. Si se da la fecha asumida de la liberalización demasiado temprano, tal vez los efectos verdaderos del cambio serán también subestimados.

Tres enfoques generales han sido adoptados por los investigadores para ponerle fecha a la liberalización del mercado de acciones:

- El enfoque del anuncio regulatorio, donde la fecha de la apertura es relacionada con la fecha operativa de alguna medida relevante adoptada por el país huésped, por ejemplo una expansión significativa en la proporción de acciones que pueden poseer los extranjeros.
- El enfoque de la acción del inversionista, donde la fecha del anuncio en el mercado de los Estados Unidos de un fondo nacional o de un programa de RD es la clave de la oferta.
- El enfoque estadístico mira a la evolución en el tiempo de los datos en los precios de las acciones y otras variables sensibles al mercado y determina la fecha del cambio por referencia a un rompimiento observado en las propiedades estadísticas de las series de tiempo.

Los dos primeros enfoques dan resultados ampliamente diferentes. En verdad una comparación de la primera y última fechas llega a que cada uno de los 10 diferentes países en 4 estudios recientes muestra una brecha en

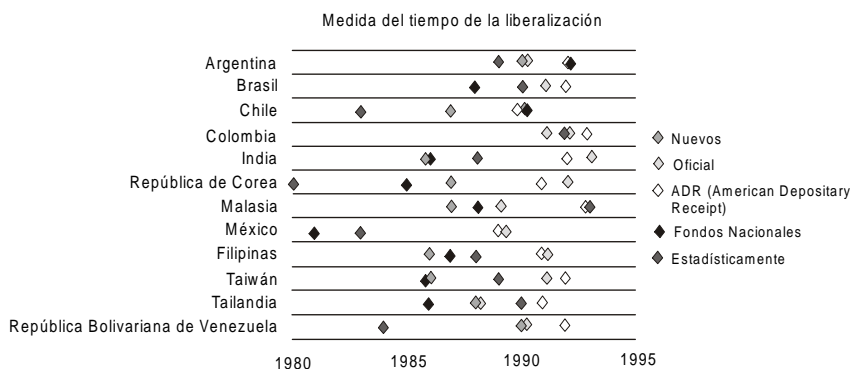
promedio de 44 meses (Figura 4.5). Aun si existió el consentimiento sobre la fecha en la cual la entrada fue efectivamente abierta, es probable que tan pronto como la liberalización se previó, el mercado anticipe la presente apertura por la oferta de precios en avance de la expectativa de sus nuevos valores. Entonces hay otra complicación en determinar las fechas relevantes para el análisis. El tercer enfoque (estadístico) prejuzga el punto de la existencia de un cambio en las propiedades dinámicas de los precios accionarios, pero no predetermina la dirección de este cambio en cuanto al nivel promedio de la volatilidad.

Con toda la ambigüedad acerca del momento preciso, llega sin sorpresa a encontrarse que el impacto medible de la liberalización en los precios de los capitales, capitalización del mercado y el volumen del comercio es bastante pequeño. Sin embargo, es estadísticamente significativo, aún después de controlar otros eventos simultáneos no correlacionados que también han afectado la dirección y la volatilidad de los precios accionarios, como las reformas políticas relacionadas no directamente al mercado de capital, incluyendo reducción de las tarifas y la eliminación de otras restricciones sobre comercio extranjero.

Un pequeño, pero medible impacto de la liberalización en los mercados de capitales contables (acciones)

Figura 4.5
FECHAS DE LIBERALIZACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

Existe una amplia divergencia entre las diferentes fechas posibles identificadas como la clave del inicio de la liberalización del mercado de capital.



Nota: La figura muestra las fechas estimadas de la liberalización del mercado de capital para 12 países basadas en cinco propuestas alternativas: (i) examen del reporte de las nuevas agencias; (ii) anuncio oficial; (iii) introducción del primer ADR; (iv) introducción del primer fondo nacional; y (v) desviación de las propiedades estadísticas de los precios de los activos y rendimientos de los dividendos.

Fuente: Bakaert y otros (2000); Henry (2000a); Levine y Zervos (1998b).

Por ejemplo, en su estudio de 20 países liberalizados, Bakaert, Harvey y Lumsdaine (2000) identifican 13 países donde el quiebre estadístico en las series precedió una reducción sostenida en el rendimiento de los dividendos de cerca del 5% al 3% anual en promedio. La capitalización del mercado también se aceleró en estos países: más del doble en promedio en los primeros años de la liberalización cuando mayor número de firmas inscritas y otras alcanzaron mayor capital. Aunque la relación de rotación de las acciones comercializadas a la capitalización no mostró ningún corte claro del modelo, existió un enérgico incremento en la liquidez medida por la relación del valor promedio comercializado al PIB (mostrado en primer lugar por Levine y Zervos, 1998a). Esta última variable de la liquidez es de importancia clave en que (discutido anteriormente) el mercado de acciones es el indicador más confiable que se asocia con el crecimiento económico.

Otro estudio, enfocado en el anuncio regulatorio temprano o la acción del inversionista, reportó exceso de rentabilidad acumulativa de casi el 40% alrededor del tiempo de la liberalización y sólo una tercera parte de la cual se asocia con factores extraños. Esto parece como una necesidad, aunque no exorbitante, del ajuste de los precios locales del capital a su nuevo precio reflejando el riesgo común potencial del mercado mundial ampliado (Henry, 2000a). En otras palabras, el costo del capital es reducido en promedio pero no dramáticamente como resultado de la liberalización del mercado de capital.

No hay una presunción teórica clara si los precios de las acciones locales serán más o menos volátiles después de la integración en el mercado mundial. La integración aísla a los precios de los choques que afectan la riqueza de fuera del mercado o el comportamiento ahorrador de los inversionistas locales, pero los expone a más a fluctuaciones en los precios de los activos mundiales y a transferencias en las preferencias del inversionista externo. Los estudios mencionados anteriormente sugieren un pequeño incremento en el promedio del *movimiento*' (comovement) (beta) de los mercados liberalizados con el mercado mundial, pero no hay un modelo evidente en la volatilidad de los precios de los activos o tasa de rentabilidad. Algunos países vieron un incremento y otros una reducción⁹.

Un tratamiento alternativo se observa en los caracterizados movimientos de los precios de los activos, no sólo por choques aleatorios, sino también por más graduales y cíclicas fluctuaciones. Cuando Kaminsky y Schmukler (2001) aislaron tales ciclos de la historia de los precios de las acciones de 28 países, encontraron que la amplitud de los ciclos se incrementó inmediatamente des-

9. En cualquier evento es valioso tener en mente que la volatilidad del precio del mercado accionario no está fuertemente asociada con el crecimiento (Levine y Zervos, 1998a).

pués de la liberalización, pero transcurridos cerca de tres años de funcionar bajo el régimen de liberalización, la amplitud promedio de los ciclos se reducía nuevamente. Esto sugiere que la liberalización instaaura una ventana transitoria de mayor vulnerabilidad a un ciclo de *boom* y colapso, pero cuando el mercado madura la vulnerabilidad disminuye (ver Figura 4.6).

Extraer las señales empíricas relevantes de política del muy sustancial ruido alrededor de los movimientos del precio de las acciones no es una tarea fácil. En general, la caída en el rendimiento de los dividendos refleja el incremento en el promedio de los precios de las acciones seguido por nuevos puntos de mayor incremento de la capitalización del mercado, sugiere que la apertura del mercado de capital a extranjeros tiende per se a ser relativamente benigna.

La liberalización de la cuenta de capital significa no sólo acceso por los extranjeros a los mercados de capital domésticos, sino también acceso por las firmas domésticas y los hogares al mercado mundial. Los inversionistas locales también ganan de los incrementos del precio pero para beneficiarse completamente de las posibilidades de diversificación del riesgo ofrecido por el mercado financiero mundial, es necesario para ellos incluir activos

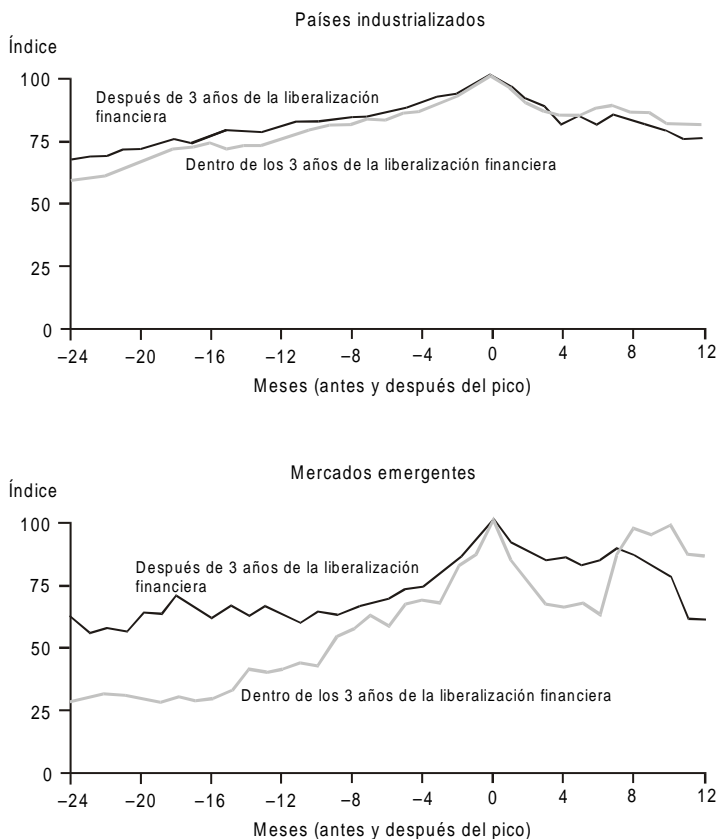
**La diversificación
reducirá la
vulnerabilidad**

extranjeros en sus portafolios. Esta es una consideración que necesita tenerse en cuenta, por ejemplo, al diseñar las reglamentaciones legislando las inversiones de portafolio de los fondos de pensiones u otros instrumentos de inversiones colectivas. La liberalización de los flujos de salida institucionales parece ser más problemática pero permitir la diversificación internacional del portafolio de las inversiones institucionales puede, por ejemplo, ayudar a proteger a los jubilados del riesgo de caer en la pobreza. Los fondos de inversión estatales de Noruega y Singapur son o totalmente (Noruega) o en cierta extensión considerable (Singapur) retenidos en activos extranjeros. Pero los fondos mutuos, los fondos de pensiones y otras inversiones institucionales en muchos países en desarrollo aún enfrentan importantes barreras regulatorias para invertir en el exterior.

Además del caso del Asia Oriental ya mencionado, los mercados de capitales liberalizados también han sido golpeados por las otras crisis financieras internacionales de los años 1990 (Tequila en 1994-95; Rusia-Brasil-LTCM-Administración de Capital a largo plazo-en 1998), aunque nuevamente el origen de cada una de estas crisis no fue el mercado de capitales. Numerosos investigadores han estudiado en detalle el comportamiento de grupos particulares de inversionistas extranjeros en mercados accionarios emergentes durante estas crisis. Sus resultados tienden a confirmar la creencia factible que la oscilación en las compras y ventas de los capitales de los mercados emergentes han influenciado las

**Los inversionistas
extranjeros pueden
moderar la volatilidad
doméstica, pero también
exponen a un país a los
riesgos de contagio**

Figura 4.6
IMPACTO DE LA LIBERALIZACIÓN EN LA AMPLITUD DE LOS CICLOS
DEL PRECIO DE LAS ACCIONES



Después de un período inicial de incremento en la volatilidad, la liberalización es asociada con la reducción de la vulnerabilidad.

Nota: La figura está basada en grupos picos del precio del mercado accionario que ocurrieron dentro de los tres años después de la liberalización del resto del mercado. La tendencia del precio promedio en los 24 meses antes y 12 meses después de un pico son graficados. Para los mercados emergentes existe un alza empinada del pico de la posliberalización y una fuerte reducción subsecuente (aunque un salto atrás después de seis meses de reducción es también evidente).

Fuente: Basado en Kaminsky y Schmukler (2001).

fluctuaciones de los precios, pero también que la participación de inversionistas extranjeros puede ayudar a aislar los mercados de los choques domésticos, mientras incrementan su reacción a los choques de cualquier otro sitio.

Explorar los flujos netos de una clase de inversionistas extranjeros y los correspondientes movimientos de los precios sobre una base diaria revela un patrón de interacciones intemporales que se desvían en alguna parte del mo-

delo simple de los textos del ajuste instantáneo de los precios a nueva información¹⁰. En cambio, la evidencia empírica indica que un incremento del precio tiende a generar una cantidad de movimientos en los flujos de entrada en días consecutivos, lo cual a su turno conduce a precios más altos con el movimiento del precio proyectándose también sobre un período. Es como si el impacto inmediato de una parte del precio relevante de las noticias sobre el precio sea solamente parcial. Los inversionistas extranjeros ajustan sus portafolios gradualmente y esto eleva más los precios, debido al peso de la moneda y de la expectativa, generalmente realizada, que la cantidad de movimientos de los flujos ha de ir más lejos. Se abusa de este proceso y ciertamente parece que en tiempos de crisis la caída de los precios no refleja una salida de flujos de fondos por los inversionistas extranjeros tan grande como una falla en la expectativa que la entrada de flujos continúe.

El comportamiento de abrir y cerrar los fondos mutuos especializados en los mercados emergentes arroja luces adicionales sobre el comportamiento de los inversionistas extranjeros. Existen más de 2.000 de tales fondos y sus posesiones de capitales en las dos docenas principales de mercados emergentes alcanzan cerca del 5% de la capitalización total del mercado hacia mediados de los años 1990. Para los fondos abiertos, los datos relevantes están en sus flujos. Ellos muestran que los inversionistas principales, en vez de los administradores del portafolio, son los responsables de la mayoría de los movimientos sensibles de los precios de sus flujos en o fuera de mercados emergentes particulares. Esto aplica tanto a movimientos de precios propios y a los flujos instrumentados por los movimientos de los precios en otros mercados, es decir, lo que se denomina flujos contagiosos. La evidencia es que los grandes retiros de los fondos mutuos son principalmente de los países donde los fundamentos económicos observables son débiles, tanto más cuando los indicadores que prueban en la práctica ser buenos pronosticadores del colapso financiero futuro se mueven a la zona peligrosa. También se ha encontrado que los mercados de capital más líquidos (tales como Brasil en América Latina, Hong Kong (China), Singapur y Taiwan (Asia) sufren desproporcionadamente de los retiros, presumiblemente esto refleja intentos por los administradores de los fondos mutuos que abarcan más de un país para minimizar el impacto promedio en los precios recibidos por ellos cuando tienen que disminuir su portafolio en respuesta a retiros de los inversionistas (Kaminsky, Lyons y Schmukler, 2000a, 2001). Este es un efecto desagradable del desarrollo del mercado de capitales.

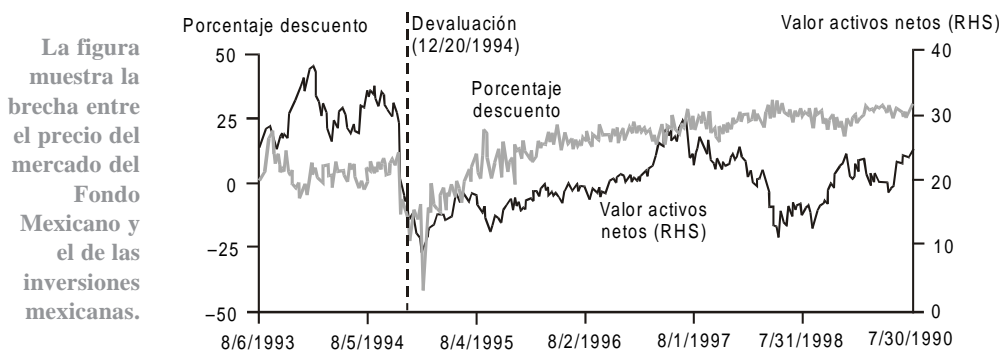
10. Aquí nos basamos en Froot, O'Connell y Seasholes (2001). La base de sus datos representa los negocios hechos por los clientes de uno de los más grandes bancos de custodia de los EU.

Para los fondos de capital fijo de un país, más luces pueden ganarse de los movimientos en la diferencia, que (como con la mayoría de los fondos de capital limitado en los mercados maduros) tiende a existir entre el precio de las acciones en estos fondos y el valor del activo neto de los fondos. Aunque no hay total convenio sobre los orígenes de tal diferencia, hay algunas regularidades interesantes. Por ejemplo, donde el acceso extranjero al mercado de capitales es aún bastante limitado, los fondos nacionales tienden a comerciar por encima. Esto refleja probablemente la furia de la demanda de los extranjeros por los capitales del país, lo que no puede ser totalmente satisfecho excepto a través del fondo nacional. Cuando ocurre una mayor liberalización, el precio del fondo del país se desliza típicamente hacia un descuento en el valor del activo neto –a menudo más del 5%, pero bastante volátil– por consiguiente ingresando a la línea con acción común, aunque no totalmente explicada de los fondos de capital fijo en la mayoría de los mercados. Al momento de la crisis, sin embargo, cuando el mercado local ha colapsado, es frecuente observar que el precio de los fondos del país no cae tanto con el resultado que ellos una vez más van por una prima sobre el valor del activo neto (Figura 4.7). Parece que los inversionistas locales reaccionan fuertemente a las alteraciones locales –tal vez porque tienen un concepto diferente del verdadero significado del choque de la información local que ha deprimido el mercado, o tal vez porque estando menos diversificados que los extranjeros, su riqueza ha sido más afectada por el choque–. Los accionistas del fondo nacional tienen la expectativa de que el mercado de capitales se recobre suficientemente rápido para que no sea valioso en el intermedio intentar un arbitraje costoso (Levy-Yeyati y Ubide, 1998).

Estas someras observaciones respecto al mecanismo de la interacción entre los inversionistas extranjeros y el mercado local muestran que la participación extranjera tiene consecuencias que van más allá del ajuste alcista inicial y permanente en el nivel general de los precios de las acciones locales. Las diferencias en la información y en la reacción a la información de los inversionistas extranjeros como también las diferencias en la escala del tiempo sobre el cual ellos ajustan sus portafolios tienen un impacto sobre las dinámicas de los precios de las acciones locales. Se desestabilizan, especialmente por la transmisión de los desórdenes mundiales como también de los desórdenes en los países con similitudes actuales o perceptibles a través del contagio. Pero también tienen un efecto de contrapeso a las alteraciones emanadas de las condiciones locales¹¹.

11. Es importante notar que los inversionistas extranjeros no están siempre en la vanguardia cuando hay presiones de venta en los capitales locales, cf. Frankel y Schmukler (1996) para México y Choe, Kho y Stulz (1999); Kim y Wei (1999) para la República de Corea. En general, los inversionistas extranjeros parecen preferir invertir en grandes firmas exportadoras y especialmente aquellas con programas de RD (Recibos de Depósito) (cf. Kang y Stulz, 1999).

Figura 4.7
DESCUENTO DEL FONDO NACIONAL: MÉXICO 1993-99



Nota: Mientras el fondo comercializó generalmente a un descuento del valor del activo neto antes de la crisis Tequila, inmediatamente después de la crisis, con el mercado de capital local fuertemente hacia abajo, el precio del fondo se sostuvo bien y se movió hacia una prima sobre el valor neto del activo por varios meses. Los inversionistas locales parece que reaccionaron mejor a la crisis que los inversionistas extranjeros en el fondo.

Fuente: Actualizado al día por Frankel y Schmucker (1996).

Una disminución de la participación en acciones transadas tiene lugar en la bolsa local

Debe anotarse que no todo el incremento de la actividad comercial en capitales (acciones) locales tiene lugar en la bolsa local. Por ejemplo, la comercialización en fondos nacionales de capital limitado de renta fija no instrumenta la comercialización en la bolsa local y lo mismo es cierto de la mayor parte de la comercialización en RD, que simplemente cambian de manos en el mercado maduro. Tal vez el 95% del comercio en RD no involucra la bolsa local, aunque el resto de las transacciones son más que suficientes para evitar inexploradas oportunidades de arbitraje entre los dos mercados.

Esto puede tener un impacto adverso en la importancia del mercado local hasta la extensión que las firmas principales empiezan a emitir RD. La actividad y el precio pueden resultar dominados por el mercado externo maduro para estas firmas, así que la emisión del mercado original resulta cada vez menos importante —eventualmente poco más que un satélite del mercado de RD—. A este respecto la apertura puede significar que gran parte de la acción se realiza en el extranjero.

La internacionalización también ha resultado en algunos capitales borrados de la inscripción en los mercados emergentes, a menudo como resultado

de asumir el control las entidades extranjeras de las firmas inscritas. Los nuevos emisores, especialmente en el sector tecnológico, a veces escogen inscribir sólo en un mercado maduro.

Por otro lado, los requerimientos de divulgación de un programa de RD tienden también a forzar el mejoramiento en la divulgación en el mercado local más allá de lo que es formalmente requerido por las regulaciones locales. Una vez una firma ha satisfecho los requerimientos informativos para inscribirse en un RD, ni ellos ni sus competidores encontrarán fácil escabullirse de la menor divulgación en los mercados internos. En esta forma, la existencia de los RD ha instaurado un efecto indirecto en mejorar la calidad de la divulgación de la información aun para las firmas que no han buscado una inscripción en los RD y por consiguiente extendiendo la eficiencia informática de los mercados emergentes. Estos efectos positivos de los RD seguramente predominan sobre los negativos.

La posible pérdida de negocios en las bolsas locales interesa a los dueños de la bolsa, pero sin adjudicarle mucho peso por las autoridades –a pesar de los costos posibles de la apertura para los empleados y utilidades de los corredores de bolsa locales y otros servicios asociados con la bolsa local–. Luego vale la pena tener en cuenta que generar más negocios para los profesionales del mercado no es la meta política primaria de abrir el mercado de capitales. La meta es alcanzar el crecimiento, la macroestabilidad y combatir la pobreza, ofrecida por el desarrollo financiero en general discutido en el Capítulo 1. Si la migración de las grandes firmas a los mercados extranjeros y la reducción en volumen y liquidez en los mercados locales tuvieron el efecto de restringir el acceso de las firmas pequeñas al capital financiero como resultado de la consolidación y cierre de algunas bolsas, es objeto de otra observación, pero algunas sugerencias a estos efectos parecen injustamente alarmistas. Para los productores del sector financiero el mensaje es riguroso: “el acceso a los servicios financieros es lo importante, no quien los provee”.

El acceso a los servicios financieros es más importante que quien los provee

FLUJOS DE DEUDA, INTERESES Y TASAS DE CAMBIO

Antes de la explosión en inversiones de capitales internacionales, la clásica forma de las finanzas internacionales incluía los flujos de la deuda: créditos y préstamos internacionales. El análisis de estos flujos y las formas emitidas por las políticas relativas es una de las ramas más activas y largo tiempo establecidas en la economía y la investigación financiera. Nosotros nos limi-

tamos aquí a la discusión de unos pocos puntos corrientes con especial relevancia al funcionamiento de las finanzas domésticas¹².

Aunque la mayoría de los préstamos internacionales han sido por largo tiempo expresados en términos de las monedas internacionales hegemónicas (u originalmente en términos de una relación de la moneda con el oro), la apertura a los flujos internacionales tiene un impacto indirecto sobre las tasas de interés domésticas y sobre la tasa de cambio. Y aquí es donde el riesgo existe y donde las políticas macroeconómicas, fiscales y monetarias se han dirigido por largo tiempo para contener esos riesgos. Las medidas políticas financieras específicas también pueden contemplarse, bien sean dirigidas a los flujos, a las tasas de interés domésticas o al régimen de la tasa de cambio. Brevemente esta sección considera estos tres aspectos. Hacemos notar la manifestación de un consenso que medidas como los impuestos pueden ser en alguna forma efectivas en moderar los flujos de deuda a corto plazo, pero los ensayos a medias para controlar la estructura y precios de los flujos financieros domésticos cuando el sistema está abierto a los flujos extranjeros son contraproducentes y dañinos. La liberalización de las finanzas domésticas e internacionales ha resultado en una convergencia de los movimientos de las tasas de interés, aunque los países en desarrollo están ahora experimentando una prima riesgosa estructural. Una parte de esta prima es atribuible al riesgo del intercambio: pretextos de ajuste acentúan esto, especialmente en la presencia de la dolarización extensiva pero incompleta.

Una lección clara del período de la liberalización financiera internacional de las dos últimas décadas es que los costos de la represión financiera doméstica resultan bastante insostenibles cuando el mercado de capital es abierto. Ciertamente, el triunfo de la represión financiera tuvo lugar durante el período 1914 y 1973 cuando los sistemas financieros nacionales operaban largamente aislados uno del otro. Esta larga interrupción de los mercados financieros internacionales fue creada por la primera guerra mundial y su secuela inflacionaria y continuó con el largo y fracasado esfuerzo para proteger las economías nacionales de la Depresión Mundial de 1930 (una época cuando el proteccionismo y un amplio aislamiento estaba en alza y que recordó Keynes para escribir: “sobre todo, deje que sus finanzas sean nacionales”). Esto persistió hasta la segunda guerra mundial. Después a pesar de una progresiva liberalización comercial, las barreras regulatorias a los flujos de capital con-

Los flujos sensibles a los intereses obligan a examinar las políticas financieras

12. Nuestra discusión es complementaria a la que se puede encontrar en el informe anual del Banco Mundial “Global Development Finance” (“Desarrollo Financiero Global”).

tinuaron, principalmente porque la liberalización de las salidas de flujos de capital era considerada como incompatible con las tasas de cambio fijas y con las políticas de administración de la demanda agregada.

Las finanzas administradas surgieron detrás de las paredes de los controles del cambio. Las barreras contra los movimientos internacionales de los fondos permitían considerables recortes por las regulaciones domésticas, no sólo de la moneda sino también de las tasas de interés, del sistema bancario (propiedad y conducta) y de las bolsas de acciones conservadas sustancialmente bajo control nacional.

Aunque con la restricción de los negocios internacionales y con tasas de interés de los préstamos a menudo fijos, los bancos se beneficiaron del acceso a depósitos baratos cuando ellos estaban protegidos de facto de la vigorosa competencia doméstica o extranjera y estaban a menudo parcialmente cartelizados. En devolución, el sistema bancario canalizó fracciones grandes de sus fondos prestables al gobierno y a sus prestatarios y sectores designados (Wyplosz, 2001). Los mercados de títulos, donde ellos estaban desarrollados, también toleraron prácticas restrictivas por los *insiders* y a menudo limitaron el acceso de las firmas a las nuevas emisiones del mercado con el interés de mantener las condiciones disciplinarias.

La efectividad de los controles administrativos sobre los movimientos de capital estaba limitada y declinó con los mejoramientos en transporte y comunicación y con el incremento en el volumen del comercio asociado con grandes flujos de pagos cuyo tiempo y volumen podía modificarse para esconder flujos de capital (Dooley, 1996). Las presiones especulativas sobre las tasas de cambio fijas —especialmente durante el final de los años 1960— apresuraron esta reducción efectivamente, aunque generaron volúmenes de flujos especulativos y de tasas de interés diferenciales fueron modestos comparados con la experiencia posterior. Cuando el sistema de tasas de cambio fijo fue abandonado por la mayoría de los países industrializados a principios de los años 1970, la necesidad percibida de mantener controles de capitales resultó menos aguda y se inició el proceso de dismantelarlos.

Hoy, sólo tres tipos de participantes del mercado privado están probablemente excluidos de facto de los mercados de capital internacionales; ellos son: hogares de bajo ingreso, firmas muy pequeñas y firmas financieras reguladas. Sin embargo las firmas financieras que están excluidas de la participación directa en el mercado financiero global están indirectamente afectadas por ello.

La liberalización financiera doméstica es posible aún sin la apertura de la economía a los movimientos de capital internacional. Con la apertura resulta inevitable. Los mercados abiertos de capital hacen ensayos inútiles para fijar

tasas de interés y otros precios financieros domésticos alejados de los precios de equilibrio del mercado¹³. Los grandes depositantes han respondido siempre a tales ensayos colocando sus fondos y haciendo sus inversiones en el extranjero. Las firmas grandes hacen uso de su acceso a las finanzas extranjeras. La liberalización de la cuenta de capital entonces debilita y distorsiona un sector financiero doméstico reprimido y eventualmente lo obliga a la liberalización. Si el proceso es largamente puesto en marcha, la liberalización parcial accidental de las finanzas externas y domésticas puede resultar en un gran riesgo y surgir una situación difícil. Está bien ejemplificado en el importante y clásico caso de la República de Corea en los años 1990, donde la secuencia de la liberalización resultó en las grandes firmas moviendo sus préstamos al extranjero a vencimientos cortos inadecuados y el sistema financiero doméstico girando hacia firmas domésticas de bajo perfil a las cuales ellos a su turno prestaron demasiado (Recuadro 4.2).

Tasas de interés más altas en los mercados emergentes reflejan riesgos más altos

Con la apertura progresiva de los sistemas financieros en los países en desarrollo, se esperaba que las tasas de interés de equilibrio en el mercado nacional resultaran sujetas a las presiones internacionales. Evidenciado por los datos, este ha probado ser el caso. Sin embargo, el aumento de las tasas de interés de sus niveles represivos en los países en desarrollo, no se ha detenido cuando ellos han alcanzado los niveles de los países industrializados.

En los países industrializados y en los países en desarrollo las tasas de las letras del tesoro fueron generalmente bajas en términos reales en los años 1970, reflejando la aceleración de la inflación mundial y en los países en desarrollo la continuación general de la represión financiera. Cuando el rendimiento real se incrementó en los países industrializados durante los años 1980, los países en desarrollo quedaron rezagados pero finalmente alcanzaron el incremento cuando más y más países en desarrollo liberalizaron sus tasas de facto, moviéndose cerca de las condiciones de equilibrio del mercado. Hacia los años 1990, las tasas reales medianas en los países en desarrollo excedieron las de los países industrializados, presumiblemente reflejaban una prima de riesgo más alta (Tabla 4.1, Figura 4.8). La reducción subsiguiente de las tasas reales en los países industrializados desde mediados de los años 1990, sin embargo, no fue sistemáticamente seguida en el mundo en desarrollo. En cambio las tasas de interés al por mayor en los países en desarrollo se han movido hacia una prima sobre aquellas de los países industrializados en general. Esto anticipaba las crisis de 1997-1998 y sugería un problema estructural.

13. La política monetaria continúa influenciando el nivel de las tasas de interés nominal pero en un contexto general de liquidación del mercado.

Recuadro 4.2
LA POBRE SECUENCIA DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA
DE LA REPÚBLICA DE COREA

A pesar de recobrase a una tasa relativamente rápida, el colapso de la economía coreana en 1997 fue un severo golpe. En verdad, la crisis coreana tuvo implicaciones globales aunque en el evento éstas fueron en gran parte absorbidas a una escala menor de lo que probablemente parecía en un momento. Para algunos la experiencia de la República de Corea suministra evidencia que la liberalización financiera en la cual se había embarcado Corea sólo algunos años antes había sido un error y que una continuación de las prácticas anteriores de represión financiera había sido una política importante. Otros cuentan la historia diferente, asegurando que el sistema financiero de la República de Corea había permanecido sustancialmente reprimido y que una pretendida liberalización no tenía que ser la culpable.

La historia completa es más sutil aunque pueden establecerse lecciones claras y fuertes. La República de Corea liberalizó sus mercados financieros sustancialmente pero lo hizo en orden equivocado, estimulando el desarrollo de una estructura financiera altamente frágil en términos de los instrumentos financieros empleados (demasiada confianza en las letras a corto plazo) y en términos de los intermediarios financieros que fueron desconocidamente estimulados (compañías superficialmente reguladas subsidiarias de los bancos y otros intermediarios financieros bancarios cercanos a los bancos recientemente establecidos) y en términos del desarrollo de la infraestructura del mercado (fracaso en desarrollar las instituciones del mercado de capital a largo plazo).

Por medio de la liberalización de los préstamos extranjeros a corto plazo (pero no a largo plazo), las autoridades de Corea hicieron virtualmente inevitable que los mayores y mejor conocidos bancos y "chaebols" asumieran el pesado endeudamiento en deuda de moneda extranjera a corto plazo. Las restricciones en la utilización de los derivados limitaron la posibilidad de cubrimiento. Mientras tanto, la segunda fila de grandes "chaebols" incrementó grandemente su endeudamiento a corto plazo en los mercados financieros domésticos (financiados indirectamente a través de préstamos extranjeros de los bancos). Los fondos prestados fueron invertidos en la sobreexpansión de la capacidad productiva. Las fases de la liberalización de la tasa de interés fueron también mal concebidas. Las tasas de interés de depósito bancario se mantuvieron bien por debajo de los niveles competitivos, por lo tanto movieron recursos fuera de la hoja del balance bancario o fuera del sector bancario regulado. La persuasión moral significa que la desregulación formal no resultó en una determinación del mercado completamente libre de muchas de las tasas de interés.

Las razones para este patrón de desregulación incluyen una adherencia mecánica a la importancia de los agregados monetarios (los cuales indujeron a las autoridades para retener el control sobre éstos, mientras liberalizaban sustitutos cercanos), la preocupación por mantener un mercado de capital a largo plazo disciplinado (lo cual los distrajo de poner atención a la erupción de un nuevo y mucho más desordenado papel del mercado corporativo a corto plazo) y la persistencia de la política dirigida de los préstamos (lo que significa que las extensiones de la tasa de interés necesitaba ser suficientemente amplias para permitir cruzar el subsidio pero al costo de perder la participación del mercado para los bancos).

(Continúa)

La calidad de la evaluación de los préstamos, la regulación bancaria y el grado del crédito privado estuvo siempre en duda. Reinaba demasiado optimismo y complacencia.

Al final, no fue el colapso de una burbuja en las propiedades lo que terminó la expansión de Corea sino el rechazo de los acreedores extranjeros a renovar sus préstamos. Un rechazo sugerido por el inquietante incremento en la pérdida de la competitividad y el fuerte endeudamiento de los prestadores de las corporaciones coreanas. Aun si las principales fuentes de la crisis coreana descansan en otra parte, la secuencia de errores de la liberalización financiera contribuyó a la rapidez y severidad de la crisis al exponer el sistema a renovar el riesgo y a estimular el excesivo endeudamiento de las firmas.

Fuente: Basado en Cho (2001).

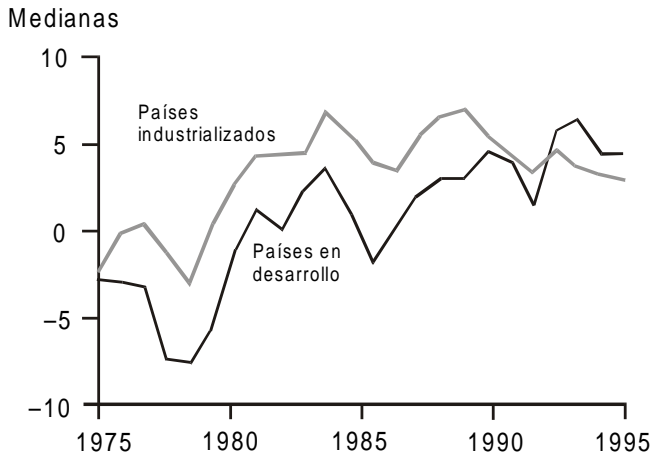
Probablemente hay numerosas fuentes de esta prima: sin lugar a dudas un factor relevante para muchos países en desarrollo está en su posición fiscal precaria a lo cual los costos fiscales de las grandes crisis bancarias y el control estatal tendrán contribución, lo que sirve para indicar la importancia de las afirmaciones de los capítulos anteriores. En muchos casos, probablemente también reflejan dudas no sólo acerca de la credibilidad de la política gubernamental en general sino específicamente del riesgo en tasa de cambio. En tanto que el riesgo de política es la fuente, las primas son económicamente ineficientes y costosas: el mejoramiento en el diseño de políticas las reduciría.

Tabla 4.1
TASAS DE INTERÉS REAL

Año	Tasas reales de interés (porcentaje, medias)					
	Mercado de divisa		Letras del Tesoro		Depósito	
	Países industrializados	Países en desarrollo	Países industrializados	Países en desarrollo	Países industrializados	Países en desarrollo
1975-79	- 0.8	- 1.3	- 1.4	- 4.8	- 2.9	- 4.7
1980-84	3.8	2.8	3.1	- 0.7	0.9	- 0.9
1985-89	5.1	4.1	4.9	1.0	2.5	1.3
1990-94	5.8	4.3	5.2	3.2	2.9	2.0
1995-99	2.7	6.4	3.3	5.0	1.7	3.4

Fuente: Honohan (2001a).

Figura 4.8
RENDIMIENTOS REALES DE LAS LETRAS DEL TESORO PARA PAÍSES INDUSTRIALIZADOS Y EN DESARROLLO



La figura muestra cómo el rendimiento medio de las letras del Tesoro en los países en desarrollo, alguna vez bien por debajo, han alcanzado y exceden ahora el de los países industrializados.

Fuente: Honohan (2001a).

Durante episodios de crisis financieras, cualquiera que fuera su origen, la especulación sobre los movimientos futuros de la tasa de cambio pueden resultar el aspecto dominante y desestabilizar las tasas de interés y amenazar pérdidas severas de capital para algunos intermediarios financieros y para algunos de sus clientes. Es una pregunta abierta –discutida ampliamente pero fuera del alcance del presente estudio– si la opción de un régimen de tasa de cambio puede influenciar el nivel y la volatilidad de las primas de la tasa de interés. No importa cuál régimen de tasa de cambio se adopte, sin embargo se debe reconocer que los movimientos en las tasas de interés mundiales tenderán a transmitirse a la economía doméstica.

La bien conocida y plausible hipótesis de “paridad del interés no cubierto” –que las tasas de interés domésticas igualarán las del extranjero más la tasa expectativa de la depreciación de la moneda más una prima de riesgo– trabaja bien en general sobre cualquier período de varios años (excepto bajo condiciones de represión financiera) y especialmente cuando existe una tasa pequeña de depreciación de la moneda estable. Trabaja menos bien en la predicción de los movimientos a corto plazo. Cuando el diferencial del interés es “inusualmente” alto, no predice confiablemente una devaluación. En otras palabras, pueden haber significativas e impredecibles fluctuaciones a

corto plazo en las primas de riesgo y los diferenciales de interés muy altos parecen correlacionarse con primas de riesgo más altas¹⁴.

El riesgo de la tasa de cambio ha resultado de importancia central para la conducta de la intermediación financiera. Si ellos han de tapar fuentes externas de financiación, o cumplir las demandas de sus clientes comerciales internacionales, los bancos inevitablemente resultan expuestos al riesgo de movimientos de considerable tamaño en las tasas de cambio extranjeras.

El riesgo de la tasa de cambio pesa sobre la intermediación financiera

Tales riesgos parecen manejables con conocidas técnicas de medida del riesgo y cubrimiento. Sin embargo no es fácil calcular y valorar el riesgo de una tasa de cambio de un mercado emergente. El riesgo no es probablemente estacionario sobre el tiempo, y depende intrínsecamente de consideraciones impredecibles, tales como cambios en las preferencias políticas del país entre la inflación y total estabilización. Esto es especialmente verdadero de regímenes de tasa de cambio cuasi-fijas, debido a las grandes pero raras devaluaciones. Además intentos para cubrir el riesgo, por ejemplo, por medio de la homogeneidad de la denominación de la moneda de los activos y pasivos, puede a menudo caer en la contraparte del riesgo crediticio. Si la moneda colapsa con la dislocación ampliamente extendida a los negocios, un cliente del banco quien presta en moneda extranjera es incapaz de pagar la deuda. Pero muchas firmas han sido preparadas para tomar tal riesgo, tal vez confían en una red de seguridad implícita (*véase* Recuadro 4.3). Asumir el riesgo de la tasa de cambio por los intermediarios financieros o por los prestatarios de las grandes corporaciones puede imponer un costo social si la apuesta va mal. Esto ha sido argumentado como una justificación para imponer regulaciones no sólo a los bancos sino también a las firmas no financieras, lo que restringe sus exposiciones del intercambio extranjero. La facilidad con la cual algunos bancos mexicanos evadieron estos controles en 1994, por medio de la utilización de planes derivados, es un ejemplo clásico de la dificultad práctica de reforzar tales controles (*véase* Recuadro 4.4.)

Este riesgo de los movimientos extremos de la moneda resulta en pérdidas para los intermediarios insuficientemente cubiertos (y los negocios en general) y es el más agudo problema generado por la globalización para el

14. Para los países industrializados, hacer regresiones de los cambios de la tasa de cambio trimestrales sobre el diferencial de intereses de inicio de un trimestre resulta en un coeficiente negativo sobre el diferencial en cambio del valor predicho de +1. Para los países en desarrollo, no obstante, el coeficiente estimado sobre el diferencial de ± 0.59 está más cerca de la predicción teórica (Honohan, 2001a). Cochrane (1999) sugiere que esta incógnita de la paridad del interés y otras numerosas anomalías bien conocidas del mercado de los activos pueden atribuirse a los bajos precios de los activos (en este caso, los bajos precios de los bonos extranjeros) siendo correlacionados con alto riesgo.

funcionamiento del sector financiero. Un sector financiero fuertemente capitalizado con la capacidad y los incentivos para manejar tales riesgos es claramente necesario. Sin embargo más que una opción de un régimen de tasa de cambio lo que se necesita para ayudar a reducir los riesgos es una política macroeconómica coherente, creíble y estable.

Recuadro 4.3
LA TEORÍA DE LAS CRISIS GEMELAS: MONEDA Y BANCA

La apertura al capital extranjero puede formar una combinación letal con las garantías gubernamentales implícitas dadas a los acreedores bancarios. La mezcla es explosiva cuando se añade la incertidumbre de la tasa de cambio y descubrimiento de las posiciones de cambio extranjero de los bancos y sus clientes prestatarios. El problema esencial es que la escala potencial del riesgo moral es enormemente expandida por medio de extender la garantía implícita en una virtual forma ilimitada a acreedores extranjeros –y en moneda extranjera–.

Los bancos domésticos son a menudo sensibles para buscar fondos en el extranjero (y en moneda extranjera) no sólo porque están disponibles rápidamente, sino porque típicamente tienen un costo de interés más bajo reflejando la falta de riesgo explícito de la tasa de cambio al depositante extranjero. Sin embargo ellos incluyen un riesgo de la tasa de cambio para el banco, aun si prestan estos fondos a los clientes locales en moneda extranjera, cuando los movimientos de la tasa de cambio afectan la habilidad del prestatario para pagar. El riesgo moral es que, con una generosa red de seguro implícito, los bancos y sus depositantes procederán como si no hubiera riesgo. Hay claros paralelos con la discusión del Capítulo 2.

Cuando la crisis ocurre, el elemento de la tasa de cambio provee una vuelta extra sin presencia en la crisis doméstica. Las crisis domésticas están caracterizadas por la reducción en el precio del dinero de la mayoría de los activos. Después de todo, esto es lo que hace difícil para los prestatarios pagar el dinero. Para una economía abierta los excesivos préstamos en moneda extranjera, el precio de la moneda de un pasivo mayor –moneda extranjera– generalmente se incrementa cuando la moneda colapsa, además de la caída en el precio de la mayoría de los activos domésticos.

La escala y el momento del colapso de la moneda están asociados con las expectativas del mercado acerca de la habilidad del gobierno para saldar el pasivo a los acreedores bancarios. Si el sistema bancario es insolvente en las tasas de cambio corrientes y el mercado cree que el gobierno confía en el gravamen inflacionario para cubrir algunos de los costos asumidos, una tasa de cambio fija será insostenible. Si es así, la moneda colapsará, y *en consecuencia agravará la insolvencia de los bancos*.

Aun si el sistema bancario no es insolvente a las tasas de cambio corrientes, una creencia del mercado que habrá una devaluación puede ser por sí mismo suficiente, y por consiguiente “colapsa” los bancos e instrumenta un asumido requerimiento de fianza que termina cubierto en parte por el gravamen inflacionario.

Este modelo ha sido bien conocido por los observadores astutos al menos desde la crisis financiera chilena de principios de los años 1980 (Díaz-Alejandro, 1985), pero no previno a los bancos y a sus prestatarios para correr la misma ruta en Asia Oriental, lo cual ayudó a instrumentar no sólo la crisis de 1997-1998, sino también una explosión de análisis teórico que ha profundizado enormemente nuestro entendimiento sobre este proceso (cf. por ejemplo, McKinnon y Pill, 1999; Burnside, Eichebaum y Rebelo, 2000).

Recuadro 4.4

LOS DERIVADOS Y LA EVASIÓN DEL CONTROL DE CAPITALES

Históricamente los controles del capital han sido evadidos a través de una variedad de técnicas, tales como subfacturación o sobrefacturación de las exportaciones o importaciones, como también por otras prácticas, a menudo ilegales en su naturaleza. Los individuos ricos y las grandes firmas están en capacidad de evadir los controles bastante fácilmente, lo que es una razón de por qué, cuando los controles sobre las salidas de flujos de capital fueron removidos en Italia, siguieron las entradas de flujos netas; no sólo estaban algunos dispuestos a investigar en Italia con el conocimiento de que ellos obtenían su dinero por fuera fácilmente sino que también los italianos ricos tenían sus cuentas en los bancos suizos largo tiempo antes de que los controles fueran removidos.

Con la explosión de los productos derivados en los años recientes, sin embargo la evasión del control del capital o gravámenes es más fácil sin romper ninguna ley y es también mucho más difícil separar los flujos de capital de corto y largo plazo. Consideramos algunos ejemplos de Folkerts-Landau y Garber (1997). Primero supongamos que existe un impuesto sobre las entradas de flujos brutos de capital y los extranjeros desean hacer una inversión de capital. Ellos pueden comprar por fuera un título de canje de capital (swap) (un derivado financiero que los titula para recibir la rentabilidad sobre esa posición inversionista, presumiblemente la razón de que ellos quieran la inversión), y un residente doméstico será la contraparte, prometiendo pagar el rendimiento total sobre la inversión y cubriendo esta exposición por medio de la compra de la inversión (el capital) –sin incurrir en ningún impuesto en la entrada del flujo de capital–. Otros tipos de impuestos –aunque no el impuesto específico utilizado en Chile– se evaden con diferentes transacciones derivadas.

Peor aún, las autoridades no pueden determinar los flujos de capital a corto plazo de los flujos a largo plazo. Estos datos están totalmente basados sobre “la hoja de balance” de las transacciones, pero con los derivados esto es sólo una parte de la transacción. Por ejemplo (nuevamente de Garber y Folkerts-Landau), supongamos que una entidad mexicana desea comprar un valor local sobre el margen, lo cual es prohibido. La entidad puede comprar un título de canje de capital (swap) de una firma en Nueva York, prometiendo pagar una tasa de rendimiento flotante a la firma y colocando algún subsidiario. La firma de Nueva York está descubierta en esta posición, pero puede salir del riesgo por medio de la compra del valor en el mercado mexicano. Esa compra del valor, si es suficientemente grande, se muestra como una entrada de flujos de capital a largo plazo en México, pero la transacción equivalente, del título de canje del capital (swap) no es registrada. Claramente la firma de Nueva York sólo compró el valor para cubrir su posición y tan pronto como expire el swap –éstos son generalmente transacciones a corto plazo lo cual contribuye a la dificultad en seguirlas– la posición de capital se extingue. Los derivados entonces tienen la habilidad para transformar lo que parece ser la más estable forma de entrada de flujos de capital entre uno de los más volátiles. Aunque es difícil de cuantificar, es probable que el gran volumen de supuestas entradas de flujos de capital a largo plazo adormeció las autoridades mexicanas en pensar que su exposición a cualquier reverso de los flujos era menor que lo que resultó ser.

Entonces, si los controles de capital son deseados para los largos plazos, debido al miedo del equilibrio múltiple, ellos serán tremendamente difíciles de reforzar en el futuro cuando los derivados resulten ampliamente accesibles. Las autoridades están capacitadas para establecer controles que no pueden ser evadidos inmediatamente pero las perspectivas para hacerlo permanentemente no son promisorias.

Otro efecto del incremento de la internacionalización del comercio, combinado con la incertidumbre de la moneda, ha sido una gran expansión en el uso del dólar (o del DM/Euro) como una moneda paralela en muchos países, bien en la forma de efectivo, en la denominación de las cuentas bancarias o más generalmente para los precios y contrataciones. A menudo el surgimiento de una inflación y la depreciación de la moneda han desencadenado la primera dolarización generalizada en un país y este proceso generalmente no ha sido invertido. Una vez los poseedores de activos son gravados a través de la inflación o depreciación, persisten en mantener una cierta fracción de sus riquezas en dólares. Una consiguiente crisis a menudo causa un fuerte incremento de estas posesiones a pesar de un interés diferencial más alto a favor de los activos en moneda local (cf. Reding y Morales, 1999).

Cuando la economía resulta dolarizada, las especulaciones monetarias aparecen enseguida y no es por más tiempo exactamente un problema de los flujos internacionales desestabilizando las tasas de cambio. Los sistemas dolarizados parcialmente presentan desafíos particulares a la administración monetaria y al sector financiero. Una economía en la cual los precios son ampliamente cotizados en dólares es una economía en la cual una va-

La dolarización creciente presenta nuevos desafíos al sector financiero

riación de la tasa de cambio nominal tiende a pasar rápido y totalmente a los precios de la moneda local. Respectivamente una variación de la tasa de cambio real –como se requiere para ajustarse a un choque externo real– propende a requerir un movimiento de la tasa de cambio nominal más grande. Los movimientos de la tasa de cambio nominal grandes pueden, sin embargo, como lo hemos anotado, tener un considerable impacto en la posición financiera de los intermediarios financieros descubiertos y sus clientes. En las economías dolarizadas, la participación de los activos en moneda extranjera y los pasivos en los balances de los intermediarios financieros tienden a ser más grandes. La tensión entre la necesidad de ajustar la tasa de cambio real –para restaurar el equilibrio en el comercio y la actividad económica corriente– y los costos, incluyendo los costos de las quiebras bancarias del resultado de los movimientos de la tasa de cambio nominal, presenta constantemente un difícil dilema a los agentes económicos (Recuadro 4.5).

Su lugar para maniobrar es también limitado por el hecho de que las autoridades monetarias nacionales no tienen una capacidad ilimitada para proveer a los prestamistas de última instancia las facilidades con respecto a los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario. El rescate a través del apoyo líquido de un banco solvente, que sufre una corrida de los depositantes domésticos, estaría más allá de la habilidad de un banco central en una economía dolarizada. Esto es, obviamente, sólo un ejemplo extremo de las limi-

Recuadro 4.5

DOLARIZACIÓN: LOS EFECTOS A TRAVÉS DE LA DOLARIZACIÓN EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

La dolarización tiene dos dimensiones: la denominación en la moneda de los activos y el uso de la moneda extranjera en los precios y pagos internos. El impacto en las opciones de política depende de cuánto de cada tipo de dolarización ha ocurrido. Es importante tener en cuenta las dos dimensiones al considerar cual modelo de política de tasa de cambio aplicar en cualquier país dado.

Tradicionalmente, pensar sobre el papel de los cambios de la tasa de cambio relacionado a un mundo en el cual con los dos tipos de dolarización no fueron importantes (abajo izquierda del cuadrante del diagrama). En tales condiciones los ajustes de la tasa de cambio trabajan principalmente a través de su efecto en los precios relativos de las mercancías corrientes y en los servicios. Este es el mundo de las curvas-J, pesimismo elástico o optimismo, y los coeficientes de aprobación, familiares a los textos económicos internacionales de los años 1960s y 1970s.

Donde existen las finanzas altamente dolarizadas, el papel de la tasa de cambio como un precio del activo esta en primer plano. Significa que las autoridades y los participantes del mercado necesitan estar agudamente interesados con las ganancias y pérdidas de capital que ocurrirán con los cambios en la tasa de cambio. Indonesia en 1997 ofrece un buen ejemplo: fluctuaciones salvajes en la tasa de cambio tuvieron mayor impacto sobre la solvencia de las firmas descubiertas que la competencia de las exportaciones (arriba izquierda del cuadrante del diagrama; ver también cuadro 4.3)

Entre más se cotice las mercancías y los servicios en dólares, rápidamente y completamente el paso a través de los cambios de la tasa de cambio pasará a los precios domésticos. Si hay poca dolarización de los activos financieros, pero el paso a través es alto, la economía es relativamente insensible a los cambios de la tasa de cambio nominal. Los movimientos en la tasa de cambio no son efectivos en alcanzar un ajuste real- ellos solo cambian el nivel del precio. Algo como la "dicotomía clásica" entre los sectores reales y monetarios prevalece (derecha abajo del cuadrante)

Cuando los dos tipos de la dolarización son altos, la moneda local pierde su papel como un numerario principal o medida para las transacciones económicas y los agentes han cambiado para pensar en términos de dólares. Aunque los salarios gubernamentales y los pagos son aún efectuados en la moneda local son ahora vistos como un activo riesgoso. Las retenciones de efectivo son minimizadas y el precio de los denominados títulos en moneda local constituye una prima riesgosa sustancial reflejando lo impredecible de la tasa de cambio-aún si ha estado hasta ahora estable.

INFLUENCIA DE LA DOLARIZACIÓN Y A TRAVÉS DE LA POLÍTICA

Grado de dolarización de las finanzas	Alto	Política de tasa de cambio restringida por las finanzas	Moneda local más riesgosa que el dólar; poco impacto sobre las transacciones actuales
	Bajo	Posición tradicional: la tasa de cambio nominal es un precio real del sector	La dicotomía clásica: la tasa de cambio nominal no importa.
		Bajo	Alto
		Coeficiente de aprobación	

taciones colocadas en los instrumentos políticos nacionales por la integración financiera global en sus variadas formas.

¿Podría ser reducida la escala y volatilidad de los flujos especulativos por la introducción de un impuesto sobre las importaciones de capital (o un probable impuesto al control, tal como un depósito obligatorio) diseñado para penalizar los movimientos a corto plazo, mientras se dejan los movimientos de capital a largo plazo sin afectar ampliamente? Adoptar por un solo país tal impuesto no puede ser un sustituto de una política macroeconómica firme, para una estancia de tasa de cambio apropiada y para una adecuada regulación cuidadosa y administración del riesgo, pero ¿ayuda?¹⁵.

Utilizando un mecanismo de reservas no remuneradas equivalente a un impuesto, Chile es un país ampliamente estudiado que operó tal sistema a lo largo de la mayor parte de los años de la década 1990. Los efectos del sistema chileno se han estudiado en algún detalle para evaluar si han tenido los efectos esperados de la prolongación de los vencimientos de los flujos de capital y en qué extensión son vulnerables a la evasión por la utilización de los derivados financieros u otras formas¹⁶. Las conclusiones de esta investigación son que cerrando progresivamente las lagunas fiscales y extendiendo la gama del impuesto, las autoridades chilenas fueron capaces de mantener su posición a una dura participación constante de los flujos de capital relevantes. Este proceso no podía continuarse indefinidamente. Existía un impacto claro en el vencimiento de los flujos y probablemente un pequeño impacto en los flujos en general y en los diferenciales de los intereses. Implementado como se hizo para la mayor parte del período mediante otras restricciones sobre los movimientos de capital como los controles a las importaciones y exportaciones, el régimen chileno parece tener un modesto pero tal vez valioso papel en prote-

Chile ofrece un modelo útil de controles limitados de cambio

-
15. Períodos de incrementos de la volatilidad del flujo de capital también descubren regularmente una propuesta para implementar un impuesto sobre los movimientos de capital internacional no solamente en un país sino sobre una base global coordinada con la meta doble de moderar los flujos especulativos y generar un flujo útil de rendimiento gravable internacional. La operatividad de tal esquema global, a pesar del así llamado Impuesto de Tobin, no se ha probado todavía y ciertamente el escepticismo generalizado de como funcionaría exitosamente ha dejado la propuesta abierta (cf. Haq, Kaul y Grunberg, 1996).
16. Aunque la tasa de impuesto es corrientemente colocada a cero –refleja las salidas sustanciales de flujos de capital que han sido asociadas con los fondos de pensiones chilenos rebalanceando sus portafolios a continuación de una liberalización, lo cual les permitió incrementar sus posesiones de activos extranjeros grandemente– aunque el sistema no tiene efectos prácticos en el momento. Operando así, el régimen chileno facilita la acumulación de reservas por el banco central, una característica que da luces del papel potencial de la administración de las reservas como una herramienta de la administración macroeconómica en ayudar a países aislados de los choques de las cuentas de capitales externos.

ger la economía chilena de los flujos especulativos volátiles y en permitir a las autoridades alzar las tasas de interés para estabilizar las condiciones macroeconómicas explosivas; pero ha habido también costos, por ejemplo en términos de la reducción de la inversión a un largo plazo (Gallego, Hernández y Schmidt-Hebbel, 1999; Edwards, 2000c).

La atractiva característica del diseño chileno es la forma en la cual volcaron los incentivos hacia la estabilidad de los flujos de capital en vez de la prohibición de los flujos directamente. La meta puede verse como trabajar con el mercado para estimular una transferencia en el vencimiento de la entrada de los flujos de capital sin afectar mucho los flujos netos sobre los plazos más largos. Tiene relativamente poco impacto excepto cuando es necesario, esto es, cuando las entradas de flujos a corto plazo amenazan ser a largo plazo. La mayoría de los observadores están de acuerdo que un régimen permanente de este tipo será probablemente mucho más efectivo y tendrá menos efectos adversarios que un intento implementado rápidamente para prohibir las salidas de los flujos en una crisis. La naturaleza *ex post* de lo último es probablemente tener un efecto adverso a largo plazo sobre la confianza en general en el compromiso y credibilidad de la política en general¹⁷. La experiencia reciente en Malasia ofrece una excepción aparente a este discurso, aunque muy posiblemente refleja la alta credibilidad inicial de las autoridades con respecto a la naturaleza temporal de la restricción, como también sobre su continuo compromiso para una inflación baja, lo cual fue facilitado por su larga y favorable serie de récords con la inflación.

Para toda la retórica dogmática que ha rodeado el debate reciente sobre los méritos de los controles al capital, sería difícil justificar una posición extrema basada en la evidencia que ha sido expuesta. Los controles tienen sus problemas pero pueden ser efectivos en algunas situaciones.

EN EL FUTURO: TECNOLOGÍA Y COMUNICACIONES

Los continuos desarrollos en la computación y la tecnología de las comunicaciones parecen asegurar una reformulación de la forma en la que los servicios financieros son entregados alrededor del mundo. Hasta cierta extensión, el impacto en las economías en desarrollo será una aceleración de las tendencias de los años recientes pero habrá también cambios cualitativos. Las economías de escala o de extensión para algunos servicios financieros están declinando y para otros se están incrementando y la sinergia entre las finan-

17. Bartolini y Drazen (1997) suministran un recuento persuasivo de este mecanismo.

zas y otros servicios económicos están también cambiando y a menudo incrementándose. Esto alterará la organización industrial con la consolidación en algunas áreas y fragmentación en otras.

El proceso ha estado en el camino por algún tiempo. Ya hacia los años 1980, los bancos estaban perdiendo intermediación por el crecimiento del papel del comercio y los fondos mutuos, por un lado, mientras, por el otro, más y más bancos estaban resultando involucrados en títulos y seguros. Las fusiones y alianzas buscando escala y extensión han ocurrido entre los sectores del mercado bancario, de seguros y títulos entre las firmas en diferentes sectores y entre los servicios financieros y otros servicios intensivos informativos. Estas alianzas son a menudo diseñadas para explotar las economías y para posicionar marcas. El complicado proceso de atar y desatar los servicios financieros y las firmas de los servicios financieros parece probable que continúe cuando los participantes del mercado responden al impacto de la tecnología.

La principal fuerza es la presión de muchos de los costos estructurales alterados, tal como el contraste anotado entre un costo en promedio –en los Estados Unidos– de alrededor de US\$ 1 para una transacción física en la sucursal de un banco en contra de un par de centavos a través de Internet.

No sólo emergen nuevos productos financieros y nuevas estructuras del mercado, fundamentalmente nuevos tipos de firmas han llegado en forma de portales financieros (los que proveen orientación sobre la obtención de los servicios y otras informaciones sobre el tema y como tales son tal vez mejor descritas como una contraparte de Internet a las revistas especializadas) y “aggregators” (proveen una electrónica análoga a la correduría). Ninguno de esos instrumentos es único para las finanzas pero las finanzas están increíblemente bien ubicadas para tomar ventaja de las innovaciones electrónicas, especialmente porque la entrega física de los productos financieros es típicamente de importancia secundaria. (Sin embargo no debe ignorarse el papel continuo del contacto personal y confianza en partes de las finanzas).

Ha existido un incremento en el número y sofisticación de los intercambios electrónicos en los cuales los profesionales comercian los instrumentos financieros. Algunos de éstos operan como satélites de los intercambios regulares tradicionales, algunas veces independientemente.

El proceso total presenta algunas oportunidades para ofrecer servicios financieros en los países pequeños en desarrollo. En particular la tendencia a desatarse de los productos financieros les permite resultar involucrados en proveer subproductos cuya producción eficiente no requiere una gran escala o sofisticación.

Tendencias aceleradas en tecnología y e-finance que beneficiarán primariamente a los usuarios de los servicios financieros

El enorme beneficio potencial en prospecto para los países en desarrollo, será para los usuarios de los servicios financieros. La tecnología les permite el acceso a estos servicios en términos comparables a los consumidores en los países avanzados, especialmente cuando la distancia física del proveedor empieza a perder mucha de su importancia. Sin lugar a dudas, la presencia acelerada de Internet empezará a efectuar directamente transacciones financieras internacionales disponibles aun para las pequeñas firmas e individuos. Muchos bancos en los países de ingreso medio han empezado a ofrecer servicios bancarios en línea, lo cual es justamente el primer paso.

Ante la perspectiva de esta tecnología penetrante, cualquier intento por los gobiernos para monitorear o bloquear las transacciones de “e-finance” parecen nulos por ser inefectiva o prohibitivamente costosos. Las finanzas internacionales se abrirán a las clases medias, sin dejar el sector corporativo.

Una vez los costos de establecimiento han sido incurridos, el acceso a los servicios financieros basados en Internet se obtiene a muy bajo precio. Obviamente, es prudente no dejarse llevar por el potencial inmediato para llegar a los más pobres entre los pobres. Ciertas precondiciones básicas deben alcanzarse antes que cualquier otra cosa se haga, tal como saber leer, servicios de electricidad y teléfono. Debido a la falta de algunos o de todos los servicios, muchos de los pequeños productores de café y cacao en África Occidental, ahora a merced de intermediarios que explotan los monopolios locales, tendrán la capacidad para hacer uso inmediato de, por ejemplo, el reciente establecimiento de la Web basada en negocio a negocio (B2B) para los intercambios futuros en café y otras mercancías.

La política pública puede ayudar aquí. Por ejemplo, conexiones de las comunicaciones a banda ancha están colocándose a través de todo el sistema postal de la India y llevarán potencialmente los servicios financieros basados en Internet a unos 150.000 puntos de acceso. Pueden ser comprendidos los pagos rápidos y baratos por y para los clientes en lugares relativamente aislados, una simplificación de los procedimientos para los seguros, información al día acerca de los precios en el intercambio de los productos agrícolas. Además la misma red puede emplearse para efectuar entregas rápidas de otros servicios públicos o privados a bajo costo. Esto no resolverá todas las barreras al acceso de parte de las pequeñas firmas y los individuos, pero puede abolir muchos de los altos costos y la falta de competencia inherente en confiar sobre las sucursales bancarias locales. Iniciativas similares ofrecen considerable potencial a otros países, especialmente aquellos con baja densidad de población donde las finanzas formales no han provisto hasta ahora una presencia física local comprensiva.

Para asegurar que los beneficios potenciales del medio electrónico estén ampliamente disponibles para los usuarios de las finanzas, incluyendo a los usuarios en los países en desarrollo y que no exista una nueva concentración del poder del mercado, un número de muy amplios aspectos de políticas necesitarán considerarse para la política cuidadosa y competitiva en los países avanzados donde la mayoría de los proveedores de los servicios financieros continuará siendo regulada. Éstos incluyen lo siguiente (Claessens y otros, 2000):

Aspectos de política

- Atención a una probable explosión en las instituciones no financieras sobrepasando el sistema bancario para proveer servicios del tipo de pagos y depósitos.
- Los aspectos complejos de una política competitiva en un entorno increíblemente sujeto a redes externas.
- Identificar seguramente la autoridad reguladora respectiva para las firmas financieras cuya principal presencia geográfica está en Internet y cuya gama de actividades no corresponde a los segmentos tradicionales del sector financiero.

Para los agentes políticos en los países en desarrollo, las principales interrogantes que surgen son probablemente las relacionadas con la estabilidad de las instituciones financieras domésticas ante el incremento de la competencia. Preocupaciones acerca de las consecuencias de la inevitable erosión del valor de la franquicia serán reforzadas y requerirá medidas activas como ya se discutió. Las autoridades tendrán que enfrentarse a la necesidad de asegurar la salida del mercado de las firmas débiles y actuar prevenidamente para desarrollar su política de salida.

El incremento del acceso a los servicios financieros extranjeros probablemente impone el uso de monedas extranjeras, lo cual acentuará los riesgos de la tasa de cambio y la volatilidad de la tasa de interés para los países que optan por mantener su propia moneda. Una vez más será necesaria una alta y prudente atención.

El aumento en la complejidad de los instrumentos financieros ofrecidos por el sistema financiero puede enmascarar el verdadero riesgo de las posiciones de los activos y la rapidez con la cual su valor puede cambiar. Esto puede presentar problemas especialmente para los usuarios de los servicios financieros pequeños y con menos experiencia en los países en desarrollo y habrá necesidad de programas de educación para elevar la conciencia tanto de estos riesgos y de los peligros de los servicios fraudulentos ofrecidos por Internet.

La probable rapidez de estos desarrollos y la extensión a la cual ellos desplazarán la necesidad de una presencia local de las compañías de servicios financieros permanece poco clara, pero la pregunta que se hará repetidamente es si los pequeños países en desarrollo necesitan tener títulos locales y mercados de deuda en el sentido tradicional y cuánto del sistema bancario necesita ser doméstico. El camino más positivo al pensar acerca de esto es aislar los elementos de los servicios financieros domésticos que, dada la nueva tecnología, pueden ser eficientemente provistos en las pequeñas economías y planear arreglos institucionales que permitan a estos elementos ser provistos localmente mientras otros servicios son importados eficientemente.

Cuanto más pequeño el país, estas consideraciones son más apremiantes pero el punto general aquí no es justamente uno que aplique a una minoría de

**La globalización
y la tecnología
acentuarán los
costos relativos
de los sistemas
financieros
pequeños**

pequeños países. En un sistema financiero global integrado expansivamente y dirigido tecnológicamente, los costos relativos de ser pequeño se aplicarán con mayor fuerza en la mayoría de los países. El mercado financiero global tiene mucho por ofrecer a los sistemas financieros pequeños. El camino a seguir es trabajar con el mercado mientras se respetan los riesgos conocidos. La administración del riesgo es crucial, pero si es apropiada, el mercado global puede ayudar a transferir el riesgo a los más listos a soportarlo y proveer los instrumentos para hacerlo a un bajo costo. Una mejor infraestructura y un marco regulatorio compatible con más incentivos también lo hará.

CONCLUSIONES

El impacto general de la globalización financiera en el sector financiero doméstico es entonces profundo. La liberalización de los flujos de capital ha hecho efectivamente la represión financiera doméstica obsoleta. Las consecuencias no han sido favorables uniformemente. Después de la liberalización, las tasas de interés domésticas en los países en desarrollo se han movido hacia una prima sobre las tasas de los países industrializados y pueden instaurarse olas en momentos de especulación de la moneda. Alzar la tasa de interés y la volatilidad de la tasa de cambio establecen dificultades prácticas en la administración del riesgo para los intermediarios financieros, especialmente en las economías parcialmente dolarizadas y refuerza la necesidad de una infraestructura apropiada y de incentivos para contener el riesgo, como también una apropiada política macro.

Por otro lado, el costo del capital social ha sido reducido al permitir el acceso del inversionista extranjero a los mercados de capital locales y permi-

tir a las firmas locales inscribirse en el extranjero. Los incrementos en los flujos internacionales a través de los mercados de capitales no son los mayores contribuidores al incremento de las fuentes internacionales de la volatilidad.

Además al abrir el acceso a los servicios financieros de fuente extranjera, cada vez más países admiten bancos extranjeros y otras firmas financieras para operar localmente. Aunque esto puede representar una amenaza a los dueños domésticos de las firmas financieras, la desventaja es superada por el mejoramiento en la calidad de los servicios cuando las firmas extranjeras prestigiosas influyen el sistema doméstico con sus mejores procedimientos y prácticas.

En los tres frentes –deuda, capital y servicios– nuestra discusión reconoce los costos y los riesgos del incremento en la globalización financiera pero hay también fuertes beneficios. Los impuestos graduales de efecto intermitente en las entradas de los flujos pueden en algunos casos proteger las economías de los efectos de los flujos de capital especulativos volátiles, mientras mantienen los beneficios de un seguro acceso al mercado financiero global. Sin embargo, no hay duda que los intentos agresivos de los gobiernos individuales para bloquear los flujos financieros probablemente hacen ruido, pero hay mucho por ganar al adoptar, en cambio, una postura política que apoye un profundo acceso de la economía local al tope cualitativo de los servicios financieros en un contexto abierto internacionalmente.

Los sistemas financieros de la mayoría de los países en desarrollo son muy pequeños comparados con el mercado financiero global. “E-finance” hará las fronteras nacionales más porosas que antes. Ciertamente es tonto el gobierno que no se hace consciente de estas realidades del mercado y aprende a trabajar con ellas.

BIBLIOGRAFÍA

Los trabajos de la investigación política del Banco Mundial pueden obtenerse a través del siguiente sitio Web: <http://econ.worldbank.org/>.

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James A. Robinson. 2000. "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation". Cambridge, Mass.: MIT. <http://web.mit.edu/daron/www/colonial8comp.pdf>.
- Adams, Dale, Douglas Graham y J.D. von Pischke. 1984. *Undermining Rural Development with Cheap Credit*. Boulder, Colorado: Westview Press.
- Agénor, Pierre-Richard, Joshua Aizenman y Alex Hoffmaister 1999. "Contagion, Bank Lending Spreads and Output Fluctuations". Documento de Trabajo Investigación Política 2186. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Allen, Franklin y Douglas Gale. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Baer, Herbert y Daniela Klingebiel. 1995. "Systemic Risk When Depositors Bear Losses: Five Case Studies". In George Kaufman, ed. *Banking, Financial Markets, and Systemic Risk, Research in Financial Services*. Greenwich, Conn.: JAI Press.
- Bagehot, Walter. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres: John Murray.
- Bandiera, Oriana, Gerard Caprio, Patrick Honohan y Fabio Schiantarelli. 2000. "Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?" *Review of Economics and Statistics* 82(2):239-63.
- Bank of Japan (Bank Supervision Department). 1998. "Utilization of Financial Institutions Self-Assessment in Enhancing Credit Risk Management". *Quarterly Bulletin of the Bank of Japan* 6(1).
- Barfiel, Claude E. 1996. *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*. Washington, DC: AEI Press.
- Barron, John M. y Michael Staten. 2001. "The Value of Comprehensive Credit Reports: Lessons from the U.S. Experience". Forthcoming in Margaret J. Miller, ed., *Credit Reporting Systems and the International Economy*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Barth, James, Gerard Caprio y Ross Levine. 2001a. "Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?"

- Forthcoming in Frederic Mishkin, ed., *Prudential Regulation and Supervision: Why It Is Important and What Are the Issues*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- _____. 2001b. "Prudential Regulation and Supervision:What Works Best". Policy Research Working Paper (forthcoming) Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C.
- _____. 2001c. "The Regulation and Supervision of Banks around the World:A New Database". Policy Research Working Paper (forthcoming) Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C.
- Bartholomew, Philip y Benton Gup. 1999. "A Survey of Bank Failures in non-U.S. G-10 Countries since 1980". En Irene Finel-Honigman, ed., *European Union Banking Issues: Historical and Contemporary Perspectives*. Greenwich, CT: JAI Press.
- Bartolini, Leonardo y Allan Drazen. 1997. "Capital Account Linalization as a Signal". *American Economic Review* 87(1):138-54.
- Baskin, Jonathan y Paul J. Miranti, Jr. 1997. *A History of Corporate Finance*. New York: Cambridge University Press.
- Beck, Thorsten.2000. "Deposit Insurance as a Private Club:Is Germany a Model?" Policy Research Working Paper 2559. Banco Mundial, Washigton, D.C.
- Beck, Thorsten, George Clarke, Alberto Groff, Philip Keefer y Patrick Walsh. 2000. "New Tools and New Tests in Comparative Political Economy:The Database of Political Institutions". Policy Research Working Paper 2283. Banco Mundial, Washington, D.C.Forthcoming in World Bank "Economic Review".
- Beck,Thorsten, Ash Demirgüç-Kunt y Ross Levine. 2000. "A New Database on Financial Development and Structure". Policy Research Working Paper 2147. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____, 2001. "Law, Politics,and Finance". Forthcoming Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C.
- Beck, Thorsten, Ross Levine y Norman Loayza. 2000. "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics* 58(1-2):261-300.
- Beck, Thorsten, Mattias Lundberg y Giovanni Majnoni. 2001. "Financial Development and Economic Volatility:Does Finance Dampen or Magnify Shocks?" Forthcoming Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- Becker, Gary y George Stigler.1974. "Law Enforcement, Malfeasance,and Compensation of Enforces". *Journal of Legal Studies* 3:1-18.
- Bekaert, Geert y Campbell R. Harvey. 2000. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets". *Journal of Finance* 55:565-613.
- Bekaert, Geert y Campbell R. Harvey y Robin L. Lumsdaine. 2000. "Dating the Integration of World Equity Markets". NBER Working Paper 6724. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Berger, Allen, Robert DeYoung, Hesna Genay y Gregory F. Udell. 2000. "Globalization of Financial Institutions: Evidence form Cross-Border Banking

- Performance". In Robert E. Litan and Anthony M. Santomero, eds., *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 3.
- Berger, Allen, Leora Klapper y Gregory F. Udell. 2001. "The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses". *Journal of Banking and Finance*. Por aparecer.
- Berkowitz, David, Katharina Pistor y Jean-Francois Richard. 2000. "Economic Development, Legality, and the Transplant Effect". Working Paper 39. Harvard University, Center for International Development (CID). <http://www2.cid.harvard.edu/cidwp/039.pdf>
- Bernanke, Ben, 1983. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression". *American Economic Review* 73(3):257-76.
- Besley, Timothy. 1995. "Savings, Credit and Insurance". En Jehre Behrman and T.N. Srinivasan eds. *Handbook of Development Economics*, Vol. IIIA. Amsterdam: North Holland.
- Black, Bernard, y Reinier Kraakman. 1996. "A Self-Enforcing Model of Company Law". *Harvard Law Review* 109:1911ff.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. 1999. "Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline". Staff Study 172, Washington, D.C. December.
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Ash Demirgüç-Kunt, y Vojislav Maksimovic. 2001. "Capital Structures in Developing Countries". *Journal of Finance* 56(1).
- Bossone, Biagio, Patrick Honohan, y Millard Long. 2001. "Policy for Small Financial Systems". Documento de Discusión del Sector Financiero 6. Banco Mundial, Estrategia del Sector Financiero y Departamento de Política, Washington, D.C.
- _____ and Larry Promisel. 2000. "Strengthening Financial Systems in Developing Countries: The Case for Incentives-Based Financial Sector Reforms". Documento preparado para 1999 WorldBank-IMF Annual Meeting, Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Boyd, John, Ross Levine, y Bruce Smith. Forthcoming. "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance". *Journal of Monetary Economics*.
- _____ and Bruce Smith. 2000. "A User's Guide to Banking Crises". Trabajo preparado para la Conferencia del Banco Mundial, Seguro de Depósito: Diseño e Implementación, junio 2000-<http://www.worldbank.org/research/interest/intrstweb.htm>.
- Braudel, Fernand. 1973. "Capitalism and Material Life, 1400-1800. London: George Weidenfeld and Nicolson.
- Brunetti, A., G. Kisunko, y B. Weder. 1997. "Institutional Obstacles to Doing Business". Policy Research Working Paper 1759. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Burki, Shahid Javed, y Guillermo E. Perry. 1998. "Beyond the Washington Consensus Institutions Matter. Washington D.C.: Banco Mundial.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum, y Sergio Rebelo. 2000. "On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks". NBER Working Paper 7554. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

- Calomiris, Charles W. 1992. "Getting the Incentives Right in the Current Deposit Insurance System: Succeeded from the Pre-FDIC Era". En James R. Barth and R. Dan Brumbaugh, eds. *The Reform of Federal Deposit Insurance: Disciplining the Government and Protecting Taxpayers*. New York: Harper Business.
- _____. 1999. "The Postmodern Bank Safety Net: Lessons from Developed and Developing Economies". Washington, D.C. American Enterprise Institute.
- Calomiris, Charles W., y Charles Kahn. 1991. "The role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements". *American Economic Review* 81(3):497-513.
- _____. and Joseph Mason. 2000. "Causes of U.S. Bank Distress during the Depression". NBER Working Paper 7919. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research y Andrew Powell. 2000. "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina". Washington, D.C. Banco Mundial.
<http://www.worldbank.org/research/interest/intrstweb.htm>.
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. 2000. "When Capital Flows Come to Sudden Stop: Consequences and Policy Options". En Peter Kenen, Michael Mussa, y Alexander Swoboda, eds., *Key Issues in Reform of the International Monetary System*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Caprio Gerard. 1999. "Banking on Crisis: Expensive Lessons of Financial Crises". En George Kaufman, ed., *Research in Financial Services*, volumen 10, Greenwich, Conn.: JAI Press.
- _____, James A. Hanson, and Patrick Honohan. (2001). "The Case for Liberalization and Some Drawbacks". En Caprio, Honohan and Stiglitz, ed., *Financial Liberalization*.
- _____. y Patrick Honohan. 1999. "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements". *Journal of Economic Perspectives* 13(4):43-64.
- _____. 2001. "Reducing the Cost of Bank Crisis: Is Basel Enough?" En David Dickinson, ed. *Managing Money in the Economy*. London, Routledge. Por aparecer.
- _____, Patrick Honohan, and Joseph Stiglitz, eds., 2001. *Financial Liberalization: How Fast?* Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
- _____. y Daniela Klingebiel, 1999. "Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises". Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- _____. y María Soledad Martínez-Peria. 2000. "Avoiding Disaster: Policies to Reduce the Risk of Banking Crises". Discussion Paper Center for Economic Studies, Cairo, Egypt. <http://www.eces.org.eg>.
- Catalan, Mario, Gregorio Impavido, y Alberto R. Musalem. 2000. "Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?". Policy research working paper 2421. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Cavallo, Michele, and Giovanni Majnoni. 2001. "Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Evidence from G10 and non-G10 Countries". Por aparecer:

- Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- Cetorelli, Nicola, y Michele Gambera. 2001. "Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data". *Journal of Finance*. Por aparecer.
- Chiuri, Maria Concetta, Giovanni Ferri, y Giovanni Majnoni. 2000. "The Macroeconomic Impact of Bank Capital Requirements in Emerging Economies: Past Evidence to Assess the Future". Por aparecer: Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- Cho, Yoon Je. 2001. "Korea's Financial Crisis: A Consequence of Uneven Liberalization". In Caprio, Honohan, and Stiglitz, eds.
- Choe, H., B. Kho, y R. Stulz. 1999. "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997". *Journal of Financial Economics* 54:227-64.
- Claessens, Stijn, Ash Demirgüç-Kunt, y Harry Huizinga. 2000. "How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?". En Claessens and Jansen, eds. (2000).
- _____, Simeon Djankov, Joseph Fan, and Larry Lang. 1999a. "Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership Structure Group Affiliation". Policy Research Working Paper 2089. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____. 1999b. "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia". Documento de Trabajo Investigación Política 2088. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Daniela Klingebiel. 1999. "Financial Restructuring in Asia: Halway There.?" Documento de Discusión del Sector Financiero 3. Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- _____, and Larry Lang. 1999. "Who Controls East Asian Corporations?" Policy Research Working Paper 2054. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____. 2000. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Economies". *Journal of Financial Economics* 58(1-2):81-112.
- Claesens, Djankov y Lixin Colin Xu. 2000. "Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis". *World Bank Research Observer* 15(1).
- Claesens, S. y Thomas Glaessner, 1998. "Internationalization of Financial Services in Asia". Policy Research Working Paper 1911. Banco Mundial, Washington D.C.
- _____, Thomas Glaessner, and Daniela Klingebiel. 2000. "Electronic Finance: Reshaping the Financial Landscape around the World". Financial Sector Discussion Paper 4. Banco Mundial, Financial Sector Strategy and Policy Department, Washington, D.C.
- _____, and Marion Jansen. 2000. *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, Dordrecht, Holland: Kluwer.

- Clarke, George R.G., and Robert Cull. 1998. "Why Privatize: The Case of Argentina's Public Provincial Banks". P.R.WP. 1972. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____. 1999. "Getting to Yes". Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C.
- _____. 2001. "Political Determinants and Economic Effects of Bank Privatization in Argentina". Por aparecer en Frank Columbus, ed., *Political Science and Economics of Latin America*. Huntington, N.Y.: Nova Science.
- Clarke, George R.G., Robert Cull, Laura D'Amato, and Andrea Milinari. 2000. "The Effect of Foreign Entry on Argentina's Domestic Banking Sector". En Claessens and Jansen, eds. (2000).
- Cochrane, John H. 1999. "New Facts in Finance". NBER Working Paper 7169. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Coffee, Jack., Jr. 1999. "Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure". *Journal of Corporation Law* 25:1-39.
- Cull Robert, Jana Matesova, and Mary Shirley. 2001. "The Role of Looting in Czech Privatization". Por aparecer. Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C.
- Cull Robert, Lemma Senbet, and Marco Sorge. 2000. "Deposit Insurance and Financial Development". Policy Research Working Paper (por aparecer). Banco Mundial, Development Research Group, Washington, D.C. <http://www.worldbank.org/research/interest/intrstweb.htm>.
- Cull, Robert and L. Colin Xu. 2000. "Bureaucrats, State Banks, and the Efficiency of Credit Allocation: The Experience of Chinese State-Owned Enterprises". *Journal of Comparative Economics* 28:1-31
- De Ferranti, David, Guillermo E. Perry, Indermit S. Gill, y Luis Servén. 2000. *Securing Our Future in a Global Economy*. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- De Gregorio, José, Sebastian Edwards, Rodrigo O. Valdés. 2000. "Controls on Capital Inflows: Do They Work?" *Journal of Development Economics* (63)1:59-83.
- De la Cuadra, Sergio, y Salvador Valdes. 1992. "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile, 1974-83". En Philip Brock, ed., *If Texas were Chile: A Primer on Banking Reform*. San Francisco: ICS Press.
- De Long, J. Bradford. 2000. "Where did All the Financial Crises Go?". *Fortune*, July 24. <http://econ161.berkeley.edu/totW/ea-20006.html>.
- Demirgüç-Kunt, Ash, y Enrica Detragiache. 1999. "Financial Liberalization and Financial Fragility". En Bories Pleskovic and Joseph E. Stiglitz, eds., *Proceedings of the 1998 World Bank Conference of Development Economics*. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- _____. 2000. "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation". Policy Research Working Paper 2247, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Demirgüç-Kunt, Ash, and Harry Huizinga. 2000a. "Financial Structure and Bank Profitability". Policy Research Working Paper 2430. Banco Mundial, Washington, D.C.

- _____. 2000b. "Market Discipline and Financial Safety Net Design". Policy Research Working Paper 2183. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Demirgüç-Kunt, Ash, and Ross Levine. 1996. "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview". *The World Bank Economic Review* 1° (2): 223-40.
- _____. 1999. "Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". P.R.W.P. 143. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Demirgüç-Kunt, Ash, and Ross Levine, eds. 2001. *Financial Structures and Economic Growth*. Cambridge Mass: MIT Press. Forthcoming.
- _____, Ash, Ross Levine, and Hong-Ghi Min. 1998. "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency and Growth". En Alan Meltzer, ed., *The Implications of Globalization of World Financial Markets*. Seoul: Bank of Korea.
- Demirgüç-Kunt, Ash, and Vojislav Maksimovic. 1998. "Law, Finance, and Firm Growth". *Journal of Finance* 53:2107-37.
- _____. 1999. "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity". *Journal of Financial Economics* 54:295-336.
- _____. 2000. "Funding Growth in Bank-Based, and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data". P.R.W.P. 2432. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole. 1993. *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- DeYoung, Robert, Mark Flannery, Sorin Sorescu, and William Lan. 2001. "The Information Content Of Bank Exam Ratings and Subordinated Debt Prices". *Journal of Money Credit and Banking*. Por aparecer.
- Diamond, Douglas W. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies* 51(3):393-414.
- _____, and Raghuram Rajan. 2000. "Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications". Chicago, Illinois: University of Chicago. [Http://gsbwww.uchicago.edu/fac/raghuram.rajan/research/croch.pdf](http://gsbwww.uchicago.edu/fac/raghuram.rajan/research/croch.pdf).
- Díaz-Alejandro, Carlos F. 1985. "Goodbye Financial Repression. Hello Financial Crash". *Journal of Development Economics* 19 (September/October):1-24.
- Domac, Ilker, Giovanni Ferri, and Masahiro Kawai, eds., Por aparecer. *The Credit Crunch in East Asia*.
- Dooley, Michael P. 1996. "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions". International Monetary Fund Staff Papers 43:639-87.
- Dziobek, Claudia. 1998. "Market-Based Policy Instruments for Systemic Bank Restructuring. IMF Working Paper 98/113. International Monetary Fund, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98113.pdf>.
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R.Fishel. 1991. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Easterly, William, Roumeen Islam, y Joseph E. Stiglitz. 2001. "Shaaken and Stirred: Explaining Growth Volatility". En Bruno Pleskovic and Joseph Stiglitz, eds.,

- Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo Económico, 2000. Washington, D.C.; Banco Mundial.
- The Economist*. 2000. "Japan's Corporate-Governance U-turn". November 16.
- Edwards, Sebastian. 2000a. "Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" University of California at Los Angeles, Department of Economics, Los Angeles.
- _____. 2000b. "Contagion". *World Economy* 23(7):873-900.
- _____. 2000c. "Exchange Rate Systems in Emerging Economies". April Prepared for the Meltzer Commission on the New Financial Architecture. University of California at Los Angeles, Department of Economics, Los Angeles.
- _____. 2000d. "Interest Rate Volatility and Contagion in Emerging Markets". NBER Working Paper 7813. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, Barry, y Carlos Arteta. 2000. "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence". University of California, Berkeley. <http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/website.htm>.
- Englund, Peter. 1999. "The Swedish Banking Crisis; Roots and Consequences". *Oxford Review of Economic Policy* 15(3):80-97.
- Errunza, Vihang, Ked Hogan, y Mao-Wei Hung. 1999. "Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?" *Journal of Finance* (December).
- Evanoff, Douglas, y Larry Wall. 2000. "Subordinated Debt and Bank Capital Reform". Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper WP 2000-07, August.
- Fama, Eugene. 1965. "The Behavior of Stock Market Prices". *Journal of Business* 38: 34-106.
- Ferri, Giovanni, Li-Gang Liu, y Giovanni Majnoni. 2001. "The Role of Rating Agency Assessments in Less Developed Countries. Impact of the Proposed Basel Guidelines". *Journal of Banking and Finance* 25(1):115-148.
- Folkerts-Landau, David, y Peter M. Garber. 1997. "Derivative Markets and Financial System Soundness". En Charles Enoch and John W. Greene, Banking Soundness and Monetary Policy. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Frankel, Jeffrey, and Sergio Schmukler. 1996. "Country Funds and Asymmetric Information". *Open Economies Review* 7 (fall):511-34.
- _____. 1998. "Crisis, Contagion, and Country Funds. In R. Glick, ed., *Managing Capital Flows and Exchange Rates*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
- Frankel, Jeffrey, Sergio Schmukler, y Luis Servén. 2000. "Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime". Policy Research Working Paper 2424. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Froot, Kenneth A., Paul G.J. O'Connell, and Mark S. Seasholes, 2001. "The Portfolio Flows of International Investors". *Journal of Financial Economics* 59(2):151-193.

- Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz. 1998. "Economic Crisis: Evidence and Insights from East Asia". *Brookings Papers on Economic Activity* 2:1-135.
- Gallego, Francisco, Leonardo Hernández, y Klaus Schmidt-Hebbel. 1999. "Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?". Working Paper 59. Santiago Central Bank of Chile.
<http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/59/dtbc59.pdf>
- García, Gillian. 1999. Deposit Insurance: Actual and Good Practices. IMF Working Paper WP/99/54. International Monetary Fund, Washington, D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9954.pdf>.
- Gelb, Alan H. 1989. "Financial Policies, Growth and Efficiency". Policy Research Working Paper 202. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Gerschenkron, Alexander. 1962. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essay*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.
- Gertler, Maek, and Andrew Rose. 1994. "Finance, Public Policy and Growth". In Caprio, Atiyas and Hanson, eds., pp. 13-45.
- Glaessner, Thomas, y Salvador Valdés-Prieto. 1998. "Pension Reform in Small Developing Countries". Documento de Trabajo Investigación Política 1983, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Goldberg, Linda, B. Gerard Dages, y Daniel Kinney. 2000. "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico And Argentina". *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. Vol. 6. No. 3.
- Goldsmith, Raymond W. 1969. *Financial Structure and Development*. New Heaven, Conn.: Yale University Press.
- Golembe, Carter H. 1960. "The Deposit Insurance Legislation of 1933: An Examination of Its Antecedents and Its Purposes". *Political Science Quarterly* 75(2, June):181-200.
- Goodhart, Charles. 2000. "The Organizational Structure of Banking Supervision". LSE Financial Markets Group Special Paper 127. <http://fmf.lse.ac.uk/publications/index.htm>.
- Greenspan, Alan. 1999. "Lessons from the Global Crisis". Comentarios ante el Banco Mundial, FMI, Programa de Seminarios, Washington, D.C. Septiembre 27, <http://www.federalresrve.gov/boarddocs/speeches/1999/199909272.htm>.
- Grossman, Sanford, y Joseph Stiglitz. 1980. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review* 70:393-408.
- Haq, Mahbub-ul, Inge Kaul, y Isabelle Grunberg. 1996. *The Tobin Tax*. New York: Oxford University Press.
- Hardouvelis, Gikas, Rafael La Porta, and Thierry Wizman. 1994. "What Moves the Discount on Country Equity Funds?". In Jeffrey Frankel, ed., *The Internationalization of Equity Markets*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hellman, Joel, Geraint Jones, y Daniel Kauffmann. 2000. "Seize the State, Seize The Day: State Capture, Corruption, and Influence in Transition Economies". Policy Research Working Paper 2444. Banco Mundial, Washington, D.C.

- Henry, Peter Blair. 2000a. "Equity Prices, Stock Market Liberalization, and Investment". *Journal of Financial Economics* 58(1-2):301-34.
- _____. 2000b. "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices". *Journal of Finance* 55:529-64.
- Hicks, John R. 1969. *A Theory of Economic History*. Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Honohan, Patrick. 2001a. "How Interest Rates Changed Under Liberalization: A Statistical Review". In Caprio, Honohan, and Stiglitz, eds. *Financial Liberalization*.
- _____. 2001b. "Perverse Effects of an External Ratings-Related Capital Adequacy System". *Economic Notes* 30(3). Por aparecer.
- _____. 2001c. "Recapitalizing Banking Systems: Implications for Incentives, Fiscal and Monetary Policy". Policy Research Working Paper 2540. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Honohan, Patrick, and Daniela Klingebiel. 2000. "Controlling the Fiscal Costs Of Banking Crises". Policy Research Working Paper 2441. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____. y Joseph E. Stiglitz. 2001. "Robust Financial Restraint". En Caprio, Honohan, y Stiglitz, eds., *Financial Liberalization*.
- IFC (International Finance Corporation-Corporación Financiera Internacional). 1998. *Financial Institutions: Lessons of Experience*. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund-Fondo Monetario Internacional). 2000. *International Capital Markets Development, Prospects, and Key Policy Issues* (by a staff team led by Donald J. Mathieson and Garry J. Schinasi). International Monetary Fund: Washington, D.C.
- Ingves, Stefan, y Goran Lind. 1996. "The Management of the Banking Crisis- In Retrospect". *Quarterly Review*, Sveriges Riksbank, No. 1:5-18.
- Islam, Roumeen. 1999. "Should Capital Flows be Regulated? A Look at the Issues and Policies". Policy Research Working Paper 2293. Banco Mundial, Washington, D.C.
- James, Estelle, James Smalhout, and Dimitri Vittas. 1999. "Administrative Costs And the Organization of Individual Account Systems: A Comparative Perspective". Policy Research Working Paper 2099. Banco Mundial, Washington, D.C.
- James, Estelle, y Dimitri Vittas. 2000. "The Decumulation (Payout) Phase of Defined Contribution (DC) Pillars: Policy Issues in the Provision of Annuities and Other Benefits". Policy Research Working Paper 2461. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Jappelli, Tullio, y Marco Pagano. 1999. "Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence". Working Paper 22, Centre for Studies in Economics and Finance, University of Salerno, May.
- _____. 2000. "Public Credit Information: A European Perspective". Washington, D.C.: Banco Mundial. Por aparecer en Margaret J. Miller, ed., *Credit Reporting Systems and the International Economy*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- John, Kose, Anthony Saunders, y Lemma Senbet. 2000. "A Theory of Bank Regulation And Management Compensation". *Review of Financial Studies*, Vol. 13, no. 1, Spring, 95-125.
- Johnson, Simon. 2000. "Private Contracts and Corporate Governance Reform: Germany's Neuer Markt". Cambridge, Mass.: MIT. <http://web.mit.edu/sjohnson/www/research.htm/>
- _____, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Schleifer. 2000. "Tunneling". *The American Economic Review Papers y Proceedings* 90(2,May): 22-7.
- _____, John McMillan, and Christopher Woodruff. 1999. "Property Rights and Finance". Cambridge, Mass.:MIT. <http://web.mit.edu/sjohnson/www/Research.htm/>
- Jordan, John, Joe Peek, y Eric Rosengren. 1999. "The Market Reaction to the Disclosure of Supervisory Actions: Implications for Bank Transparency". *Journal of Financial Intermediation* 9 (July): 298-319.
- Kahneman, D., and Andrei Tversky. 1979. "Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk". *Econometrica* 47:263-91.
- Kaminsky, Graciela, Richard Lyons, and Sergio Schmukler. 1999. "Managers, Investors, and Crisis: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets". Policy Research Working Paper 2399. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____.2000. "Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview". Documento P.R.W.P. 2529. Banco Mundial, Washington, D.C.
- _____.2000. "Economic Fragility, Liquidity, and Risk. The Behavior of Mutual Funds during Crises". Por aparecer, como Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Grupo Investigativo de Desarrollo, Washington, D.C.
- _____ and Sergio Schmukler, 2001. "On Financial Booms and Crashes: Regional Patterns, Time Patterns, and Financial Liberalization". Por aparecer como Policy Research Working Paper. Banco Mundial, Grupo Investigativo de Desarrollo, Washington, D.C.
- Kane, Edward. 2000. "Designing Financial Safety Nets to Fit Country Circumstances". Policy Research Working Paper 2453. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Kang, Jun-Koo, and René M. Stulz. 1999. "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan". *Journal of Financial Economics* 46(1):3-28.
- Kaplan, Idanna. 1999. "The Put Option Approach to Banking Crises in Emerging Markets: Valuing Implicit Deposit Insurance In Thailand". University of Washington, Department of Economics, Seattle.
- Keefer, Philip. 2000. "When Do Special Interest Run Rampant? Disentangling The Role of Elections, Incomplete Information and Checks and Balances in Banking Crises". Policy Research Working Paper 2543. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Keeton, William R. 1992. "The Reconstruction Finance Corporation: Would it Work Today?" Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, No. 1.

- Keynes, John Maynard. 1923. "A Tract on Monetary Reforms". Reimpreso en sus *Collected Writing's* (Donald Moggridge, ed.), Cambridge University Press. vol. IV.
- Khanna, Tarun, y Krishna Palepu. 1999. "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance". NBER Working Paper 6955. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Kim, Woonchan, y Shang-Jin Wei. 1999. "Foreign Portfolio Investors before And during a Crisis". NBER Working Paper 6968. Cambridge Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Kindleberger, Charles, P. 1978, 1996. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: John Wiley and Sons.
- King, Robert G., y Ross Levine. 1993a. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *Quarterly Journal of Economics* 108(3):717-37.
- _____. 1993b. "Finance, Entrepreneurship, and Growth". *Journal of Monetary Economics*, 32(3):513-42.
- Klingebiel, Daniela. 2000. "The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experiences". Policy Research Working Paper 2284. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Klapper, Leora. 2001. "Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use". Por aparecer como P.R.W.P., Banco Mundial, Grupo Investigativo de Desarrollo, Washington, D.C.
- Kraay, Aart. 1998. "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization". Banco Mundial, Grupo Investigativo de Desarrollo, Washington, D.C.
- Kroszner, Randall S. 1998. "On the Political Economy of Banking and Financial Regulatory Reform in Emerging Markets". *Research in Financial Services* 10:33-51.
- Kroszner, Randall S., and Philip E. Strahan. 1999. "Obstacles to Optimal Policy: The Interplay of Politics and Economics in Shaping Banking Supervision and Regulation Reform". University of Chicago, Graduate School of Business. <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/randall.kroszner/research/KrosStrahNBERfinal.pdf>.
- Laeven, Luc. 2000. "Banking Risks around the World: The Implicit Safety Net Subsidy Approach". Policy Research Working Paper 2473. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Lane, Philip, y Gian Maria Milesi-Ferretti. 1999. "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries". IMF Working Paper 99/115. International Monetary Fund, Washington, D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99115.pdf>.
- _____. 2000. "External Capital Structure: Theory and Evidence". CEPR Discussion Paper 2853. London: Centre for Economic Policy Research.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Schleifer. 1999a. "Corporate Ownership around the World". *Journal of Finance* 54:481 ff.

- _____. 1999b. "Investor Protection: Origins, Consequence, Reform". [http://www.worldbank.org/finance/html/investor protection.html](http://www.worldbank.org/finance/html/investor%20protection.html)
- _____. 2000. "Government Ownership of Banks". Harvard University, August. <http://www.economics.harvard.edu/faculty/laporta/laporta.html>
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Schleifer, y Robert W. Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance". *The Journal of Finance* LII(3):1131-50.
- _____. 1998. "Law and Finance". *Journal of Political Economy* 106 (6):1113-55.
- _____, Florencio López-de-Silanes, and Guillermo Zamarripa. 2000. "Soft Lending and Hard Landing: Related Lending in Mexico". Harvard University, Department of Economics, Cambridge, Mass.
- Levine, Ross. 1996. "Foreign Banks, Financial Development and Economic Growth". En Barfield, ed.
- _____. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature* 35:688-726.
- _____. 2001. "International Financial Liberalization and Economic Growth". *Review of International Economics*, por aparecer.
- Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics* 46(1):31-77.
- _____ and Sara Zervos. 1998^a. "Capital Control Liberalization and Stock Market Development". *World Development* 26:1169-84.
- _____. 1998b. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *American Economic Review* 88(3):537-58.
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Angel Ubide. 1998. "Crises, Contagion and the Closed-End Country Fund Puzzle". IMF Working Paper 98/143. International Monetary Fund, Washington, D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98143.pdf>.
- Li, Hongyi, Lyn Squire, and Heng-fu Zou. 1998. "Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality". *Economic Journal* 108(1):26-43.
- Lindgreen, Carl-Johan, Tomás J.T. Baliño, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn, and Leslie Teo. 2000. Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia. IMF Occasional Paper 188. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Lustig, Nora. 1999. "Crises and the Poor: Socially Responsive Macroeconomics", Presidential Address at the Fourth Annual Meeting of the Latin American and Caribbean Economic Association, (Lacea) Santiago de Chile, October 22, 1999. <http://www.lacea.org/Conferences-files/presidential.pdf>.
- Manove, Michael, A. Jorge Padilla, and Marco Pagano. 2000. "Collateral vs. Project Screening: A Model of Lazy Banks". Department of Economics, Boston University.

- Martínez-Peria, Maria Soledad, and Sergio Schmukler. 2001. "Do Depositors Punish Banks for 'Bad' Behavior? Market Discipline, Deposit Insurance and Banking Crises". *Journal of Finance* 56(3).
- Mason, Joseph R. 2000. Reconstruction Finance Corporation Assistance to Financial Intermediaries and Commercial and Industrial Enterprise in the U.S., 1932-37". Banco Mundial, Sector Financiero Estratégico y Departamento Político, Washington, D.C. <http://www.lebow.drexel.edu/mason/RFCWB.pdf>.
- McKinnon, Ronald I., y Huw Pill. 1999. "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing". *Oxford Review of Economic Policy* 15(3):19-38.
- Merton, Robert C., y Zvi Bodie. 2000. *Finance*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice-Hall.
- Miller, Margaret J., ed. Próximamente. *Credit Reporting Systems and the International Economy*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Mishkin, Frederic S. 2000. "Moral Hazard and Reform of the Government Safety Net". In Joseph R. Bisignano, William C. Hunter, and George Kaufman, eds., *Global Financial Crisis: Lessons from Recent Events*. Boston: Kluwer Academic Press.
- Modigliani, Franco, and Enrico Perotti. 1998. "Corporate Law Enforcement and the Development of Security Markets: Theory and Evidence". *Managerial and Decision Economics* 18:519-28.
- Morduch, Jonathan. 1999. "The Microfinance Promise". *Journal of Economic Literature* 37(4):1569-1614.
- Narayan, R.K. 1999. (publicado originalmente en 1952). *The Financial Expert*. Chicago: University of Chicago Press.
- Neusser, Klaus, y Maurice Kugler. 1998. "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries". *Review of Economics and Statistics* 80:636-46.
- North, Douglas C. 1999. "Understanding the Process of Economic Change". London: Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 106.
- Obstfeld, Maurice. 1998. "The Global Capital Market: Benefactor of Menace?" *Journal of Economic Perspectives* 12(4):9-30.
- Paulsen, Jo Ann. 2000. "The Rise, Reprieve, and Fall of State Banks in Africa". Mimeografiado. Política del Sector Financiero y Departamento Estratégico. Banco Mundial, Washington, D.C.
- Phillips, Ronnie J. 1995. "Credit Markets and Narrow Banking". Jerome Levy Economics Institute Working Paper 77. Blithewood, N.Y.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth". *American Economic Review* 88(3):559-586.
- Reding, Paul, and Juan Antonio Morales. 1999. "Currency Substitution and Network Externalities". University of Namur, Fundp, Namur, Belgium.
- Rocha, Roberto, Richard Hinz, and Joaquín Gutiérrez. 1999. "Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds: Are There Lessons from the

- Banking Sector?" Washington, D.C. World Bank Social Protection. Discussion paper, 99/29.
- Rodrick, Dani. 1998a. "Globalization, Social Conflict, and Economic Growth". Prebisch Lecture, *The World Economy* 21(2), March.
- _____. 1998b. "Symposium on Globalization in Perspective: An Introduction". *Journal of Economic Perspectives* 12(4):3-8.
- _____. 1998c. "Who Needs Capital-Account Convertibility?" En Stanley Fisher y otros, *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance* No. 207. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, May 1998.
- Romer, Thomas, y Barry Weingast. 1991. "The Political Foundations of The Thrift Debacle". En Alberto Alesina and Geoffrey Carliner, eds., *Politics and Economics in the Eighties*. Chicago: University of Chicago Press.
- Rousseau, Peter L., y Paul Wachtel. 1998. "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries". *Journal of Money, Credit and Banking* 30:657-78.
- Sebsted, Jennifer, y Monique Cohen. 2000. "Microfinance, Risk Management and Poverty". Background Paper for World Development Report 2000-2001.
- Schleifer, Andrei, y Lawrence Summers. 1990. "The Noise Trader Approach To Finance". *Journal of Economic Perspectives* 4(2, spring).
- _____. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press.
- Squire, Lyn. 1989. "Project Evaluation in Theory and Practice". In Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, eds., *Handbook of Development Economics*, Vol. II, Amsterdam: North Holland.
- Srinivas, P.S., Edward Whitehouse, and Juan Yermo. 2000. "Regulating Private Pension Funds. Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence". Washington, D.C. World Bank Social Protection. Discussion Paper 00/7.
- Stiglitz, Joseph E. 1994. "The Role of the State in Financial Markets". Actas de la Conferencia Anual del Banco Mundial Sobre Desarrollo Económico 1993. Washington, D.C. pags. 19-52.
- _____. 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability". *World Development* 28(6):1075-86.
- Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss. 1981. "Credit Rationing in markets With Imperfect Information". *American Economic Review* 71:393-410.
- Sylla, Richard. 1997. "The Rise of Securities Markets: What Can Government Do?" In Gerard Caprio and Dimitri Vittas, *Reforming Financial Systems: Historical Implications for Policy*. New York: Cambridge University Press.
- Udry, Christopher. 1994. "Risk and Insurance in a Rural Credit Market: An Empirical Investigation in North Nigeria". *Review of Economic Studies* 61:495-526.
- Vittas, Dimitri. 1998. "Regulatory Controversies of Private Pension Funds". Policy Research Working Paper. 1998. Banco Mundial, Washington, D.C.

- _____. 2000. "Pension Reform and Capital Market Development: 'Feasibility' and 'Impact' Preconditions". Policy Research Working Paper 2414. Banco Mundial, Washington, D.C.
- White, Eugene. 1997. "Deposit Insurance". En Gerard Caprio and Dimitri Vitas, *Reforming Financial Systems: Historical Implications for Policy*. New York: Cambridge University Press.
- World Bank. 1995. *Bureaucrats in Business: The Economics and Politics of Government Ownership*. New York: Oxford University Press.
- _____. 1998. Argentina Financial Sector Review. Washington, D.C.: Banco Mundial. <http://www-wds.worldbank.org/pdf-content/00017883098111703554833/multipage.pdf>.
- Wurgler, Jeffrey. 2000. "Financial Markets and the Allocation of Capital". *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 187-214.
- Wyplosz, Charles. 2001. "Financial Restraints and Liberalization in Post-War Europe". En Caprio, Honohan, and Stiglitz, eds., *Financial Liberalization*.

Esta edición se terminó de imprimir en diciembre de 2001.

Publicado por ALFOMEGA S.A.

Transversal 24 No. 40-44, Bogotá, Colombia.

La impresión y encuadernación se realizaron en

Quebecor World Bogotá.