

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros**  
**Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**  
**Latin American Shadow Financial Regulatory Committee**

**Declaración No. 10**

**Ciudad de Panamá (Panamá), 19 de abril de 2004**

**¿Qué Políticas Financieras habría que Implementar para Enfrentar el Resurgimiento de los Flujos de Capitales Hacia América Latina?**

En algunos países de América Latina existe preocupación por el incipiente resurgimiento de los flujos de financiamiento y de capital hacia la región y sus consecuencias económicas y financieras. El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) ha analizado los distintos aspectos, causas y efectos de dicho fenómeno. En base a este análisis, el Comité presenta las siguientes recomendaciones:

- ◆ Debieran fortalecerse las metas de superávit primario a niveles consistentes con un proceso gradual y sostenido de reducción del coeficiente de deuda a PIB.
- ◆ Los gobiernos deben aprovechar la coyuntura favorable para mejorar el perfil de vencimientos de la deuda y/o incrementar la disponibilidad de activos internacionales líquidos.
- ◆ La coyuntura favorable debería ser aprovechada para neutralizar futuros shocks adversos mediante medidas que protejan contra los efectos de eventuales y agudas depreciaciones cambiarias. Esto se podría lograr emitiendo, por ejemplo, bonos indizados a la inflación en lugar de bonos denominados en dólares.
- ◆ En el caso de que los sectores públicos se expongan a riesgos cambiarios excesivos, el Comité recomienda que los organismos internacionales consideren imputar el costo implícito del seguro no adquirido a los resultados fiscales corrientes.
- ◆ Proteger el patrimonio bancario contra los efectos nocivos de las fluctuaciones en el tipo de cambio real verificando que la constitución de provisiones en las normativas vigentes cubran adecuadamente este tipo de riesgos.
- ◆ La regulación existente en los mercados financieros y de capitales no debiera discriminar en contra de instrumentos financieros viables. Dados los riesgos y características de la región, se considera deseable que el mercado cuente con la gama de instrumentos más amplia posible que permita avanzar en completar los mercados financieros.

## **I. Desarrollos Recientes en los Flujos de Capital hacia la Región**

Después de la crisis rusa en agosto de 1998 los flujos de inversión directa y de cartera hacia América Latina colapsaron de un nivel cercano a los 100,000 millones de dólares anuales a menos de 10,000 millones en el año terminado en el tercer trimestre de 2002. Desde entonces se ha producido una reversión significativa y de acuerdo a las proyecciones se espera que los influjos netos de capital a la región superen los 35,000 millones de dólares durante al año 2004.

Esta significativa reversión se ha producido a impulsos de una extraordinaria mejora en las condiciones financieras para los activos de alto riesgo. La Fed Funds rate alcanzó recientemente su nivel más bajo de los últimos 50 años y los spreads que pagan los “high yield bonds” o “junk bonds” como se les conoce en EEUU y que están altamente correlacionados con los spreads en los mercados emergentes, bajaron de casi 1100 puntos en octubre de 2002 hasta 350 puntos en la actualidad, su nivel más bajo en seis años.

Esta significativa mejora en las condiciones financieras para la clase de activos de alto riesgo, junto con un vigoroso repunte en el precio de los principales commodities que comenzó a mediados de 2002 y la disipación de la incertidumbre política en Brasil, posibilitó una reducción muy sustantiva de los spreads de los países de la región. Estos alcanzaron recientemente los niveles más bajos desde que se precipitara la crisis asiática a mediados de 1997. A vía de ejemplo, baste señalar que el spread de Brasil bajó de 2400 puntos básicos en octubre de 2002 hasta 600 puntos en la actualidad.

Los efectos sobre las variables financieras de esta reversión en los flujos de capital y financiamiento no se han hecho esperar. Desde octubre de 2002 el tipo de cambio real de algunas economías importantes de la región se ha apreciado significativamente y la apreciación hubiese sido mayor de no haber mediado la intervención de los Bancos Centrales que adquirieron volúmenes significativos de reservas internacionales. El precio de los activos ha experimentado un formidable boom: los bonos soberanos de los principales países de la región se incrementaron en promedio un 80% desde octubre de 2002 y algunas bolsas de valores experimentaron alzas superiores al 100%. En parte como resultado de este significativo incremento en el precio de los activos y por lo tanto su valor del colateral, el crédito bancario que se había reducido de manera significativa desde la crisis rusa, ha comenzado una reactivación incipiente desde finales de 2002. Junto con el crédito bancario ha comenzado también a reactivarse la inversión y a acelerarse la tasa de crecimiento de la actividad económica. En efecto, se espera que América Latina crezca un 4% en el año 2004, la tasa más alta desde 1997. Y junto con el repunte de la actividad económica ha mejorado la recaudación y los resultados fiscales.

Claro está que esta reversión positiva en los flujos de capital así como sus efectos financieros y económicos, podría cambiar de signo sin previo aviso. Una restricción monetaria en los EEUU que resulte en una subida significativa de la tasa de interés de la Fed podría resultar en un incremento sustancial de los spreads para las economías emergentes y una desaceleración abrupta de las entradas de capital.

El Comité es consciente de estos riesgos. Sin embargo, el manejo fiscal y financiero en tiempos de oferta abundante de flujos de capital, ha sido en el pasado una fuente importante de inestabilidad cuando sobrevienen tiempos de sequía. Por tal motivo el Comité entendió pertinente analizar las oportunidades y desafíos que, desde la perspectiva de la gestión fiscal y financiera, se le presentan a los países de la región en las condiciones actuales de los mercados internacionales financieros.

Estas consideraciones son particularmente importantes en un contexto en el cual, la consolidación de niveles bajos y estables de inflación en varios países de la región permite una variedad de opciones, hasta hace poco impensables, en el manejo financiero. Por ejemplo, la emisión de bonos a tasas nominales fijas relativamente moderadas (10 por ciento o menos) y a plazos significativos, que con frecuencia son entre cinco y diez años y que en tiempos recientes empiezan alcanzar lapsos aún más largos. También, merced a causas distintas de la reducción inflacionaria, se han estado emitiendo bonos indizados al IPC (Índice de Precios al Consumidor) a plazos que llegan hasta 30 años y a tasas reales que han llegado a reducirse a menos del 5 por ciento.

En estos fenómenos ha jugado un papel muy importante el desarrollo de ciertos tipos de inversionistas institucionales, como los sistemas de pensiones basados en el principio de capitalización y de cuentas individuales, en lugar de los sistemas de “reparto”. En México, por ejemplo, el monto de los valores en circulación, a plazo mayor de un año, denominados en pesos o en UDIS (quiere decir Unidades de Inversión cuyo valor diario refleja la evolución del Índice de Precios al Consumidor) llegó al final de 2003 al equivalente en pesos de casi 100,000 millones de dólares. Estos bonos fueron emitidos tanto por el Gobierno Federal y las empresas públicas como por las empresas privadas; la mayor parte de los cuales tiene una plazo original de más de 5 años alcanzando en algunos casos hasta 30 años,

## **II. Políticas Financieras Ante la Mayor Oferta de Flujos de Capital**

En la actual coyuntura externa favorable el Comité recomienda:

### **2.1 Incrementar el superávit primario, reducir los coeficientes de deuda pública y mejorar su perfil temporal**

En un contexto expansivo debieran fortalecerse las metas de superávit primario a niveles consistentes con un proceso gradual y sostenido de reducción del coeficiente de deuda a PIB. Esta estrategia permitirá consolidar los logros en materia de reducción de la inflación y crear el colchón necesario para tener una política fiscal contracíclica en tiempos de adversidad. La regla de “superávit estructural” utilizada por Chile ilustra la aplicación de este principio recomendado por el Comité.

En adición, los gobiernos deben aprovechar la coyuntura favorable para mejorar el perfil de vencimientos de la deuda y/o incrementar la disponibilidad de activos internacionales

líquidos. Esto permitirá darle tiempo a los países para ajustarse en el caso que el acceso a los mercados de capitales se interrumpa de manera abrupta.

## **2.2 Explicitar el costo fiscal de “asegurarse” contra la volatilidad del tipo real de cambio**

La experiencia de los últimos años nos ha enseñado que coyunturas favorables de los mercados internacionales inducen a políticas financieras atractivas en el corto plazo pero muy costosas en el largo plazo. Por ejemplo, las condiciones muy favorables de tasas y plazos para la colocación de bonos denominados en dólares en los 90s indujo a muchos países de América Latina a dolarizar su deuda. No solamente se contraía deuda nueva denominada en dólares, sino deuda vigente en moneda local se canjeaba por deuda en dólares para aprovechar las condiciones *coyunturales*

Esta tentación de focalizar las decisiones de política en los desarrollos de corto plazo, se magnificó debido al efecto, también de corto plazo, sobre las cuentas fiscales. Las menores tasas de interés de la deuda denominada en dólares permitió presentar mejores resultados fiscales inmediatos. Cuando las condiciones coyunturales se revirtieron, también se revirtieron los resultados fiscales, dejando un saldo neto negativo.

Estos resultados evidencian lo importante que es para las autoridades tomar decisiones en base a conceptos intertemporales. Si se tomara en cuenta este concepto, se advertiría que la coyuntura debería ser aprovechada para neutralizar futuros shocks adversos mediante la adquisición de un “seguro” contra estos riesgos. Esto se podría lograr emitiendo por ejemplo, bonos indizados a la inflación. La razón es que en el ciclo económico, períodos de entradas de capitales están asociados con una apreciación real del tipo de cambio, que típicamente, es temporal y termina revirtiéndose con otro período de depreciación real. En estas circunstancias, la prudencia indica emitir un bono indizado que aparentemente es más caro al principio, en el período de apreciación real cambiaría, pero cuyos beneficios se evidencian en el período de depreciación real cambiaría. Esto se debe a que una devaluación abrupta en un momento de reversión de flujos de capitales no impacta significativamente el valor real del stock de la deuda.

En el caso de aquellos países cuyos sectores públicos opten por mantener descálces financieros que los expongan a riesgos cambiarios excesivos, el Comité recomienda que los organismos internacionales imputen el costo implícito del seguro no adquirido a los resultados fiscales corrientes.

## **2.3 Asegurar la correcta cobertura de los descálces cambiarios de las instituciones financieras**

El Comité recomienda proteger el patrimonio bancario de las fluctuaciones en el tipo de cambio real mediante la constitución de provisiones que cubran estos riesgos adecuadamente. El Comité considera que existen una variedad de mecanismos para lograr este fin. Por ejemplo, aunque la mayoría de las regulaciones en América Latina

cubren el descalce de monedas entre pasivos y activos bancarios, las provisiones no toman en cuenta el potencial impacto sobre los activos de riesgo bancarios de los descalces cambiarios entre los pasivos y activos del deudor. Una recomendación podría ser el requerir diferentes provisiones bancarias para deudores en el sector transable vs. el no transable. Sin embargo, es conocido que esta distinción entre sectores no solamente es muy difícil de identificar, sino que además varía con el tiempo. En esas circunstancias, una recomendación alternativa es que las entidades bancarias evalúen el efecto de movimientos en el tipo de cambio real sobre el patrimonio empresarial. Para que esta recomendación sea implementada en forma creíble, parte de la supervisión debería incluir el análisis de sensibilidad de los estados financieros de los deudores frente a variaciones abruptas en el tipo de cambio.

#### **2.4 Promover una amplia gama de instrumentos financieros y sus derivados**

La discusión reciente sobre la denominación de instrumentos por monedas en América Latina se ha centrado en los extremos, desde recomendar la dolarización plena hasta recomendar la desdolarización. El Comité considera que dados los riesgos y características de la región, los tenedores de activos se beneficiarían con una gama amplia de instrumentos y por lo tanto la regulación no debiera discriminar en contra de instrumentos financieros viables.

Entre esta gama de instrumentos existen los denominados a tasa fija, tasa flotante, indexados al dólar o al IPC y sus derivados. Cada uno ellos tiene sus ventajas e inconvenientes y por lo tanto están llamados a atender una diversidad de necesidades de cobertura de riesgos.

Los activos denominados en dólares sufren fuertes variaciones en su valor real en presencia de fuerte volatilidad del tipo real de cambio. Pero su vez éstos pueden ser un incentivo para desarrollar los mercados en moneda local en tanto que el inversor contaría con un activo “seguro” al cual podría moverse en caso de crecientes expectativas de depreciación cambiaria sin abandonar el sistema financiero local.

En un contexto de alta variabilidad en la tasa de interés, los títulos a tasa flotante facilitan la colocación de bonos de largo plazo. Pero su vez una elevada tasa nominal de interés que responda a incrementos no previstos de la inflación, puede significar una amortización acelerada y no prevista del valor real del principal del adeudo. Esta amortización acelerada del adeudo puede traducirse en un graves problemas para los deudores, ya que puede disminuir la capacidad de realizar las amortizaciones correspondientes.

Otro claro ejemplo de “trade offs” lo constituyen los bonos indexados al IPC. Estos permiten emitir a largo plazo en contextos de inflación alta y variable y permiten también asegurar los balances contra la volatilidad de tipo real de cambio. En Chile, para fines del 2000, el 89 % de toda la deuda doméstica emitida en Chile estaba indexada a la inflación. Junto a varias reformas estructurales, la indexación del sistema financiero en Chile ha ayudado a completar y desarrollar sus mercados financieros, permitiendo la

existencia de un mercado de bonos de mediano y largo plazo que de otra forma no hubiera existido. Sin embargo, como en el caso de los otros instrumentos considerados, los bonos indizados no son una “panacea” ya que presentan el inconveniente de que shocks reales (como por ej. una subida abrupta del precio del petróleo) que afecten el IPC producen efectos adversos sobre la situación patrimonial de los deudores y de los bancos. Además la indización financiera puede llevar a formas generalizadas de indización potencialmente contraproducentes en otros sectores de la economía.

Con respecto a los mercados de derivados, el Comité opina que el uso de estos instrumentos negociados habilita operaciones de cobertura de riesgos y de ingeniería financiera a costos reducidos. Sin embargo, los instrumentos derivados no ofrecen, aún en aquellos mercados de mayor desarrollo en la región, la posibilidad de realizar coberturas a plazos relativamente extensos que permitan asegurar una correcta gestión de los riesgos en un contexto de alta volatilidad.

---

*El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros agradece el apoyo financiero del Banco Mundial, de la CAF y de FELABAN por su contribución a la reunión de llevada a cabo en la ciudad de Panamá. El Comité es completamente independiente y autónomo para emitir sus declaraciones*