

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 54

DICIEMBRE 1994

SANTIAGO DE CHILE

ANIBAL PINTO

Director

EUGENIO LAHERA

Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

Mercados de salud: morfología, comportamiento y regulación	7
<i>Jorge Katz y Ernesto Miranda</i>	
<hr/>	
¿Liberalización o desarrollo financiero?	27
<i>Günther Held</i>	
<hr/>	
Ajuste fiscal y gasto social	47
<i>Rossella Cominetti</i>	
<hr/>	
Logros y obstáculos en la educación formal de las mujeres	61
<i>Diane Alméras</i>	
<hr/>	
¿Qué se entiende por flexibilidad del mercado de trabajo?	81
<i>Ricardo A. Lagos</i>	
<hr/>	
Modernización de la supervisión bancaria	97
<i>Christian Larraín</i>	
<hr/>	
Costos y beneficios de la integración centroamericana	111
<i>Luis Cáceres</i>	
<hr/>	
Algunas enseñanzas de las privatizaciones en Argentina	129
<i>Daniel Azpiazu y Adolfo Vispo</i>	
<hr/>	
Ventajas comparativas extraordinarias y crecimiento a largo plazo: el caso de Ecuador	149
<i>André A. Hofman y Rudolf Buitelaar</i>	
<hr/>	
Industria cultural y nuevos códigos de modernidad	167
<i>Martín Hopenhayn</i>	
<hr/>	
Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL	179
<hr/>	
Publicaciones recientes de la CEPAL	181

¿Liberalización *o desarrollo* financiero?

Günther Held

*Coordinador de la Unidad de
Financiamiento de la CEPAL*

La reorientación de las economías hacia el mercado y la apertura al exterior que América Latina inició en los años setenta han dado pie a variadas políticas en el sector financiero. En este artículo se pasa revista a algunas experiencias destacadas en tres ámbitos de dicho sector: i) respecto de la banca se examinan ocho casos de liberalización financiera que condujeron a diversos problemas de solvencia bancaria en los últimos veinte años; ii) respecto del mercado de capitales, se analiza su rápido desarrollo en Chile desde comienzos de los años ochenta, y iii) respecto de las entradas de capital financiero externo privado, se ponen de relieve las elevadas tasas que ha exhibido México desde fines de ese decenio. A partir de conceptos que sitúan la liberalización financiera en el marco de los tipos de regulación que definen las reglas del juego, se hace hincapié en la necesidad de desarrollar deliberadamente la institucionalidad del sistema financiero para lograr entidades financieras solventes y que operen con eficiencia. De esta manera, a la desregulación de la variable financiera se contraponen el desarrollo financiero controlado.

I

Introducción

La liberalización financiera forma parte de las reformas económicas encaminadas a establecer regímenes de política económica orientados al mercado y abiertos al exterior que está llevando adelante un grupo creciente de países de la región desde mediados de los años setenta.

Este artículo busca mostrar el papel decisivo que desempeña el marco institucional —es decir, el sistema de regulaciones y normas que fijan las reglas del juego a las instituciones financieras—, en el cumplimiento de las funciones de captación y asignación de fondos de esas instituciones en los mercados de crédito y capital. Para confirmar este aserto, recurre a experiencias de reforma o liberalización financiera que se han dado en los países de la región.

Hay al menos otros dos factores que también inciden con fuerza en el aporte de los mercados financieros a los procesos de formación de capital. Primero, la oferta de fondos, ya que las instituciones financieras no pueden hacer más que captar y asignar esos fondos a la inversión y a otros usos socialmente rentables. Segundo, una macroeconomía que dé a las instituciones financieras y a los agentes económicos señales correctas de asignación de recursos, principalmente a través de un tipo de cambio real y tasas reales de interés concordantes con las condiciones de mediano y largo plazo. Estos factores se consideran aquí parte del entorno de las reformas o liberalizaciones financieras.

El artículo aborda primero cuestiones de carácter conceptual: sitúa la liberalización financiera en el contexto de los tipos de regulación que afectan a las instituciones financieras (sección II) y presenta sistemas alternativos de regulación y supervisión prudenciales de la banca (sección III). En seguida pasa revista a importantes experiencias relativas al papel del marco institucional en los mercados de crédito y capital en los países de la región: ilustra la importancia de fallas en la regulación y supervisión de la banca, recurriendo a una muestra de países en los que la liberalización financiera ha conducido a problemas de solvencia en los últimos veinte años (sección IV); examina la reforma al sistema de pensiones basada en la capitalización de fondos que se implantó en Chile en 1981, como un ejemplo sobresaliente de impulso a un mercado de capitales a partir de ahorros obligatorios y un vigoroso desarrollo institucional (sección V), y reseña el desarrollo del mercado de capitales de México desde fines de los años ochenta, a partir de una reforma financiera interna y de la introducción deliberada de una gama de títulos y valores que junto con fuertes incentivos a la inversión extranjera de cartera, han llevado a ese país a encabezar la captación de fondos externos en la región (sección VI). El artículo termina con la presentación de un conjunto de conclusiones (sección VII).

II

Tipos de regulación de las instituciones financieras

Tres tipos básicos de normas determinan en forma interrelacionada las reglas del juego a las que deben ceñirse las instituciones financieras y los agentes que participan en los mercados de crédito y capital: las regulaciones financieras, las de organización de la “industria” financiera, y las prudenciales, vinculadas al resguardo de la solvencia.

1. Regulación financiera

Las normas financieras buscan contribuir a la estabilidad macroeconómica y hacer más eficiente la asignación de recursos a la producción y la formación de capital, a través de tasas reales positivas (pero moderadas) de interés y un tipo de cambio realista y creíble.

CUADRO I

América Latina: Regulación de las instituciones financieras

Tipos de regulación	Principales objetivos	Políticas de desregulación	Políticas de reforzamiento de la regulación
Financiera	Eficiencia en la asignación de recursos. Estabilidad macroeconómica.	Liberalización financiera: se amplía el papel de los mercados financieros en la captación y asignación de fondos.	Se restringe el papel de los mercados financieros. Las normas intervencionistas pueden ocasionar "represión financiera".
Organizacional	Eficiencia operativa de las instituciones financieras. Eficiencia de los mercados financieros.	Desregulación organizacional: se extiende la gama de servicios financieros que pueden ofrecer las instituciones financieras. Desarrollo organizacional: se introducen nuevas instituciones e instrumentos financieros.	Disminuye la gama de servicios financieros que pueden ofrecer las instituciones financieras. Se crean instituciones financieras especializadas.
Prudencial	Solvencia de las instituciones financieras.	Desregulación prudencial: se aflojan las normas de control de la solvencia de las instituciones financieras. La ausencia de normas prudenciales conduce al "descontrol" de la solvencia.	Se fortalecen las normas de control de la solvencia de las instituciones financieras.

Las normas financieras influyen en las tasas de interés y el tipo de cambio, ya sea fijándolos, estableciendo bandas o topes para ellos, o permitiendo la participación de la autoridad monetaria en los mercados de dinero y de divisas. Estas normas también pueden establecer restricciones, exigencias de encaje, e impuestos al acceso de inversionistas extranjeros a los mercados financieros internos y al acceso de instituciones financieras internas a fondos de terceros, ya sea en moneda nacional o extranjera, e influir por estas vías en esos precios financieros claves.

Con miras principalmente a elevar la eficiencia del sistema financiero, la desregulación financiera persigue ampliar el radio de acción del mercado en la determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio, y disminuir las restricciones que influyen en la captación y asignación de fondos, incluido el crédito. Desde este ángulo, la liberalización financiera constituye una política amplia de desregulación y habitualmente forma parte de reformas encaminadas a una economía de mercado. Por el contrario, el reforzamiento de la regulación financiera se caracteriza por intervenciones de la autoridad encaminadas a limitar la acción del mercado.¹ Cuando estas intervenciones fijan tasas de interés y tipos de cambio demasiado bajos, o imponen elevados encajes y severas restricciones a la captación de fondos, ocasionan "represión financiera".²

¹ A veces las medidas de reforzamiento de la regulación se invocan para preservar la estabilidad macroeconómica; en otras ocasiones se justifican ante movimientos de fondos que pueden desviar las tasas de interés o el tipo de cambio de sus trayectorias de equilibrio de mediano y largo plazo.

² La "represión financiera" disminuye el volumen y la tasa real de crecimiento de los fondos y conduce a un sistema financiero rezagado compuesto por unos pocos bancos oligopólicos.

2. Regulación organizacional

Las normas de organización de la "industria" financiera apuntan principalmente a mejorar la eficiencia de las propias instituciones financieras y de los mercados de crédito y capital.

Para que las instituciones financieras tengan mayor eficiencia operativa,³ las normas deben posibilitar el pleno aprovechamiento de su capacidad instalada, de las economías de escala y de las ventajas de costo derivadas de la prestación de servicios financieros complementarios; a la vez, deben incentivar la competencia a través de la reducción de las barreras para ingresar a los diversos segmentos que componen los mercados de crédito y capital.

Para que los mercados financieros sean eficientes las normas deben promover la transparencia informativa acerca de la solvencia de los agentes participantes (que aquí se aborda más adelante al hablar de la regulación prudencial), deben evitar conflictos de interés entre ellos derivados de transacciones que incrementen el patrimonio de unos en perjuicio de otros (a través, entre otras cosas, de información privilegiada o que no es de dominio público,⁴) y deben posibi-

³ La eficiencia operativa está representada por un margen mínimo de diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas en el caso de los bancos y otras instituciones intermediadoras de fondos que ofrecen crédito, y por comisiones mínimas en el caso de las instituciones y agentes que ofrecen servicios financieros.

⁴ Los siguientes son ejemplos de conflictos de interés: bancos que otorgan créditos de alto riesgo a sus propietarios (colocaciones "relacionadas") cuya posterior liquidación involucra la pérdida de depósitos; bancos que al ampliar el giro de sus actividades incursionan en la administración de fondos de terceros, los que captan en su beneficio a bajas tasas de interés, en perjuicio de esos aportantes, y bancos que pueden mantener en sus activos acciones de empresas del sector real y que a través de la información privilegiada que les brinda el acceso a las carteras de crédito y de proyectos de esas empresas, están en condiciones de hacer ganancias en la bolsa de valores.

litar la introducción de nuevos instrumentos e instituciones financieros teniendo en cuenta la cuantía de los fondos que se canalizan a través de los mercados de crédito y capital.

En este contexto, la desregulación organizacional persigue ampliar la gama de servicios financieros que pueden prestar las instituciones financieras, aprovechando las ventajas de la diversificación y la tendencia a la desespecialización que caracteriza la evolución actual de los mercados financieros. Un ejemplo característico es la ampliación del giro de la banca comercial especializada para transformarse en una multibanca, o aun en una banca universal que pueda ofrecer la gama completa de servicios financieros. El reforzamiento de la regulación organizacional, en cambio, restringe la gama de servicios que pueden prestar las instituciones financieras con miras a que éstas se especialicen (como las asociaciones de ahorro y préstamo para la vivienda y los bancos agrícolas).

3. Regulación prudencial

Las instituciones financieras gestionan fondos de terceros en gran escala, asumiendo diversos riesgos de pérdida en esta gestión, o bien ponen en contacto a inversionistas financieros y a empresas del sector real que emiten valores (transables en bolsa) para obtener financiamiento de mediano y largo plazo. El desempeño de estas funciones compromete la confianza pública, razón por la cual la solvencia de esas instituciones (es decir, su capacidad para servir sus deudas y obligaciones con terceros en las condiciones pactadas) involucra importantes externalidades macroeconómicas.⁵ El principal objetivo de la regulación prudencial es, por lo tanto, el de preservar la situación de solvencia o estabilidad financiera de tales instituciones.

Con este propósito (y el de promover la eficiencia de los mercados financieros) las normas prudenciales actúan en dos direcciones principales. Primero, buscan hacer transparente la situación de solvencia de las instituciones financieras y las empresas emisoras de valores, exigiendo la entrega de información veraz, oportuna y suficiente acerca de sus riesgos de pérdida, resultados, patrimonio y otros antecedentes

⁵ El no pago de depósitos y otras obligaciones por parte de los bancos y otras instituciones financieras puede llevar a un amplio retiro de fondos, a la pérdida de confianza en el sistema financiero y a la reducción del crédito y de otros activos financieros. En cambio, la percepción de que las instituciones financieras son solventes afianza el sistema de pagos, reduce los costos de transacción de las instituciones financieras y posibilita la captación de fondos internos y externos que no estarían disponibles en otras condiciones.

vinculados a su capacidad para pagar en las condiciones pactadas los títulos y valores que han emitido. Esto permite que los inversionistas financieros (depositantes, ahorrantes y otros) tomen decisiones informadas, teniendo en cuenta la rentabilidad, el riesgo y la liquidez de los distintos títulos y valores que se ofrecen en los mercados financieros. Segundo, persiguen mantener a niveles adecuados el capital o patrimonio de las instituciones financieras, disponiendo la medición de sus riesgos de pérdida, el pleno provisionamiento de estos riesgos (en reservas de fondos constituidos con las utilidades) y la oportuna reposición de capital frente a pérdidas inesperadas (por trastornos macroeconómicos y otros acontecimientos que originan riesgo sistémico). Con esto se incentiva a las instituciones financieras a tomar por su propia cuenta riesgos compatibles con sus dotaciones de capital.

La desregulación prudencial se caracteriza por relajar los controles orientados a resguardar la solvencia de las instituciones financieras. La persistencia de este proceso puede conducir al "descontrol", es decir, a una marcada carencia de normas para informar y limitar los riesgos de pérdida que pueden asumir las instituciones financieras. El refuerzo de la regulación prudencial, por el contrario, perfecciona o fortalece las normas orientadas a preservar la solvencia de las instituciones financieras, e incentiva a los depositantes, ahorrantes e inversionistas financieros a desempeñar un papel activo en el control de los riesgos que pueden asumir las instituciones financieras y las empresas emisoras de valores, a fin de prevenir situaciones de pérdida de los fondos que han aportado.

4. Supervisión

Una efectiva supervisión de las instituciones financieras es esencial para que éstas cumplan las regulaciones financieras, de organización y prudenciales que rigen la prestación de sus servicios. Dependiendo del nivel alcanzado por los mercados de crédito y capital y de la política que se aplique para su desarrollo, la supervisión involucra a una o más autoridades especializadas del sector público. El desempeño de estas últimas dependerá principalmente de la autonomía, capacidad ejecutiva y respaldo gubernamental de que disfrute, de su disponibilidad de personal altamente calificado (con el objeto de dar contenido técnico a las normas y a su cumplimiento), del establecimiento de regulaciones claras y de sanciones bien calibradas para los casos de incumplimiento.

La tarea distintiva de la supervisión prudencial

de las instituciones financieras es una verificación periódica de la correcta valoración de las carteras de activos (préstamos o inversiones financieras, según el caso) de tales instituciones en función de sus di-

versos riesgos de pérdida, y a partir de allí, la publicación de indicadores sencillos de solvencia, fácilmente entendibles por los depositantes e inversionistas financieros.

III

Regulación y supervisión prudenciales de la banca

La fragilidad financiera de la banca otorga gran significado a la regulación y supervisión que resguardan su solvencia. Dicha fragilidad se debe a dos características de los bancos. La primera es el elevado apalancamiento de su estructura financiera: El monto de sus pasivos financieros (depósitos y otras obligaciones), o de sus activos financieros (préstamos e inversiones financieras), habitualmente equivale a más de diez veces su capital. Segundo, los bancos captan para sí recursos de terceros y efectúan con ellos colocaciones por cuenta propia, al asumir con su capital y otros fondos patrimoniales diversos riesgos de pérdida. En consecuencia, la pérdida o desvalorización de una fracción de sus carteras de préstamo e inversiones puede comprometer severamente su solvencia.

1. Normas en resguardo de la solvencia de la banca

Un sistema de regulación prudencial de la banca abarca los aspectos siguientes:

- a) *Exigencias para la entrada al sistema bancario:*
 - i) capital mínimo de incorporación;
 - ii) requisitos de idoneidad de los accionistas principales, directores y gerente general.
- b) *Riesgos compatibles con los elevados apalancamientos de los bancos:*
 - i) amplia diversificación de la cartera de préstamos e inversiones, y restricciones a créditos relacionados;
 - ii) límites a descalces entre fondos activos y pasivos.
- c) *Pleno aprovisionamiento de los riesgos de pérdida de los bancos:*
 - i) medición acuciosa de los riesgos de pérdida;

ii) constitución inmediata de provisiones sobre todos los riesgos.

d) *Mantenimiento sobre bases sólidas del capital de los bancos:*

- i) suspensión de intereses devengados sobre préstamos riesgosos;
- ii) reposición expedita de capital ante pérdidas no provisionadas;
- iii) requisitos de capital concordantes con el riesgo de los activos.

e) *Transparencia de la situación de solvencia de los bancos: información periódica a los depositantes sobre los riesgos y el patrimonio de los bancos a través de indicadores sencillos.*

f) *Salida ordenada del sistema bancario:*

- i) condición de insolvencia de un banco y procedimiento de liquidación;
- ii) orden de precedencia en el pago de depósitos y obligaciones con el patrimonio remanente.

La eficacia de estas normas dependerá de la supervisión de su efectivo cumplimiento, la publicación periódica de indicadores de solvencia de los bancos y la percepción por parte de los depositantes e inversionistas de que sus fondos están expuestos a pérdida frente a problemas financieros.

Si la condición de transparencia de la situación patrimonial de los bancos no se cumple, los depositantes e inversionistas no podrán aplicar la "disciplina de mercado", eligiendo a los bancos en función de sus respectivas tasas de interés de captación y del riesgo de pérdida que contienen sus activos. Al mismo tiempo, la falta de adecuada transparencia favorecerá o creará entre los depositantes e inversionistas la

percepción de que existe una garantía “implícita” del Estado a sus fondos, esto es, que el sector público responderá por ellos en situaciones de insolvencia aunque no haya una norma escrita al respecto. Desde luego, una norma explícita de garantía o de seguro para los depósitos y otras obligaciones, limita el control de la solvencia de los bancos por parte de esos aportantes en función directa a la proporción de los fondos que se garantice.

2. Sistemas alternativos de regulación y supervisión prudenciales

Las normas de resguardo de la solvencia presentadas más arriba y el régimen de garantía o de seguro para los depósitos, son los dos componentes principales de

un sistema o mecanismo institucional de regulación y supervisión de la solvencia de la banca. La combinación de estos dos componentes lleva a cuatro sistemas alternativos (cuadro 2): banca libre o no regulada, banca controlada por el sector público, banca bicontrolada y banca descontrolada o sin controles de solvencia).

a) Banca libre o no regulada

En un sistema de banca libre o no regulada no hay garantía del Estado, ni seguro para los depósitos, ni normas dirigidas a preservar la solvencia de los bancos o de otra naturaleza. Como los depositantes asumen importantes riesgos de pérdida, demandarán transparencia informativa acerca de la situación de

CUADRO 2

Sistemas de regulación y supervisión de la solvencia de la banca.

Normas de solvencia	Sin controles de la solvencia	Con controles de la solvencia
Garantía para los depósitos y otras obligaciones. ^a		
Sin garantía para los depósitos.	Banca libre o no regulada: ^b Los bancos están sujetos al control de los depositantes.	Banca bicontrolada: Los bancos están sujetos al control de los depositantes y de una autoridad pública del sector financiero.
Con garantía para los depósitos.	Banca descontrolada: Los bancos no están sujetos al control de los depositantes y al de una autoridad pública del sector financiero.	Banca controlada por el sector público: Los bancos están sujetos al control de una autoridad pública del sector financiero.

Fuente: Adaptado de Feller (1989).

^a El cuadro admite que si prevalece un seguro para los depósitos las primas son uniformes y que, por lo tanto, el seguro produce efectos similares a los de una garantía parcial para los depósitos (los depositantes tienden a fijarse sólo en las tasas de interés y a desentender los riesgos de pérdida de sus depósitos).

^b En términos estrictos, una banca libre supone la ausencia de toda clase de regulaciones y no sólo de regulaciones prudenciales.

solvencia de los bancos, tomarán grandes precauciones al elegir una institución financiera, o bien sólo estarán dispuestos a efectuar depósitos contra el pago de elevadas tasas de interés reales.

b) Banca controlada por el sector público

La garantía o el seguro explícito o implícito del Estado para los depósitos y otras obligaciones rompe

la lógica de la relación rentabilidad-riesgo, al inducir a los depositantes e inversionistas a aportar fondos a los bancos sin tener en cuenta los riesgos de insolvencia de estos últimos. La principal, si no única, motivación de esos aportantes es la de localizar a los bancos que ofrecen las tasas de interés de captación más elevadas. En consecuencia, la responsabilidad de resguardar la solvencia de la banca recae enteramente en la regulación y supervisión prudenciales del sector público. Esta tarea demanda una definición rigurosa de las normas de solvencia que se presentaron más arriba y la supervisión de su efectivo cumplimiento.

c) *Banca bicontrolada*

La ausencia de una garantía o de un seguro explícito para los depósitos y otras obligaciones, junto con el suministro de información periódica acerca de la situación de solvencia de los bancos, incentiva a los depositantes e inversionistas financieros, especialmente a aquéllos que manejan grandes sumas, a aplicar activamente una disciplina de mercado. Ellos evaluarán los riesgos involucrados en los activos de los bancos (que ponen en peligro sus propios fondos) y los cotejarán con las tasas de interés de captación. Por otro lado, la regulación y supervisión prudencia-

les limitarán los riesgos bancarios y establecerán requisitos de provisiones y capital. Puesto que tanto los aportantes de recursos como una autoridad del sector público asumen funciones de resguardo de la solvencia, podemos hablar de un marco institucional de banca bicontrolada.

d) *Banca descontrolada o sin controles de la solvencia*

En este caso, una amplia garantía del Estado a los depósitos y otras obligaciones, ya sea explícita o implícita, induce a los depositantes y otros acreedores bancarios a ofrecer fondos a los bancos teniendo en cuenta sólo sus tasas de interés de captación o pasivas y pasando por alto sus riesgos de insolvencia. Por otra parte, la regulación y supervisión prudenciales acusan severas fallas o están prácticamente ausentes. Por su parte, la regulación y supervisión bancaria giran en torno a las normas contables y financieras y su cumplimiento. En estas condiciones, ni los depositantes y otros acreedores bancarios, ni una autoridad del sector público, se ocupan de los riesgos de pérdida que asumen los bancos. En consecuencia, este marco institucional carece de controles de la solvencia de los bancos.

IV

Problemas de solvencia en liberalizaciones financieras realizadas en la región

1. Fallas en la regulación y supervisión prudenciales como factor de inestabilidad financiera de la banca

El cuadro 3 presenta una muestra de ocho experiencias de liberalización financiera en la región que condujeron a problemas de solvencia en la banca en los últimos veinte años. Dos factores contribuyeron en especial a este resultado. En primer lugar, hubo severas fallas en la regulación y supervisión prudenciales, las que se debieron a defectos en el control de los riesgos, a normas inadecuadas de provisiones y capital, a supervisiones débiles o enfocadas a aspectos contables y financieros, y a una garantía estatal explícita o implícita para los depósitos y otras obligaciones. Casi todas

esas experiencias ocurrieron precisamente en el marco institucional más proclive a generar problemas de solvencia: el de la banca descontrolada o carente de controles de solvencia (cuadro 2).

En segundo lugar, los entornos macroeconómicos con frecuencia acusaron elevados riesgos sistémicos derivados de condiciones inestables o estuvieron sujetos a fuertes ajustes, con importantes alteraciones en el nivel de actividad económica, los precios relativos y los ingresos de las firmas y las personas. Al afectar a la "primera" fuente de pago de los préstamos o al valor de las garantías ("segunda" fuente de pago) estos factores deterioraron por su cuenta la calidad de la cartera de préstamos de los bancos. (Véase en el anexo un breve recuento de estas experiencias de liberalización).

CUADRO 3

América Latina (ocho países): Problemas de solvencia bancaria en los últimos veinte años.

Países	Período	Regulación financiera	Condiciones macroeconómicas	Regulación y supervisión prudenciales	Resultados	
					Estabilidad del sistema financiero	Precios financieros
Argentina	1974-81	Liberalización de las tasas de interés y del crédito. Apertura temprana de la cuenta de capital.	Déficit fiscal y alta inflación. Estabilización basada en el tipo de cambio (1978-81).	Severas fallas.	Crisis financiera de la banca.	Elevadas tasas de interés reales. Tipo de cambio rezagado.
Chile	1974-82	Liberalización de las tasas de interés y del crédito.	Reformas estructurales y ajuste financiero del sector público. Estabilización basada en el tipo de cambio (1978-82).	Severas fallas.	Crisis bancaria generalizada.	Elevadas tasas de interés reales. Tipo de cambio rezagado.
Uruguay	1974-82	Liberalización de las tasas de interés y del crédito. Apertura temprana de la cuenta de capital.	Desajuste en la balanza comercial. Estabilización basada en el tipo de cambio (1979-82).	Severas fallas.	Crisis financiera de la banca.	Elevadas tasas de interés reales. Tipo de cambio rezagado.
Colombia	1979-82	Límites sectoriales del crédito. Manejo cauteloso del endeudamiento externo.	Condiciones macroeconómicas relativamente estables.	Severas fallas.	Crisis financiera de la banca	Estructura fragmentada de las tasas de interés.
Costa Rica	1983-87	Liberalización gradual de las tasas de interés y del crédito.	Estabilización y ajuste de la balanza de pagos.	Importantes mejoras en la regulación y supervisión prudenciales.	Crisis financiera de las sociedades financieras no reguladas.	Elevadas tasas de interés reales en el sector financiero no regulado.
Bolivia	1985-90	Liberalización de las tasas de interés y del crédito.	Estabilización y ajuste estructural después de elevados déficit fiscales e hiperinflación.	Severas fallas.	Insolvencias bancarias aisladas.	Declinación de tasas de interés reales muy elevadas.
Perú	1990-92	Liberalización de las tasas de interés y del crédito.	Estabilización y ajuste estructural después de elevados déficit fiscales e hiperinflación.	Defectos en las normas de provisiones y de capital.	Problemas de solvencia de la banca.	Lenta declinación de tasas de interés reales muy elevadas.
Venezuela	1989-94	Liberalización de las tasas de interés y del crédito.	Estabilización y ajuste en presencia del déficit del sector público.	Severas fallas.	Crisis financiera de la banca.	Elevadas tasas de interés reales.

2. Reformas recientes a la regulación de la banca

Los casos de inestabilidad financiera que han aflorado en la región en los últimos veinte años (incluidos los que aparecen en el cuadro 3), y la extensión de las políticas de reforma y liberalización financiera, han impulsado un generalizado fortalecimiento de los sistemas de regulación y supervisión prudenciales de la banca, principalmente a partir de mediados de los años ochenta.

Las reformas a dichos sistemas han hecho hincapié tanto en las normas de control de la solvencia y el papel de la autoridad supervisora, como en la importancia de definir y limitar la garantía del Estado o el seguro para los depósitos. El primer curso de acción ha conducido a restringir los riesgos de cartera, sobre todo los de créditos relacionados, así como a clasificar la cartera de préstamos según categorías de riesgo de los deudores, a establecer normas más rigurosas de provisiones y, en forma creciente, a enunciar los requisitos de capital según el riesgo de diversas categorías de activos, siguiendo las recomendaciones del Acuerdo de Basilea.⁶ En cuanto al segundo curso de acción, la mayor parte de los países ha optado por establecer una garantía explícita pero limitada para los depósitos, en tanto que un par de ellos han decidido no mantener tal protección.⁷

Sin embargo, se ha avanzado poco en la entrega de información a los depositantes y al público sobre los riesgos de pérdida involucrados en los créditos e inversiones de los bancos. Esto ha tendido a mantener vigente la percepción de una garantía estatal implícita para los depósitos, pese a haberse limitado ta-

les garantías. Incluso en Chile, donde desde 1987 se publican indicadores relativamente sencillos sobre estos riesgos y sobre la situación patrimonial de los bancos y donde se ha hecho presente a los depositantes el riesgo de pérdida de sus fondos al reservar la garantía del Estado sólo para montos limitados, una importante proporción de los depositantes sigue comportándose como si sus fondos estuviesen protegidos por una garantía implícita (Valdés y Lomakin, 1988). En tanto persista esta percepción, la responsabilidad por la regulación y supervisión de la solvencia de los bancos continuará recayendo esencialmente en la autoridad pública (cuadro 2).

Las reformas organizacionales al sistema financiero realizadas en los últimos veinte años con frecuencia han incluido la ampliación del giro de la banca comercial para avanzar hacia la multibanca, e incluso, como sucedió en México, hacia la banca universal a través de la reglamentación de los conglomerados financieros (véase más adelante la sección VI). Por otra parte, en los países de la región que ya cuentan con sistemas financieros relativamente desarrollados, han tendido a surgir conglomerados financieros de hecho, a través de la propiedad y gestión interrelacionada de bancos y otras instituciones financieras. Este proceso ha planteado complejos interrogantes a la regulación organizacional y prudencial, en lo tocante a la transparencia de los resultados y de la situación patrimonial tanto de las instituciones involucradas como del conglomerado del cual forman parte, y a la prevención de conflictos de interés que pueden beneficiar el patrimonio de determinadas instituciones del conglomerado en perjuicio de otros agentes económicos (Morandé y Sánchez, 1992).

V

Reforma al sistema de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile

A fines de 1980 Chile optó por sustituir los sistemas de pensiones prevalecientes, basados en el reparto, por un

régimen de capitalización con cotizaciones en cuentas individuales. Estas cotizaciones son obligatorias para los

⁶ Con el objeto de determinar los requisitos de capital de un banco, el Acuerdo de Basilea asigna a diversas clases de activos una ponderación de riesgo que varía entre cero y cien por ciento, según el riesgo crediticio involucrado. Así, por ejemplo, para los fondos disponibles la ponderación es de cero, en tanto que para los créditos es de uno. Con miras a establecer una convergencia de los requisitos de capital de los bancos de los distintos países, la rela-

ción entre el capital y las diversas categorías de activos (cada una ponderada por su riesgo crediticio relativo) debía alcanzar al 8% a fines de 1992.

⁷ Comisión Nacional Bancaria de México, Relación del resultado de la encuesta sobre seguro de depósito en la X Asamblea de la Asociación de Organismos Supervisores Bancarios de América Latina y el Caribe (Santiago de Chile, 1993).

perceptores de sueldos o salarios, y son aportadas por los propios trabajadores mediante una deducción equivalente al 10% de sus ingresos (sujeto a un tope a partir del cual pueden hacer cotizaciones voluntarias). En consecuencia, en la base del nuevo sistema de pensiones está un ahorro compulsivo de carácter institucional.

Los nuevos fondos de pensiones se han convertido rápidamente en los principales inversionistas institucionales y en un factor determinante del rápido desarrollo que ha registrado el mercado de capitales chileno.⁸ Después de una década de funcionamiento, a fines de 1992 los fondos de pensiones acumulaban recursos equivalentes al 34.5% del PIB (en tanto que las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión extranjeros tenían recursos equivalentes al 9.2, 2.6 y 3% del PIB, respectivamente). A esa fecha, los fondos de pensiones mantenían cerca del 60% de los bonos emitidos por grandes empresas, alrededor del 60% de las letras hipotecarias en circulación y más del 20% de las acciones aptas para ser adquiridas por ellos. El creciente impacto de los fondos de pensiones queda de manifiesto en la proyección de sus recursos acumulados: estos podrían ser equivalentes al PIB hacia los años 2015-2020 (Iglesias, Acuña y Villagrán, 1988).

1. Desarrollo institucional del mercado de capitales

El veloz crecimiento de los fondos de pensiones ha planteado el desafío de dotar al mercado de capitales de una sólida institucionalidad que permita canalizar esos recursos hacia usos socialmente rentables, a través de una gama de instituciones e instrumentos financieros sujetos a regulación prudencial. El desarrollo institucional se ha considerado decisivo para los logros alcanzados por el nuevo sistema de pensiones hasta la fecha (limitados aquí a la acumulación de fondos y al ahorro) y para su consolidación en el tiempo (Arrau, 1993).

El cuadro 4 muestra el desarrollo institucional del mercado de valores y seguros desde fines de 1980, cuando se creó el nuevo sistema de pensiones y sus instituciones básicas: los fondos de pensiones, las entidades administradoras de esos fondos y la superintendencia encargada de la regulación y supervisión de estas últimas. Del cuadro se desprende que ha habido un esfuerzo continuo de las autoridades del

sistema financiero por actualizar y perfeccionar las regulaciones y normas sobre distintos aspectos de un mercado de capitales en rápida expansión: sociedades anónimas abiertas, transacciones con valores, transparencia del mercado, clasificación del riesgo de los valores de oferta pública, progresiva ampliación de las alternativas de inversión de los fondos de pensiones, redefinición del papel de la superintendencia de valores y seguros, y otros.

Actualmente se discute en el Congreso un proyecto de ley que propone importantes modificaciones a la normativa del mercado de capitales (cuadro 4), teniendo en cuenta tanto la concentración de los fondos de pensiones en acciones de sociedades anónimas que prestan servicios públicos, como la escasez de instrumentos financieros. Pero ya se perfilan nuevas necesidades de ordenamiento institucional ligadas a la inversión de fondos de pensiones en el exterior, el perfeccionamiento de la "industria" de seguros de vida (que paga pensiones bajo la modalidad de planes de renta vitalicia), y la regulación de conglomerados financieros ante la expansión de los bancos hacia diversos segmentos de los mercados de crédito y capital.

Los fondos de pensiones y sus respectivas entidades administradoras están sujetos a férreas normas de regulación y supervisión prudenciales, por tratarse de ahorros obligatorios de los propios trabajadores, que a su vez serán su principal fuente de ingreso en sus edades pasivas (cuadro 5). El patrimonio de la sociedad administradora es completamente separado de aquél del fondo de pensiones; la sociedad puede administrar sólo un fondo y debe asegurar una rentabilidad mínima al gestionar sus activos. Las normas que rigen la cartera de activos de los fondos señalan que todos los títulos y valores deben satisfacer rigurosas normas de evaluación de riesgos y estar clasificadas en categorías de riesgo bajas; esa cartera está sujeta a una amplia diversificación por instrumento financiero y por emisor, a una valoración continua de los títulos y valores a precios de mercado, y a la custodia de los títulos y valores que la componen en el Banco Central.

2. Reforma previsional y ahorro nacional

El ahorro previsional derivado de la reforma al sistema de pensiones también ha hecho un aporte directo importante al ahorro nacional, aunque el efecto neto sobre este último es difícil de establecer, por haber sustitución o complementación de otras formas de

⁸ Esta posición deriva tanto del largo período de cotización que media entre la incorporación y el retiro de las personas de la fuerza de trabajo (habitualmente 30 a 40 años) como de la capitalización de fondos durante todo ese período.

CUADRO 4

Chile: Desarrollo del marco institucional y de regulación de los fondos de pensiones y del mercado de valores^a

Nov. 1980	D.L. 3.500	Crea sistemas privados de pensiones que incluye Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP).
Dic. 1980	D.L. N° 3.538	Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).
Oct. 1981	Ley N° 18.045	Ley del Mercado de Valores.
Oct. 1981	Ley N° 18.046	Ley de Sociedades Anónimas.
Dic. 1985	Circular 574 de la SVS	Define personas relacionadas.
Enero 1986	Circular 585 de la SVS	Obliga a informar sobre transacciones accionarias efectuadas por accionistas mayoritarios, directores y ejecutivos.
Marzo 1986	Circular 601 de la SVS	Obliga a informar de cualquier evento que pueda afectar significativamente los negocios de sociedades anónimas abiertas.
Oct. 1987	Ley N° 18.660	Obliga a la clasificación continua de los valores de oferta pública según categorías de riesgo.
Julio 1989	Ley N° 18.815	Ley de fondos de Inversión. Permite a los fondos de pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios y capital de riesgo.
Dic. 1989	Ley N° 18.876	Norma la constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores.
Mayo 1992	Acuerdo de la Comisión Clasificadora de Riesgos.	Autoriza a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir en proyectos sin historia.
Mayo 1993	Circular 776 de la SAFP	Obliga a entregar información estandarizada sobre la rentabilidad de las cuentas individuales según tramos de ingreso de los afiliados.
1993	Proyecto de ley	Propone sustanciales modificaciones a las leyes del mercado de valores: Crea empresas "securitizadoras". Perfecciona la "industria" clasificadora de riesgos. Precisa las responsabilidades de los corredores de bonos. Crea fondos de inversión de desarrollo de empresas (FIDE). Fortalece la regulación de la solvencia de las compañías de seguro. Flexibiliza los límites de inversión de las AFP. Norma los factores de riesgo para las inversiones de la AFP en el exterior.

Fuente: Arrau (1993).

^a Excluye las reformas a las leyes y normas que regulan las actividades de los bancos y sociedades financieras, y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

ahorro. El ahorro nacional bruto (a precios corrientes) aumentó desde un promedio de 12,5% del PIB en 1976-1979, antes de la reforma, a un promedio de 23.5% en 1990-1992, esto es, en 11 puntos porcentuales del PIB. El ahorro previsional aportó en forma directa un poco más de tres puntos del PIB a este considerable incremento.⁹

⁹ Según datos de las cuentas nacionales y del Ministerio de Hacienda de Chile.

El hecho de que el ahorro público haya sido positivo desde 1987, ha sido esencial para que el ahorro previsional haya tenido un efecto neto positivo sobre el ahorro nacional. Esto indica que las finanzas públicas han absorbido el déficit previsional en que se incurrió debido a la canalización de cotizaciones hacia el nuevo sistema de pensiones, y al pago por el sector público de las pensiones de instituciones del sistema antiguo (aquejadas por severos desajustes financieros de diverso origen).

CUADRO 5

Chile: Normas de regulación prudencial de los fondos de pensiones

Contenido de las normas

- A. *Sociedad administradora del fondo de pensiones*
1. Sociedad administradora con patrimonio completamente independiente del fondo.
 2. Una sociedad administradora puede gestionar sólo un fondo.
 3. La sociedad administradora debe asegurar una rentabilidad mínima del fondo, recurriendo cuando sea necesario a un encaje aportado por ella misma y que es mantenido en el Banco Central.
- B. *Cartera de inversiones del fondo de pensiones*
1. Los fondos de pensiones sólo pueden invertirse en valores o instrumentos financieros autorizados por ley.
 2. Todos los valores o instrumentos financieros que son objeto de inversión deben haber sido clasificados favorablemente por la Comisión Clasificadora de Riesgos.
 3. Las normas de diversificación de cartera por instrumento financiero y por emisor, orientadas a un bajo perfil de riesgo de los fondos, son estrictas.
 4. Por regla general, todos los valores e instrumentos financieros deben transarse en bolsas de comercio u otros mercados secundarios establecidos.
 5. Se efectúa una valorización estandarizada diaria de la cartera de inversiones con precios suministrados por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Al menos el 85% de la cartera debe estar valorizada a precios de mercado.
 6. Al menos el 90% de los valores e instrumentos que componen la cartera de inversiones de un fondo de pensiones debe encontrarse en custodia en el Banco Central.

Fuente: Iglesias y Acuña (1991).

VI

Desarrollo del sistema financiero y atracción de capital financiero privado externo en México

Dos factores interrelacionados, entre varios de origen interno y externo, fueron decisivos para atraer capital financiero privado externo a México a partir de 1989: la reforma y desarrollo institucional del sistema financiero interno, y los fuertes incentivos a las entradas de capital financiero.

1. Reforma y desarrollo institucional del sistema financiero interno

Las principales medidas de reforma financiera que se adoptaron en México a partir de 1989¹⁰ incluyeron la desregulación del crédito y las tasas de interés, una

amplia apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos, y el acceso de inversionistas extranjeros a los mercados financieros internos y a la propiedad de sociedades anónimas no financieras (cuadro 6).

La liberalización financiera se implantó junto con la reprivatización de la banca y una definición amplia de sus actividades como multibanca; la reglamentación de conglomerados financieros encabezados por una sociedad controladora y compuestos al menos por tres instituciones financieras (los conglomerados no pueden tener inversiones patrimoniales en empresas del sector real de la economía);¹¹ las modificaciones de los marcos en que se desenvuelven los mercados de valores y seguros con miras a la internacionalización de sus actividades, y la adopción de nuevos resguardos

¹⁰ Los principales antecedentes de la reforma financiera fueron una banca nacionalizada en 1982 con motivo de la crisis de la deuda externa, y una normativa que concedía espacios limitados a agentes extranjeros en la propiedad accionaria de sociedades anónimas internas a través de las disposiciones del Reglamento de ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera, de 1973.

¹¹ Un conglomerado financiero requiere la participación de al menos tres de las siguientes instituciones: banco múltiple, arrendadora financiera, empresa de factoraje, casa de bolsa, casa de cambio, almacén general de depósito, empresa de seguro, institución de fianza o sociedad de inversión.

CUADRO 6

México: Reformas al sistema financiero, 1989-1992

Tipos de regulación	Principales medidas
Liberalización financiera	Desregulación de las tasas de interés. Eliminación de controles selectivos al crédito. Eliminación de encajes, aunque sujetando los activos de los multibancos a un coeficiente de liquidez. Modificaciones al régimen de inversión extranjera encaminadas a facilitar la entrada de capital financiero externo.
Desarrollo y desregulación organizacional.	Privatización de la banca comercial. Nueva ley de instituciones de crédito sobre la base de bancos privados constituidos como multibancos. Reglamentación de conglomerados financieros bajo un esquema de sociedades controladoras. Reformas y/o adiciones y ajustes a las leyes del mercado de valores, seguros y fianzas.
Reforzamiento de la regulación y supervisión prudenciales de los bancos y conglomerados financieros.	Clasificación de las carteras de crédito de acuerdo con categorías de riesgo y constitución de reservas preventivas sobre los riesgos medidos de pérdida. Requisitos de capital equivalentes al 8% de los activos y otras operaciones sujetas a riesgos (a alcanzarse en 1993). Avances en la regulación y supervisión de conglomerados financieros. Avances en la reglamentación de operaciones de bancos mexicanos en el exterior.

Fuentes: Martínez (1992); Caro (1994).

en relación con la solvencia de los bancos y conglomerados financieros (Martínez, 1992).

Sin embargo, la Nacional Financiera (NAFIN) y el Banco de Comercio Exterior (BANCOMEXT) han permanecido como instituciones financieras públicas de desarrollo con un importante componente de banca de "segundo piso". Nafin incluye entre sus principales funciones el apoyo al financiamiento de la inversión y la pequeña empresa; el Bancomext complementa el financiamiento de las actividades de exportación de empresas de distinto tamaño.

Al mismo tiempo, las autoridades del sistema financiero introdujeron diversos valores internos destinados a captar inversiones internacionales de cartera, y reglamentaron la colocación de valores mexicanos en los mercados internacionales de capital, creando una sección especial en el registro nacional de valores. Las alternativas accionarias incluyeron la colocación de acciones de sociedades anónimas mexicanas en el mercado estadounidense mediante ADR;¹² la adquisición por inversionistas extranjeros en el mercado de valores internos, de acciones de libre suscripción (o serie B) con plenos derechos pecuniarios y patrimoniales; la compra por esos inversionistas de acciones previamente reservadas a personas mexicanas (serie A), siempre que fuesen parte de un fondo mutuo que otorgara derechos pecuniarios (a través de certificados de participa-

ción ordinaria) pero no derechos patrimoniales, como el fondo neutro administrado por NAFIN; y la constitución de "fondos país" a fin de que esos inversionistas pudiesen adquirir acciones y otros valores en las bolsas locales, entre los cuales el Fondo México es uno de los más antiguos e importantes.

Los inversionistas extranjeros también han tenido acceso a valores de la deuda interna a través de certificados de tesorería de corto plazo denominados en pesos (CETES), bonos ajustables (Ajustabonos) y otros títulos públicos de mediano plazo. Las empresas y bancos mexicanos, ya sean privados o públicos, y las instituciones del sector público, también han podido obtener recursos en el exterior, colocando según el caso bonos, valores comerciales y certificados de depósito, principalmente en el euromercado.

2. Incentivos a las entradas de capital financiero

Tres factores contribuyeron a incentivar la entrada de capital a México a partir de 1989: i) una perceptible reducción del riesgo asociado al país y del riesgo de los emisores internos de valores; ii) altas tasas de interés internas frente a un bajo riesgo cambiario (ante variaciones decrecientes y prefijadas en el tipo de cambio nominal con miras a la estabilización de precios) y a bajas tasas de interés en los Estados Unidos y otros países industrializados y iii) considerable subvaloración del patrimonio bursátil de las sociedades anónimas mexicanas frente a las perspectivas económicas derivadas de las reformas en curso.

¹² Los ADR (*American depositary receipts*) son certificados emitidos por un banco estadounidense sobre acciones y otros títulos extranjeros, y son negociables en el mercado de valores de los Estados Unidos.

En la reducción del riesgo ligado a la inversión en valores mexicanos influyeron varios resultados de la política económica: la renegociación de la deuda externa que culminó en 1989, el saneamiento de las finanzas públicas (que tornó el déficit consolidado del sector público de casi 6% del PIB en 1989 en un superávit de 1.5% en 1992), y la reducción de la inflación, medida por las variaciones del índice de precios al consumidor, desde un 30% a un 15% en el mismo período. Dos conocidas agencias internacionales clasificadoras de riesgo catalogaron a México en 1992 en una categoría de riesgo país muy próxima a los “grados de inversión” para los efectos de la colocación de valores mexicanos en los mercados internacionales de capital. En el caso de valores transables en el mercado interno, una de ellas calificó a los certificados de tesorería denominados en pesos (CETES) en la categoría más alta de la inversión para títulos de deuda de corto plazo, y a la deuda pública mexicana de largo plazo en un grado de inversión.

La desregulación de las tasas de interés internas y del crédito bancario (en medio de políticas de estabilización y ajuste) condujo a una marcada diferencia entre las tasas de interés nacionales e internacionales. En 1989-1992, el costo anual medio de los fondos pasivos internos se situó entre 11 y 14 puntos porcentuales por encima de las tasas de interés anuales de corto plazo en los Estados Unidos —ajustadas estas últimas por las variaciones del tipo de cambio en México— y subiría a más de 20 puntos porcentuales al año para el promedio de los fondos activos internos a raíz de los elevados márgenes de intermediación de los bancos locales. Estas diferencias, unidas al bajo riesgo cambiario (el tipo de cambio nominal subió 4.3 y 1.4% por año en 1991 y 1992, frente a un índice de precios al consumidor que aumentó en 18.8 y 11.9%, respectivamente) y a la evolución favorable del riesgo de la inversión en valores mexicanos, originaron simultáneamente fuertes incentivos a las entradas de capital externo hacia valores de la deuda interna (CETES y otros) y hacia la colocación de valores en el exterior (bonos y otros).

La valoración del patrimonio bursátil de las sociedades anónimas mexicanas era equivalente a sólo el 11% del PIB en 1989. Esta subvaloración alentó importantes entradas de capital extranjero hacia la bolsa, que contribuyeron al espectacular despegue de ella. El índice de precios de las acciones cotizadas en bolsa se elevó 133%, en términos reales, entre 1989 y 1992, en tanto que la rentabilidad media anual en dólares de las inversiones bursátiles alcanzó a alrede-

dor del 60% en ese período (en parte por la lenta evolución del tipo de cambio). A fines de 1992, el patrimonio bursátil de las sociedades anónimas mexicanas había subido a casi el 50% del PIB.

El cuadro 7 reseña los instrumentos financieros de renta variable y fija, dirigidos a los mercados de capital externos e internos, y muestra los flujos de capital involucrados en el período 1989-1992, o el valor de mercado de los respectivos fondos a fines de este último año.

3. Efectos macroeconómicos y regulación de las entradas de capital financiero

Dados los excepcionales elementos con que contaba México para atraer a la inversión extranjera, desde fines de los años ochenta este país destacó rápidamente en la región como captador de fondos externos. Entre 1989 y 1992 el saldo de la cuenta de capital de su balanza de pagos saltó del 1.5% al 7.9% del PIB. De este monto, la inversión extranjera de cartera representó el 15.5% en 1989 y se empinó al 52% en 1992 (Caro, 1994).

El cúmulo de entradas de capital financiero externo trajo consigo efectos macroeconómicos contradictorios con otros objetivos de política económica. La moneda nacional se apreció en 17.6%, en términos reales entre 1989 y 1992, dificultando la estrategia exportadora que se puso en marcha en los años ochenta. El ahorro externo a precios corrientes (medido como el saldo de la cuenta corriente con signo contrario) aumentó desde un 2.6% del PIB en 1989 a alrededor de 6.5% en 1992, esto es, en 3.9 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, la inversión interna bruta a precios corrientes en ese período sólo subió de 21.4% a 23.3% del PIB, esto es, en 1.9 puntos porcentuales.¹³ En consecuencia, el ahorro nacional a precios corrientes se habría reducido en esos años de 18.8% a alrededor de 16.8% del PIB, implicando un reemplazo de ahorro nacional por ahorro externo equivalente a la mitad de este último año. El efecto riqueza ligado a la revalorización de los activos financieros (y otros bienes no transables) que trajo consigo la entrada de capitales, y el consiguiente aumento en el consumo agregado a precios corrientes (3.5 puntos

¹³ Sin embargo, la inversión interna bruta a precios constantes aumentó desde un 17.3% del PIB en 1989 a 21.7% en 1992, esto es, en 4.4 puntos porcentuales del PIB. La notoria diferencia de comportamiento con la inversión a precios corrientes puede atribuirse principalmente a una caída en el precio relativo de la formación de capital ligada a la fuerte apreciación de la moneda nacional y la apertura de la economía al exterior.

CUADRO 7

México: Instrumentos para la captación de capital financiero externo
(Millones de dólares)

Instrumento	1989	1990	1991	1992	Flujos brutos 1989-92	Valor acervo de capital a fines de 1992
<i>Colocaciones en el mercado internacional</i>						
Total cartera de renta variable	—	563	4 404	5 365	10 332	21 773
Emisión internacional de acciones (ADR)	—	—	4 333	5 077	9 410	21 154
Fondos país	—	192	71	—	263	619
Total cartera de renta fija	697	2 351	4 074	6 052	13 174	...
Bonos	570	2 351	3 444	4 403	10 767	...
Certificados de depósito	—	—	50	1 050	1 100	...
Valores comerciales	127	—	580	600	1 307	...
<i>Colocaciones en el mercado interno</i>						
Total cartera de renta variable ^a	—	371	—	2 287	2 658	...
Acciones serie B de libre suscripción	—	...	—	...	...	5 100
Acciones serie A (fondo neutro)	—	...	—	...	...	1 800
Total cartera de renta fija	—	—	—	—	—	...
Certificados de Tesorería (CETES)	—	—	...	...	...	} 14 400 ^b
Bonos ajustables (ajustabonos)	—	—	...	...	...
Otros instrumentos	—	—	...	...	...

Fuente: Banco Mundial, Estadísticas de flujos de portafolio, diversos años; Gurría (1993).

^a Compra directa de acciones.

^b Estimación.

porcentuales del PIB) entre esos años, parecen haber contribuido de manera importante a este resultado.

Los efectos macroeconómicos señalados ponen sobre el tapete la conveniencia de contar con regulaciones financieras y prudenciales encaminadas a moderar la entrada de capitales financieros externos volátiles de corto plazo o de naturaleza especulativa.¹⁴ Los argumentos en favor de establecer estas normas se basan en la existencia de un sobreincentivo a las entradas de

capital financiero, y en caso de que se acumulen rápidamente valores de deuda externa, en el consiguiente riesgo de alzas en las tasas de interés internas con el objeto de mantener o atraer tales fondos. Ese sobreincentivo emana de la garantía estatal a los valores públicos (CETES y otros), y del carácter transitorio tanto de las bajas tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos (3.7% al año en 1992) como de la subvaloración del patrimonio bursátil mexicano.

VII

Conclusiones

Las experiencias de política financiera que se han examinado en este artículo muestran que la liberalización de las variables financieras (tasas de interés, crédito, acceso a fondos externos y otras) es sólo uno

¹⁴ El Banco de México puso a comienzos de 1992 un límite al endeudamiento externo de los bancos equivalente al 10% de sus pasivos.

de los componente de la extensión de la economía de mercado al sistema financiero. Hay al menos dos tipos más de regulaciones —con la necesaria supervisión de su efectivo cumplimiento— que fijan las reglas del juego de las instituciones financieras en los mercados de crédito y capital: las normas que perfilan la organización de la “industria” financiera (prin-

principalmente con miras a elevar la eficiencia de las instituciones y mercados financieros), y las normas prudenciales, que apuntan a preservar la solvencia de las instituciones financieras y de las empresas emisoras de valores.

La liberalización financiera puede incrementar en forma considerable los fondos que movilizan las instituciones financieras y exponerlas a variados riesgos de pérdida en el ámbito más libre en que pueden tomar sus propias decisiones. Sin embargo, no crea por sí misma reglas del juego adecuadas en lo tocante a la solvencia y eficiencia de esas instituciones, debido a los problemas de información, las externalidades y los conflictos de interés que caracterizan a los mercados de crédito y capital. El surgimiento de instituciones e instrumentos financieros específicos no es espontáneo, en parte por el carácter altamente normado que tienen las transacciones financieras. Esto acentúa la importancia de que las autoridades del sistema financiero hagan un esfuerzo sistemático y deliberado de desarrollo institucional, a fin de fortalecer la regulación y supervisión prudenciales e impulsar la creación de nuevas instituciones e instrumentos o la expansión del giro de las instituciones existentes.

Las crisis financieras o problemas de solvencia bancaria señalados (cuadro 3), avalan el argumento de que la mera desregulación de las tasas de interés, del crédito y de otras variables financieras sin un efectivo reforzamiento de la regulación prudencial, más que una política de liberalización financiera representa un descontrol financiero. El comportamiento de bancos descontrolados, o sin controles prudenciales adecuados, ha conducido a problemas de inestabilidad financiera. Sin embargo, los problemas de cartera se han originado también en entornos macroeconómicos inestables o sujetos a fuertes ajustes.

Los avances que se han registrado en la regulación y supervisión prudenciales de la banca en los países de la región se han traducido principalmente en normas de control de la solvencia por parte de autoridades especializadas del sector público. Sin embargo, hasta ahora la entrega de información a los depositantes y al público acerca de los riesgos en los activos y la situación patrimonial de los bancos ha sido muy escasa. Esto ha ayudado a mantener la percepción de que existe una garantía implícita del Estado a los depósitos y obligaciones, pese al retiro o limitación de las garantías explícitas. Más aún, ni siquiera el suministro de información adecuada y oportuna —como la que se da en Chile, por ejemplo— parece haber variado esa percepción en buena parte

de los depositantes. Es importante entonces persistir en el perfeccionamiento de las normas que limitan y controlan los riesgos de pérdida de los bancos, sobre todo cuando las reformas financieras extienden el giro de sus actividades.

La reforma al sistema de pensiones que se implantó en Chile en 1981 constituye un ejemplo sobresaliente de desarrollo financiero controlado y no de mera liberalización financiera. Esta reforma se caracteriza por ahorros obligatorios de carácter institucional, una estrecha regulación de la organización de la "industria" y una firme regulación y supervisión prudenciales de las carteras de los fondos de pensiones. Esta combinación de factores explica en buena medida la acumulación de fondos y el desarrollo del mercado de capitales logrados hasta la fecha. El desarrollo institucional, incluso de las propias autoridades públicas encargadas de la regulación y supervisión, ha sido esencial. Ha permitido ampliar progresivamente las opciones de inversión de los fondos de pensiones en títulos y valores adecuadamente rentables, seguros y líquidos, con miras a encauzar esa rápida acumulación de recursos hacia la formación de capital real y otros usos socialmente rentables. El desarrollo institucional es un requisito que se ha considerado decisivo para consolidar el nuevo sistema de pensiones en el tiempo: en el marco de reglas que limitan marcadamente los riesgos de los títulos y valores aptos para incluirse en las carteras de los fondos de pensiones, las administradoras de esos fondos compiten libremente por lograr los mejores rendimientos financieros y por atraer cotizantes.

La reforma al sistema de pensiones efectuada en Chile puede ser de gran utilidad para el diseño de políticas financieras en países en desarrollo, ya que constituye un enfoque alternativo al de la liberalización financiera. Dicha reforma destaca la importancia de disponer de suficientes ahorros o fondos, y la necesidad de que las autoridades del sistema financiero se esfuercen deliberadamente por "desarrollar" el mercado financiero y establecer una firme regulación y supervisión, para lograr que las instituciones financieras desempeñen adecuadamente su papel en los procesos de formación de capital; al mismo tiempo, apunta a los límites de las políticas de mera liberalización de las tasas de interés, del crédito y de otras variables financieras, las que liberalizan lo que existe con un alto riesgo de mal uso de los recursos.

La afluencia de capital externo a México en forma de inversiones internacionales de cartera a partir de 1989, ofrece igualmente un destacado ejemplo de

un amplio desarrollo institucional del sistema financiero interno. La reforma financiera ha sido amplia, las autoridades del sistema financiero han introducido una gama de valores para los inversionistas extranjeros, y se ha facilitado la colocación de valores mexicanos en los mercados internacionales de capital. Sin embargo, la afluencia de capital externo privado también ha obedecido a sobreincentivos a las entradas de capital financiero (ligados principalmente a la garantía otorgada por el Estado a los valores públicos, a las reducidas tasas de interés de corto

plazo en Estados Unidos y al bajo riesgo cambiario interno). Todos estos factores llevaron rápidamente la inversión extranjera de cartera a niveles muy elevados, ante lo cual cabe preguntarse acerca de la conveniencia de establecer regulaciones financieras y prudenciales encaminadas a limitar la entrada de capital financiero externo volátil de corto plazo o de naturaleza especulativa, a fin de evitar efectos macroeconómicos adversos sobre el tipo de cambio real y el ahorro nacional, y abrir más espacio a flujos financieros externos de mediano y largo plazo.

Bibliografía

- Afcha de la Parra, G. (1990): Desintermediación y liberalización financiera en Bolivia, 1980-1988, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Ahorro y asignación de recursos financieros. Experiencia latinoamericana*, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, S.R.L. (GEL).
- Arrau, P. (1993): Reforma al sistema de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1993, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, octubre, mimeo.
- (1994): *Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993*, Serie financiamiento del desarrollo, N° 19, LC/L. 839, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Banda A. (1990): Regulación bancaria, crisis financiera y políticas consecuentes: el caso uruguayo, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Ahorro y asignación de recursos financieros. Experiencias latinoamericanas*, Buenos Aires, GEL.
- Caro, E. (1994): *Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México*, Serie financiamiento del desarrollo, N° 18, Santiago de Chile, CEPAL.
- De Paula, F. (1990): Costa Rica Intermediación financiera y asignación de recursos, en C. Massad y G. Held (eds.), *Sistema financiero y asignación de recursos. Experiencias latinoamericanas y del Caribe*, Buenos Aires, GEL.
- Díaz, R. (1991): Regulación y supervisión de la solvencia bancaria en Costa Rica, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Regulación y Supervisión de la Banca. Experiencias de América Latina y el Caribe*, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD, sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos S.A.
- Feller, A. (1989): Supervisión, regulación y riesgos bancarios, *Información financiera*, Santiago de Chile, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, mayo.
- González Arrieta, G. (1992): Regulación y supervisión de la solvencia del sistema financiero en el Perú, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Regulación y supervisión de la banca. Experiencias de América Latina y el Caribe*, vol. 2, Proyecto Regional conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos S.A.
- Gurría, J. A. (1993): *Capital Inflows: The Mexican Case*, Proyecto regional sobre nuevos flujos de capital, Santiago de Chile, diciembre.
- Hausmann, R., C. Jaramillo y R. Rigobón (1992): Regulación y supervisión de la solvencia de la banca en Venezuela, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Regulación y Supervisión de la Banca. Experiencias en América Latina y el Caribe*, vol. 2, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos S.A.
- Held, G y Szalachman, R. (1989): *Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)*, LC/R. 758, Santiago de Chile, CEPAL.
- Iglesias, A., Acuña, R. y Villagrán, J. (1988): Proyección de los fondos de pensiones, en S. Baeza y R. Manubens (eds.), *Sistema privado de pensiones en Chile*, Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos (CEP).
- Martínez, A. (1992): Regulación y supervisión de la banca en México, en G. Held y R. Szalachman (eds.), *Regulación y supervisión de la banca. Experiencias en América Latina y el Caribe*, vol. 2, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos S.A.
- Morandé, F. y Sánchez, J.M. (1992): La expansión del giro bancario tradicional a los negocios no bancarios, en *La banca ante nuevos negocios y mercados*, Santiago de Chile, Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.
- Salama, E. (1991): Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras en Argentina, en Held y Szalachman (eds.), *Regulación y supervisión de la banca. Experiencias en América Latina y el Caribe*, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD sobre políticas financieras para el desarrollo, Santiago de Chile, S.R.V. Impresos S.A.
- Valdés, S. y A. Lomakin (1988): Percepción sobre la garantía estatal a los depósitos durante 1987 en Chile, *Cuadernos de Economía*, año 25, N° 75, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Zuleta, L.A. (1990): Estructura del crédito para proyectos de inversión en Colombia, en C. Massad y G. Held (eds.), *Sistema financiero y asignación de recursos. Experiencias latinoamericanas y del Caribe*, Buenos Aires, GEL.

ANEXO

Liberalización financiera y problemas de solvencia en América Latina

A partir de mediados de los años setenta, Argentina, Chile y Uruguay llevaron adelante políticas de liberalización de las tasas de interés, el crédito y otras variables financieras, incluida una ampliación del giro de los bancos o de los servicios financieros que éstos pueden prestar, en condiciones muy adversas para su solvencia. La aplicación simultánea de vigorosas medidas de estabilización, en particular la adopción del tipo de cambio nominal como ancla de estabilización en los tres países a partir de 1978, por un lado, y de reformas ligadas a la apertura al comercio exterior y de la cuenta de capital, por otro, condujeron a inconsistencias en la política económica y a una inestabilidad macroeconómica. Los tipos de cambio demasiado bajos, las elevadas tasas de interés reales y las importantes alteraciones de la rentabilidad de las actividades económicas deterioraron la calidad de las carteras de préstamos de los bancos.

Las experiencias de liberalización financiera de la banca en estos países durante los años setenta también tuvieron lugar bajo condiciones carentes de resguardos de la solvencia; prevaleció una garantía explícita o implícita del Estado a los depósitos y otras obligaciones, y hubo severas fallas en las normas de control de los riesgos y los requisitos de provisiones. En Uruguay no había normas "mínimas"; en Chile la clasificación de las carteras de préstamo por categorías de riesgos se inició a principios de los años ochenta, muy poco antes de la irrupción de problemas de solvencia; en Argentina la supervisión bancaria era casi inexistente y la medición de los riesgos de cartera comenzó sólo después de las intervenciones bancarias de comienzos de los años ochenta (Banda, 1990, Held y Szalachman, 1989; Salama, 1991). En los tres países la liberalización del crédito y las tasas de interés se tradujo en un acelerado incremento de los préstamos de alto riesgo, a tasas tres y hasta cinco veces superiores a la de crecimiento del PIB. Dichos préstamos abarcaban: créditos a actividades no transables internacionalmente (incluidas las del rubro inmobiliario y las de naturaleza especulativa) y financiados en gran medida con deuda externa; una amplia renovación de créditos de dudoso recaudo, capitalizando elevadas tasas reales de interés (y devengando ingresos que no se pagaban en la práctica), y créditos excesivos a empresas o personas "relacionadas", con pocas garantías reales. La garantía implícita del Estado a los depósitos facilitó el endeudamiento interno y externo de los bancos que sostuvo este proceso.

Es difícil evaluar en qué medida los desajustes macroeconómicos, por un lado, y las fallas de regulación y supervisión prudenciales, por otro, influyeron en las amplias crisis financieras que estallaron en estos países a comienzos de los años ochenta. Sin embargo, no cabe duda de que las segundas desempeñaron un destacado papel. Es significativo que tanto en Argentina como en Chile, y en parte en Uruguay, los severos problemas de solvencia de la banca irrumpieran antes de que las crisis de balanza de pagos y de endeudamiento externo de 1982-1983 ocasionaran fuertes caídas de su actividad económica.

En Colombia, la crisis bancaria de comienzos de los años ochenta ilustra cómo una banca sin controles de solvencia puede asumir, en condiciones de liberalización financiera, elevados riesgos de crédito y pérdidas insostenibles de cartera, incluso en un entorno macroeconómico relativamente estable y con una política conservadora de acceso de los bancos al endeudamiento externo. En 1980-1981 los préstamos bancarios aumentaron más de 40% en términos reales. La amplia intervención bancaria que comenzó en 1982 puso de manifiesto que los préstamos "relacionados" de alto riesgo a grupos económicos —incluido el uso del crédito bancario para comprar acciones de empresas del sector real— habían contribuido de manera importante a ese anormal crecimiento. Las normas y límites crediticios habían sido ampliamente sobrepasados, en tanto que la autoridad supervisora había quedado a la zaga en la verificación de la calidad de la cartera de préstamos (Zuleta, 1990).

Costa Rica adoptó políticas de estabilización y reforma económica en 1983, tras una severa crisis de balanza de pagos y la declaración de moratoria de su deuda externa (esta última en 1981). La reforma financiera amplió el giro de la banca privada en la asignación del crédito y desreguló las tasas de interés en tres etapas, apuntando a tasas de interés reales positivas pero moderadas en la banca supervisada. Al mismo tiempo, se avanzó en la regulación y supervisión prudenciales, mediante la clasificación de las carteras de préstamo de los bancos de acuerdo con categorías de riesgo y el establecimiento tanto de normas más estrictas sobre provisiones como de un conjunto de indicadores sobre el desempeño bancario para información de los depositantes y el público. Asimismo, se abrió la puerta a sociedades financieras "libres" o no reguladas. Estas últimas pronto aumentaron en número y co-

menzaron a operar en segmentos más riesgosos del mercado, con elevadas tasas de interés reales. La adopción de una política monetaria contractiva a fines de 1987 ocasionó problemas de iliquidez al sistema financiero y desencadenó la quiebra de todas las sociedades financieras no reguladas. Sin embargo, en este desastre financiero ningún banco supervisado cayó en la insolvencia (De Paula, 1990; Díaz, 1991).

Bolivia en 1985 y Perú en 1990 liberalizaron las tasas de interés y el crédito en medio de franca turbulencia inflacionaria y severas políticas de estabilización y reformas económicas. Las tasas de interés reales activas eran extremadamente altas —después de varios años todavía se situaban alrededor del 40% por año—, en tanto que los precios relativos y la rentabilidad de las actividades económicas sufrían fuertes vaivenes por la rápida apertura al exterior y los marcados ajustes del gasto agregado. Estos factores fueron los que al parecer desataron los problemas de solvencia en los sistemas bancarios de ambos países. Sin embargo, también incidieron en esta situación las fallas en la regulación y supervisión orientadas a resguardar la solvencia. En Bolivia, el cierre de cuatro bancos en 1987 dejó al descubierto la carencia de controles adecuados de solvencia: las normas de limitación de riesgos eran defectuosas, había excesivas colocaciones relacionadas, la supervisión era débil y había una garantía estatal implícita para los depósitos. En Perú, desde 1991 a esta parte la quiebra de varios bancos y mutuales agotó el fondo de seguro para los depósitos, debiendo el Estado cubrir el faltante de recursos; en marzo de 1993, los préstamos morosos de los bancos comerciales representaban el 22% de sus carteras de crédito, en tanto que sus provisiones equivalían a sólo el 12% de ellas, situación que apunta a provisiones insuficientes y rezagos en la recapitalización de los bancos (Afcha de la Parra, 1990; González Arrieta, 1992).

En Venezuela, la intervención de un banco comercial en febrero de 1994 marcó el inicio de una

crisis financiera de la banca. A mitades de año fueron intervenidos ocho bancos que habían recibido auxilio financiero en los meses previos, y que incluían alrededor de cincuenta sociedades filiales, estas últimas casi todas de índole financiera. Severas fallas de regulación y supervisión del sistema financiero parecen haber desencadenado esta crisis. La Superintendencia de Bancos y el Fondo de Garantía a los Depósitos (FOGADE) han tenido poca autonomía para ejercer sus funciones, insuficientes atribuciones y poca capacidad fiscalizadora para enfrentar situaciones financieras problemáticas; han exhibido deficiencias en el control de la solvencia de las instituciones financieras, y sus funciones no han estado claramente separadas. La clasificación de las carteras de préstamo por la Superintendencia prestó insuficiente atención a los riesgos de pérdida esperados, y en particular, al análisis consolidado de los créditos “relacionados” que otorgaban los bancos a empresas de los grupos económicos de los cuales formaban parte y de la concentración de préstamos en grupos que operan de hecho como conglomerados en el área financiera. Por lo expuesto, se produjo un rezago en la constitución de provisiones para enfrentar tales riesgos. En el caso del FOGADE, las primas o aportes que los bancos han hecho al Fondo no se han diferenciado por riesgo, y su presencia parece haber alentado a los depositantes a despreocuparse de la situación de solvencia de los bancos (Hausman, Jaramillo y Rigobón, 1992).

El entorno macroeconómico también desempeñó un papel en la crisis bancaria venezolana. La política de estabilización y ajuste que se puso en marcha en 1989 no logró consolidar la situación financiera del sector público. El déficit del sector público no financiero llegó a cerca del 6% del PIB en 1992-1993, lo que condujo a elevadas tasas de interés ante una política monetaria restrictiva. En 1993 las tasas reales activas se situaron alrededor del 30%, y deterioraron por su cuenta la calidad de la cartera de préstamos de los bancos.