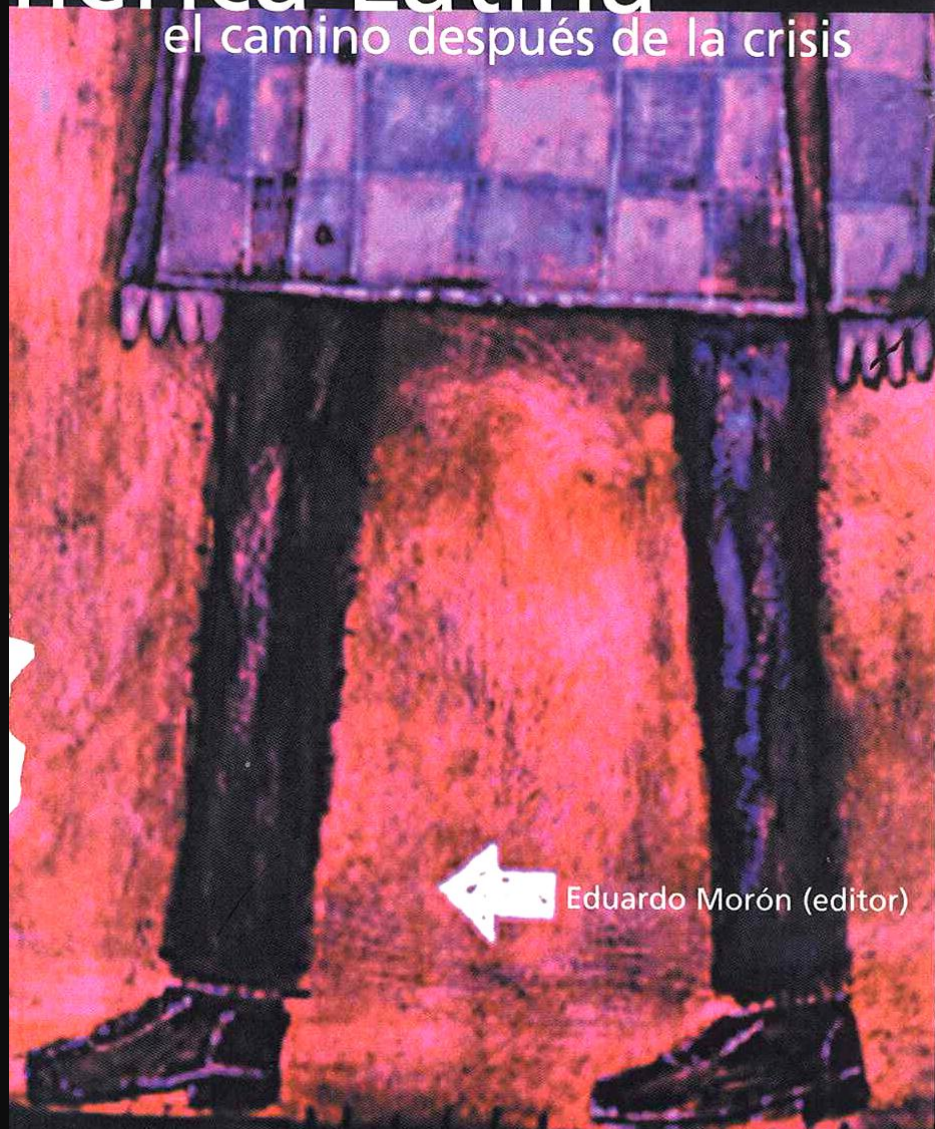


# América Latina

el camino después de la crisis



Eduardo Morón (editor)

UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO

UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO  
CENTRO DE INVESTIGACIÓN



© Universidad del Pacífico  
Centro de Investigación  
Av. Salaverry 2020  
Lima II, Perú

## **AMÉRICA LATINA: EL CAMINO DESPUÉS DE LA CRISIS**

Eduardo Morón (editor)

1a. edición: octubre 2000

Diseño de la carátula: ÍCONO COMUNICADORES

ISBN: 9972-603-41-5

### **BUP-CENDI**

#### **Conferencia América Latina: el camino después de la crisis (2000 : Lima)**

América Latina: el camino después de la crisis / Ed. Eduardo Morón. –  
Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico ; PNUD ; CAF,  
2000.

/CRISIS ECONÓMICAS/CRISIS MONETARIA/COYUNTURA ECONÓMI-  
CA/MERCADO FINANCIERO/SISTEMA FINANCIERO/POLÍTICA ECO-  
NÓMICA/TASA DE CAMBIO/INFLACIÓN/ DEVALUA-  
CIÓN/ENDEUDAMIENTO/EMPRESAS/AMÉRICA LATI-  
NA/CHILE/PERÚ/

338.974(8) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC)

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.

## ÍNDICE

<b><i>Presentación</i></b> .....	<b>7</b>	
<b><i>Inauguración</i></b>		
Guillermo Calvo University of Maryland.....	9	
<b><i>Panel 1</i></b>		
<b><i>¿Qué camino tomará América Latina?</i></b> .....	<b>13</b>	
Moderador		
Guillermo Calvo University of Maryland.....	15	
<i>¿Por qué perdimos el paso?</i>		
Santiago Herrera Banco Mundial .....	17	
<i>El camino por recorrer</i>		
Liliana Rojas-Suárez .....	49	
Deutsche Bank		
<b><i>Comentarios</i></b> .....		<b>69</b>
Alfredo Thorne		
JP Morgan .....	73	
Julio Velarde		
Universidad del Pacífico.....	77	
Debate intrapanel y preguntas del público.....	81	

**Panel II**

***Lecciones internacionales de reestructuración empresarial* ..... 99**

Moderador

Martín Naranjo

Superintendente de Banca y Seguros.....101

*Los efectos macro de los problemas empresariales*

Javier Hamann

Fondo Monetario Internacional.....103

*Opciones de política en la reestructuración empresarial*

Daniela Klingebiel

Banco Mundial ..... 111

*La experiencia chilena*

Claudio Skarmeta

Consultor.....121

*La experiencia peruana*

Armando Cáceres

INDECOPi .....133

***Clausura***

Juan Julio Wicht, S.J.

Decano de la Facultad de Economía

Universidad del Pacífico.....151



## Presentación

El presente documento reúne las exposiciones y discusiones de un panel de expertos latinoamericanos sobre dos temas cruciales que luego de la crisis financiera internacional han ocupado el centro del debate. El primero se refiere a lo que deben hacer los países latinoamericanos para consolidar toda una década de reformas estructurales. El segundo, a las lecciones que pueden extraerse de la experiencia de otras regiones para diseñar un eficiente programa de reestructuración patrimonial.<sup>1</sup>

Esta conferencia inauguró el *II Wintercamp in International Economics and Finance* de la *Latin American and Caribbean Economic Association* que tuvo lugar en la ciudad de Paracas del 13 al 15 de enero del 2000.

A nombre de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico, agradezco a la Corporación Andina de Fomento, al Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo y al Banco Mundial por el apoyo brindado.

Asimismo, agradezco a Lorena Masías, gerente de Estudios Económicos de la Superintendencia de Banca y Seguros por su decisivo apoyo en la organización de esta conferencia y a Zully Zúñiga, alumna de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico, por el cuidado y esmero en la preparación de la transcripción de la conferencia.

Eduardo Morón  
Editor

1. Un punto importante de la discusión se refirió a cuál debía ser el régimen cambiario más adecuado para la región. No es ocioso observar que el debate tuvo lugar días antes de la decisión del entonces presidente del Ecuador, Jamil Mahuad, de dolarizar la economía de ese país.

## INAUGURACIÓN

*Guillermo Calvo*  
*University of Maryland*

---

Esta reunión ha sido organizada por dos instituciones: la Asociación de Economistas de América Latina y el Caribe (LACEA)<sup>1</sup> y la Universidad del Pacífico. Las mueve un proyecto de dimensiones continentales iniciado hace ya algunos años. El año pasado se celebraron reuniones de éste tipo en la Argentina y Colombia. Esta vez contamos con la importante colaboración de la Universidad del Pacífico.

Estas reuniones suelen denominarse también “campamentos”, en algún sentido, porque el grupo congregado se interesa en discutir temas afines. La motivación surge del interés en encarar los problemas suscitados en Latinoamérica básicamente a partir de la crisis del efecto Tequila. Gracias a ellas, se ha llegado al siguiente consenso: teníamos un conocimiento muy pobre de los que sucedía en las economías emergentes. Una crisis de capitales, por ejemplo, podía llevar a imponer controles a la entrada y salida de capitales. No se trata de cancelar esta solución; interesa llamar la atención sobre ciertas soluciones obvias, pues en economía tienden muchas veces a ser las peores. Es en ese sentido que interesa entender las economías desde el punto de vista financiero. Ello es indispensable para pensar en lo más importante: el crecimiento, la pobreza, y los otros temas.

1. Esta institución cuenta ya con cuatro años de existencia. Actualmente agrupa a buena parte de los economistas de América Latina. Uno de sus proyectos es la publicación de una revista de economía latinoamericana que ponga énfasis en política económica. En breve aparecerá gracias a la Brookings Institution de Washington D.C.



**PANEL 1**  
**¿QUÉ CAMINO TOMARÁ AMÉRICA LATINA?**



*Guillermo Calvo*  
*University of Maryland*

---

A continuación daremos inicio al primer panel. Comenzaremos con el señor Santiago Herrera, quien expondrá sobre “como perdimos el paso” en América Latina.



**¿POR QUÉ PERDIMOS EL PASO?**



Quisiera agradecer a la Universidad del Pacífico y a la LACEA por la invitación formulada para presentar los resultados de mi trabajo. Este proyecto se inició a principios de 1999. Entonces intentaba explicar porqué la economía latinoamericana se frenó en 1998. Luego, en junio, me di cuenta de que había que incluir el año 1999. Ahora quisiera terminar pronto, pues de lo contrario tendremos que incluir el año 2000.

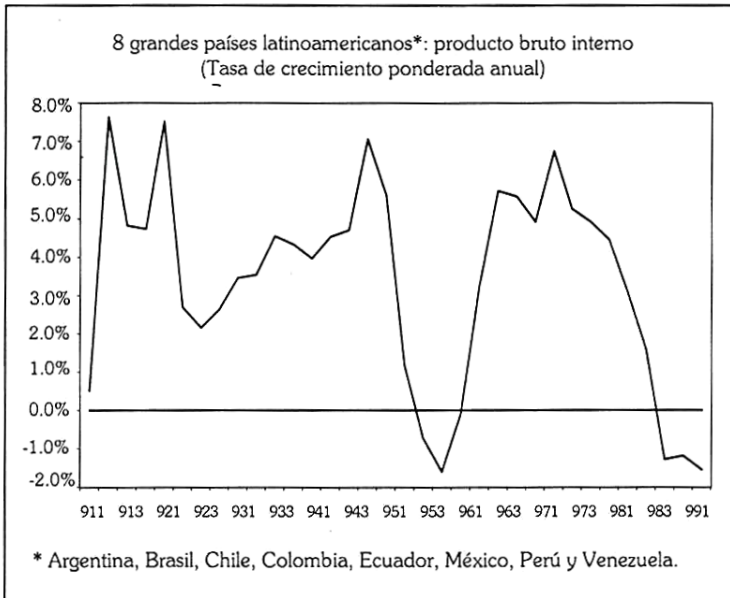
La exposición que llevaré a cabo consta de dos partes:

- 1) La primera intenta explicar lo sucedido en América Latina en 1998 y 1999 en el nivel regional. He trabajado con datos trimestrales del PBI y he realizado una estimación de panel a partir de ocho países. Interesa saber cuál es la relevancia de contrastar los factores externos y los factores internos para explicar la caída en el producto en 1998 y 1999.
- 2) La segunda parte sigue una metodología econométrica distinta. El análisis avanza país por país. He utilizado información mensual sobre los ocho países más grandes de la región. Aquí se trata de explicar cuál es la relevancia de los factores externos e internos en la explicación del frenazo de la economía.

El trabajo en sí, según lo observado, ha desempeñado un papel muy pobre en el crecimiento de los años 1998 y 1999 (ver Gráfico No. 1). Los ocho países estudiados crecieron en promedio 5.4% en 1997, bajaron a 1.8% en el año 1998 y para 1999 se cree que el crecimiento superará esa cifra. No obstante, como es natural, algunos crecieron más que otros (ver Cuadro No. 1). El Perú, por ejemplo, creció 2.3% y se piensa que incluso llegó a 2.5%. Colombia registró un crecimiento negativo de 3.5% y México registró un crecimiento de 3.2 %. En general, eso es lo más cercano a lo que sucedió en el 1999.

Gráfico No. 1

## TABLA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PBI DE AMÉRICA LATINA



Cabe resaltar dos cosas. Primero, que la magnitud de la desaceleración fue de casi 6 puntos del PBI. Segundo, que se trató de un fenómeno generalizado. En algunos países la desaceleración fue más notoria que en otros. En Venezuela, la Argentina y Ecuador, por ejemplo, se experimentaron las mayores caídas. En cambio, en Brasil y México, curiosamente, las menores caídas fueron menores. Ahora bien, luego de haber observado que se trataba de un fenómeno generalizado, era lógico suponer que los factores externos y comunes a todos los países podían explicar el problema.

## Cuadro No. 1

## TASAS DE CRECIMIENTO DEL PBI LATINOAMERICANO

	Tasa de crecimiento del PBI			Caída <sup>3</sup> 1999-
	1997	1998	1999 <sup>2</sup>	1997
Argentina	8.1%	3.9%	-3.4%	-11.5%
Brasil	3.6%	0.2%	0.0%	-3.6%
Chile	7.6%	3.4%	-1.0%	-8.6%
Colombia	3.0%	0.6%	-3.5%	-6.5%
Ecuador	3.4%	0.4%	-7.0%	-10.4%
México	6.8%	4.9%	3.2%	-3.6%
Perú	6.9%	0.7%	2.3%	-4.6%
Venezuela	5.9%	-0.4%	-6.0%	-11.9%
Promedio ponderado <sup>1</sup>	5.4%	1.8%	-0.5%	-5.9%

1. Ponderado por el PBI 1997
2. Proyectado para 1999 según *data* del segundo trimestre
3. Diferencia de tasas de crecimiento de 1999 y 1997

En relación con la evolución de las variables externas más relevantes para explicar el fenómeno de la desaceleración, tenemos lo siguiente:

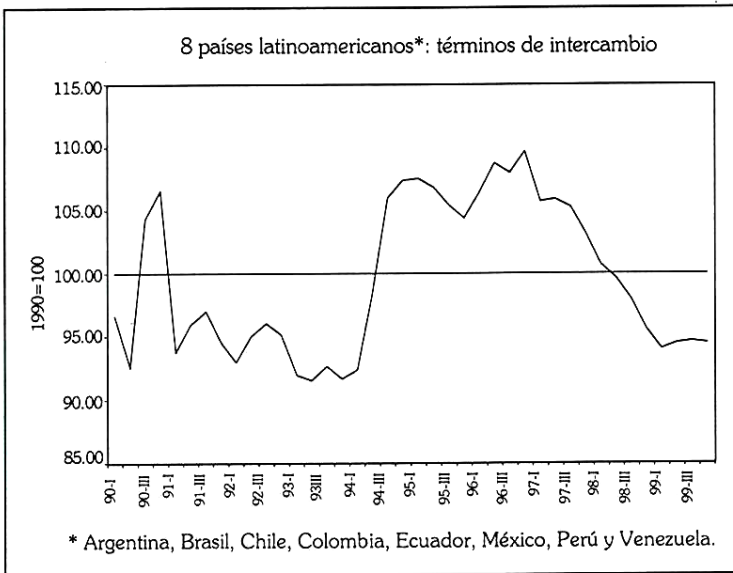
- En primer lugar tenemos *los términos de intercambio* a nivel de todas las regiones, los cuales están ponderados por el PBI. Se observa una caída en dichos términos, pero también una subida transitoria. Sin embargo, en el año 1997 y a principios del 1998 se inició una caída que sólo se detuvo a mediados de 1999 (ver Gráfico No. 2).
- En segundo lugar, *las tasas de interés reales en los E.E.U.U.*, que experimentan un alza significativa a mediados de 1997. Sin embargo, a fines de 1998 se produce una caída de las tasas de interés real. He aquí una de las causas de la fuga de capitales de América Latina hacia los E.E.U.U. que produjo una subida en los precios de los papeles del tesoro americano.

De lo anterior se desprende que observar únicamente la tasa de interés real o nominal de los E.E.U.U. no es suficiente. Por esta razón tomamos los *spreads* de los papeles de los bonos Brady (non latin EMBI+ del JP Morgan). Es decir, en esta sección tomamos el factor más exógeno posible a América Latina, los *spreads* de los papeles no latinos (ver Gráfico No. 3).

En la próxima sección trabajaremos con los *spreads* específicos de cada país. Entonces, a pesar de que, según lo que acabamos de ver, las tasas de interés real y nominal presenten para esa época una baja en los Estados Unidos, apreciaremos claramente que la crisis rusa encarece el financiamiento de los países.

Gráfico No. 2

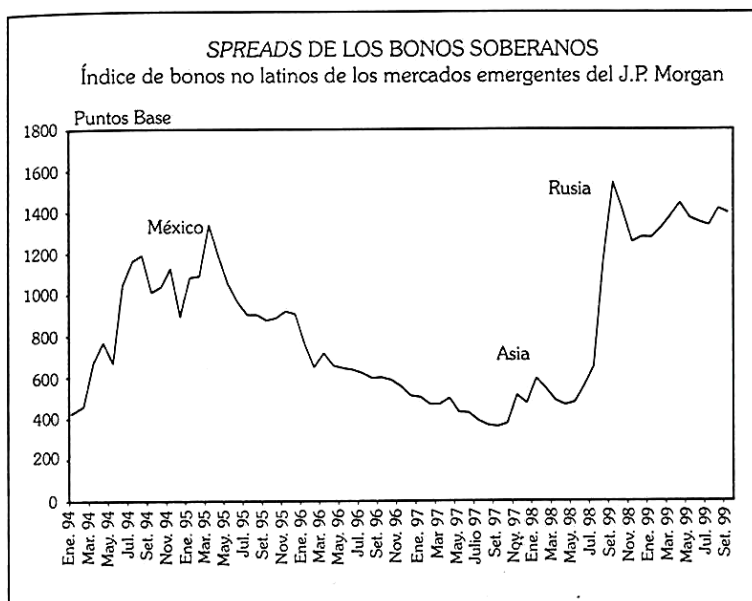
INDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



Finalmente, un fenómeno que afectó a toda la región, aunque de forma diferente, fue el “fenómeno del niño”, efecto climático que tratamos de capturar mediante un índice novedoso (ver Gráfico No. 4). Esta vez se trabajó con una variable continua. Es decir, se descartó el trabajo con las variables *dummy* porque con ellas siempre se cuestionan los resultados o no se obtienen los resultados esperados.

Gráfico No. 3

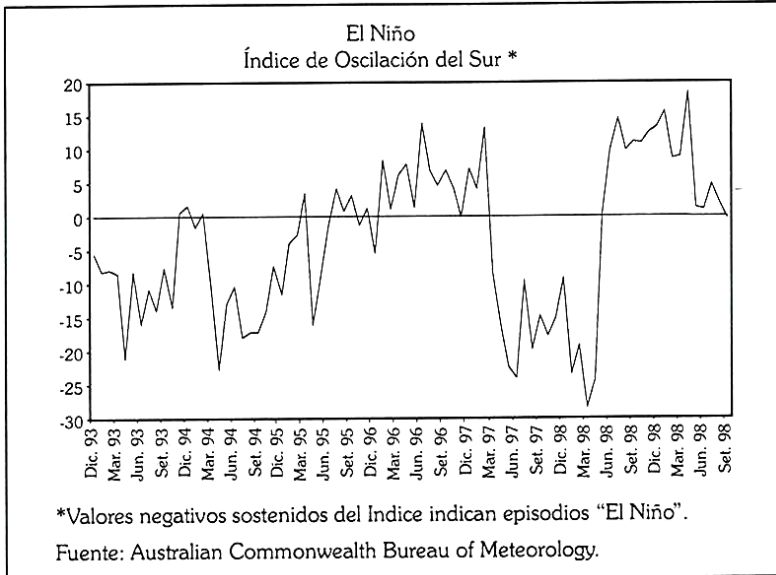
## SPREADS DE LOS PAPELES DE LOS BONOS BRADY



En la ecuación aplicada a cada país se registra el cambio en el producto en función de los *cambios* en los términos de intercambio, la tasa real de interés de los EEUU, los *spreads* de los bonos Brady no latinos y un índice del “Fenómeno del Niño”. Esas variables reflejan los factores externos más relevantes y, para capturar los factores internos o externos no incluidos entre los mencionados, consignamos los cambios rezagados en la producción. Esta información alcanza a todos los países sobre la base de datos trimestrales. La ecuación para cada país tiene un residuo y la estimación incluyó el hecho de que los residuos entre los distintos países y las distintas ecuaciones están correlacionados, es decir, que se permite la interrelación entre países. Por esta razón, lo que sucede en Brasil puede afectar a la Argentina y al Perú, y lo que sucede en Chile puede afectar al Perú. Después de esta breve explicación, pasemos a ver los resultados.

Gráfico No. 4

## INDICE DEL "FENÓMENO DEL NIÑO"



## La especificación del modelo

$$\Delta Y_{it} = \sum_{j=1}^4 \beta_j \Delta Y_{i,t-1} + \sum_{j=0}^4 \alpha_j \Delta TOT_{i,t-j} + \sum_{j=0}^4 \mu_j USI_{t-j} + \sum_{j=0}^4 \omega_j \Delta SPD_{t-j} + \sum_{j=0}^4 \omega_j ISO_{t-j} + C_i$$

donde,

Y<sub>it</sub>: PBI

TOT<sub>it</sub>: Términos de intercambio

USI<sub>it</sub>: Tasa de interés real de los fondos federales de los EEUU

SPD<sub>it</sub>: Spread de los bonos no latinoamericanos.

ISO<sub>it</sub>: Índice de Oscilación del Sur.

C<sub>i</sub>: Constante

y,

$\Delta$

<sub>4</sub>: Variación anual.

Subíndice i: País i-ésimo.

Lo primero que se hace con el modelo de panel es proyectar el crecimiento del año 1999. Esto se hizo en abril o mayo de ese año. De ello se obtuvo que el modelo captura los fenómenos principales de la evolución de la producción en América Latina en esos países.

Con el mismo modelo estudiamos 1997 y se proyectó el crecimiento de la economía para 1998 y 1999 con las condiciones externas de las respectivas variables promedio 1997. También se compararon el crecimiento de la economía en el supuesto de que las condiciones externas del año 1997 hubieran sido las mismas y lo que el modelo proyecta con las condiciones externas efectivamente observadas. A esto le llamaremos los efectos de los factores externos en el período 1998-1999.

### Factores externos y crecimiento del PBI – Resultados de la estimación de panel

Cuadro No. 2<sup>a</sup>  
FACTORES EXÓGENOS Y CRECIMIENTO DEL PBI 1993-1997

Muestra: 1993:2 1997:4 Observaciones incluidas: 19 Número de secciones cruzadas utilizadas: 8 Observaciones totales del panel (balanceadas): 152		
Variable	Coefficiente	t-Statistic
$\Delta Y_{-1}$	0.698	14.799 (*)
$\Delta Y_{-4}$	-0.423	-8.562 (*)
$\Delta Y_{-5}$	0.250	4.786 (*)
$\Delta TOT_{-4}$	0.043	8.404 (*)
$\Delta TOT_{-4}$	0.032	4.851 (*)
$USI_{-1}$	-0.005	-4.840 (*)
$\Delta SPD_{-3}$	-0.0002	-0.088
$\Delta SPD_{-3}$	-0.011	-3.557 (*)
$ISO_{-4}$	0.001	2.487 (**)
Efectos fijos		
Argentina	0.033	
Brasil	0.025	
Chile	0.050	
Colombia	0.025	
Ecuador	0.025	
México	0.025	
Perú	0.047	
Venezuela	0.022	

(continúa)

(continuación)

R <sup>2</sup>	0.729	<i>Men dependent var</i>	0.044
R <sup>2</sup> <i>adjusted</i>	0.697	<i>S.D. dependent var</i>	0.042
<i>S.E. of regresion</i>	0.023	<i>Sum squared resid</i>	0.072
Durbin-Watson	1.788		

(\*) *Significant at 1%* (\*\*) *Significant at (5%)*

## Cuadro No. 2b

## FACTORES EXTERNOS Y CRECIMIENTO DEL PBI 1993-1999

Muestra: 1993:2 1999:2			
Observaciones incluidas:			
Número de secciones cruzadas utilizadas: 8			
Observaciones totales del panel (balanceadas): 200			
Variable	Coefficiente	t-Statistic	
	0.750	18.982	(*)
	-0.429	-7.871	(*)
	0.272	5.280	(*)
	0.038	6.005	(*)
	0.036	4.775	(*)
	-0.005	-5.256	(*)
	-0.006	-3.1416	(*)
	-0.0101	-4.887	(*)
	0.0004	2.859	(*)
Efactor fijos			
Argentina	0.029		
Brasil	0.024		
Chile	0.041		
Colombia	0.021		
Ecuador	0.022		
México	0.028		
Perú	0.040		
Venezuela	0.021		
R <sup>2</sup>	0.789	<i>Mean dependent var</i>	0.033
R <sup>2</sup> <i>adjusted</i>	0.770	<i>S.D. dependent var</i>	0.046
<i>S.E. of regresion</i>	0.022	<i>Sum squared resid</i>	0.091
Durbin-Watson	1.889		

(\*) *Significant at 1%* (\*\*) *Significant at 5%*

## Cuadro No. 2c

**8 PAÍSES LATINOAMERICANOS - TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI  
PROYECTADO (1999)**

Tasa de crecimiento del PBI (%)	
Argentina	-3.9
Brasil	-1.3
Chile	-1.8
Colombia	-5.7
Ecuador	-5.4
México	1.6
Perú	2.5
Venezuela	-6.8
Promedio ponderado	-1.7

1. Ponderado por el PBI en US\$ de 1997

Según lo observado, las condiciones externas explican una caída de 4.1% del producto para toda la región cuando la caída proyectada por el modelo con las condiciones efectivamente observadas es de cerca de 7 puntos o, si se toman las que efectivamente estimamos, de 6 puntos. Para definir, pensemos que 4 de 6 puntos de la caída se explican por factores externos (ver Cuadro No. 3).

Esta metodología presenta los siguientes dos inconvenientes:

- El primero, induce a pensar que el producto rezagado recoge el efecto de los factores domésticos. En ese sentido, un tratamiento más explícito de los factores domésticos era deseable y en la siguiente etapa incluimos la tasa real de interés y la tasa real de cambio como variables explicativas para cada uno de los países.
- El segundo inconveniente (que puede resolverse parcialmente con esta metodología) es que, como se trata de un panel, hay unos coeficientes generales para la región y se pensó que sería más deseable tener resultados particulares por país.

Cuadro No. 3

## FACTORES EXTERNOS Y CRECIMIENTO DEL PBI

	Caída en el PBI <sup>2</sup> 1999-1997		Efecto de los <i>shocks</i> externos en el crecimiento 1998-1999 <sup>3</sup>
	(1)	(2)	(3)
Argentina	-12.0%	-11.5%	-4.1%
Brasil	-4.8%	-3.6%	-4.1%
Chile	-9.3%	-8.6%	-4.9%
Colombia	-8.7%	-6.5%	-4.2%
Ecuador	-8.7%	-10.4%	-5.1%
México	-5.1%	-3.6%	-3.2%
Perú	-4.4%	-4.6%	-4.9%
Venezuela	-12.7%	-11.9%	-5.8%
Promedio ponderado <sup>4</sup>	-6.9%	-5.9%	-4.1%

1. Factores externos: tasa de interés real de los fondos federales de los E.E.U.U., términos de intercambio, *spread* de los bonos no latinos, el "fenómeno del niño" (índice de oscilación del sur)

2. La caída del PBI es calculada como la diferencia entre las tasas de crecimiento de 1999 y 1997. La columna 1 es la predicha por el modelo; la columna 2, la caída observada.

3. Calculado como diferencia entre la predicción n-períodos adelante de 1998-1999 y la misma predicción utilizando las condiciones de 1997 (promedio)

4. Ponderado por el PBI de 1997

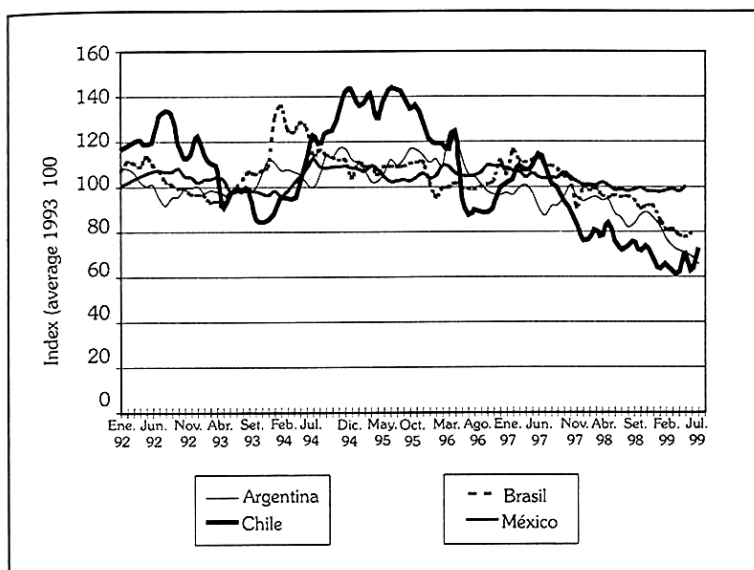
Veamos el comportamiento de dichas variables:

1) *Términos de intercambio país por país*

Es de notar la caída en los términos de intercambio en Chile y la Argentina. En el caso del Perú la caída no es muy significativa para los términos de intercambio. (Sin embargo, hay efectos cantidades no recogidos por los precios de los productos. Además, ésta no es la mejor variable para capturar el efecto del "Fenómeno del Niño" en el Perú.) En Colombia se produce una caída fuerte para los términos de intercambio, pero esto se remonta a mucho antes (años 1994 y 1995).

Gráfico No. 5a

## TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



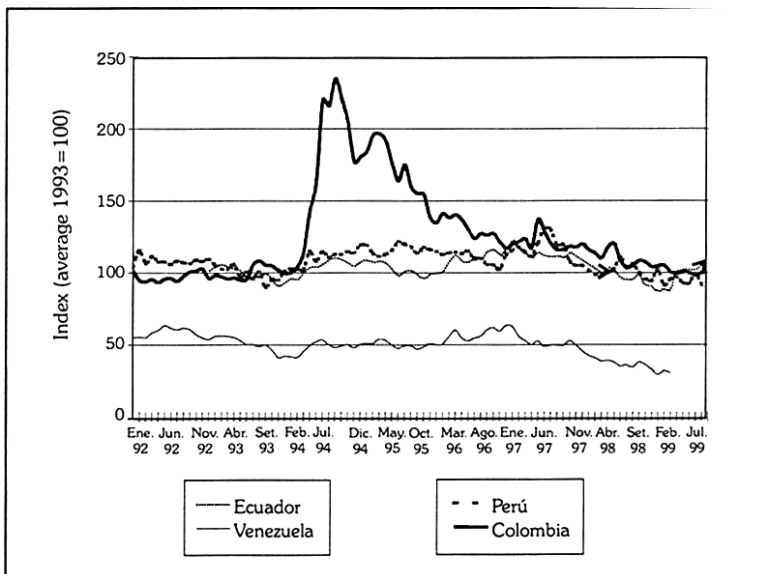
## 2) Los spreads

A diferencia de la sección anterior, ahora trabajaremos con los *spreads* de cada país. En la sección anterior, en cambio, trabajábamos con lo más exógeno. Aquí se observa que los *spreads* (los *spreads* de los papeles transados de la deuda) son endógenos al país. Por esta razón no pueden considerarse completamente exógenos. Ahora bien, como trabajamos con los *spreads* de cada país, debemos cambiar la metodología. No utilizaremos el panel de regresiones, sino el tipo de cambio real para distintos países y las tasas de interés real. Cuando todas las variables son endógenas, empleamos la metodología de vectores autorregresivos (VAR). Se trata de un sistema de ecuaciones donde el producto está en función de los términos de intercambio, de los *spreads* de cada país, de las tasas reales de interés domésticas, del tipo de cambio real y del producto rezagado. Hay una ecuación para cada una de éstas variables. Por lo tanto, se trata de un sistema de cinco ecuaciones.

ciones con ocho rezagos cada una. Lo único que quiero anotar es que este sistema de ecuaciones no impone muchas restricciones a los datos.

Gráfico No. 5b

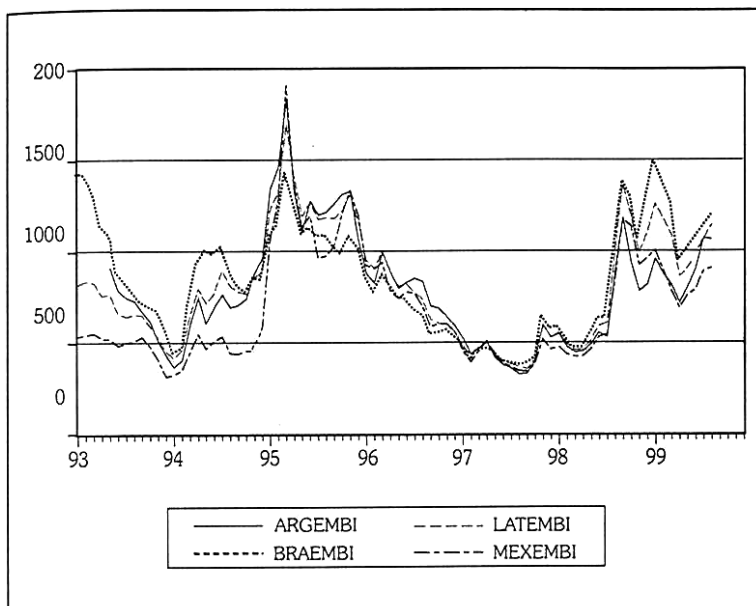
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



De acuerdo con los recientes progresos en esta metodología, las dos piezas de información central deducidas a partir de aquí son independientes del ordenamiento. Es decir, no se sigue la crítica tradicional que establece cuál es la variable más exógena y cuál la que menos depende del movimiento de las demás --eso afecta los resultados que luego mostraré--. Esta metodología aísla eso. Después, en la sección de preguntas y respuestas, podremos discutir la metodología desarrollada recientemente en los años 1996 y 1997 que está siendo utilizada ahora.

Gráfico No. 6

## EMBI spreads



Contamos con un cuadro que resume este sistema de ecuaciones y el porcentaje de variabilidad del producto, el cual se explica por los choques de diversos factores (ver Cuadro No. 4). En el caso de la Argentina, por ejemplo, donde el análisis realizado comprende los años 1992-1998, más o menos el 8% de la variabilidad del producto se explica por choques a los términos de intercambio, 24% a los flujos de capitales que son los *spreads* de la deuda argentina, 25% a la tasa real de interés y 15% a la tasa real de cambio y el producto un 27%. Entonces los choques al producto explican más o menos el 27% de la variabilidad del producto mismo.

## Cuadro No. 4

## DESCOMPOSICIONES DE VARIANZA

## Panel A: Descomposición de la varianza del error de predicción generalizado del PBI

## Argentina

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	14	10	2	17	81
4	11	24	11	22	64
8	12	31	22	16	55
12	15	28	22	18	55
16	13	31	34	25	42
20	12	34	37	24	39
24	12	35	36	22	39

## Brasil

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	4	6	12	3	77
4	4	32	10	59	30
8	4	31	14	77	11
12	4	41	10	74	9
16	4	47	10	68	8
20	5	48	11	62	8
24	5	48	12	61	8

## México

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	5	1	2	4	96
4	6	12	5	12	73
8	5	39	22	43	36
12	4	57	37	59	24
16	3	56	41	61	25
20	4	50	39	56	26
24	4	49	37	54	25

**Chile**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	3	3	14	1	81
4	5	12	28	12	50
8	4	18	27	25	39
12	5	20	34	23	35
16	5	19	34	24	33
20	6	20	34	24	32
24	6	20	35	24	31

**Colombia**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	12	2	23	18	79
4	16	2	28	22	59
8	22	9	35	26	49
12	19	12	47	26	38
16	18	18	48	28	30
20	18	21	43	30	27
24	17	23	41	30	26

**Perú**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	14	3	1	6	95
4	17	4	12	6	81
8	17	6	13	6	77
12	28	13	11	13	60
16	27	12	12	13	59
20	30	13	11	13	55
24	30	12	10	11	56

**Venezuela**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	11	12	1	7	88
4	17	8	19	11	66
8	26	7	26	19	50
12	26	7	24	19	51
16	20	8	20	15	59
20	17	9	20	12	60
24	15	11	23	13	55

**Ecuador**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	27	0	3	2	96
4	44	5	5	3	80
8	36	11	5	12	72
12	26	12	5	15	72
16	26	12	5	13	73
20	27	11	7	14	70
24	26	12	7	15	68

**Panel B: Descomposición de la varianza del error de predicción generalizado de la tasa de interés real****Argentina**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	3	61	86	5	5
4	18	43	55	30	6
8	16	44	53	25	10
12	15	39	48	22	14
16	10	43	46	17	23
20	7	51	45	11	25
24	7	50	42	8	25

**Brasil**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	0	9	73	34	1
4	2	11	66	27	5
8	8	28	50	27	5
12	17	29	41	23	7
16	17	31	39	23	7
20	15	35	33	29	6
24	15	38	30	29	6

**México**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	6	71	69	55	1
4	7	67	65	55	1
8	9	57	56	51	7
12	12	49	50	46	10
16	12	43	46	44	14
20	12	40	40	39	15
24	12	36	37	36	18

**Chile**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	10	4	93	0	6
4	9	9	73	13	7
8	14	11	53	15	16
12	18	10	47	17	19
16	17	12	46	17	18
20	17	13	45	16	19
24	16	15	43	16	19

**Colombia**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	9	5	94	1	28
4	30	24	77	6	20
8	23	24	81	7	19
12	29	25	72	12	15
16	27	26	70	12	14
20	26	25	66	12	14
24	30	24	62	11	13

**Perú**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	2	25	90	31	1
4	8	33	74	39	2
8	9	40	68	39	3
12	20	44	56	30	6
16	20	44	57	32	6
20	22	46	54	31	6
24	23	45	53	30	7

**Venezuela**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	18	4	81	2	8
4	36	4	43	21	25
8	31	7	36	24	26
12	24	7	28	19	39
16	20	17	25	15	40
20	18	16	27	14	39
24	15	39	19	11	32

**Ecuador**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	4	0	97	5	1
4	6	1	82	10	3
8	15	6	67	13	3
12	19	8	59	14	3
16	20	10	56	14	3
20	19	11	55	14	3
24	19	11	56	14	4

**Panel C: Descomposición de la varianza del error de predicción generalizado de los flujos de capital****Argentina**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	1	73	58	1	31
4	1	39	38	1	25
8	11	43	36	29	38
12	7	47	37	21	35
16	6	46	35	12	38
20	4	48	35	10	34
24	4	49	34	8	35

**Brasil**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	13	97	0	19	2
4	12	89	4	19	3
8	17	82	6	15	2
12	17	77	7	16	3
16	18	75	8	17	3
20	18	73	8	17	4
24	18	70	8	20	4

**México**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	10	89	52	54	8
4	10	63	41	45	5
8	10	57	39	37	11
12	11	49	34	38	11
16	13	49	30	35	11
20	15	46	29	34	13
24	16	45	29	34	14

**Chile**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	6	80	13	14	10
4	7	69	11	19	13
8	10	59	10	25	17
12	10	55	12	25	18
16	10	51	11	25	19
20	9	50	16	22	17
24	9	48	17	22	18

**Colombia**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	79	83	25	13	1
4	13	68	18	22	8
8	37	44	15	13	11
12	36	41	14	21	13
16	37	41	13	22	12
20	30	36	21	28	11
24	32	32	21	28	10

**Perú**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	5	83	13	44	8
4	9	72	14	40	15
8	10	72	13	41	15
12	23	56	11	32	24
16	24	53	10	31	24
20	25	52	9	31	24
24	27	50	9	29	25

**Venezuela**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	6	65	3	13	6
4	12	71	3	15	22
8	11	64	6	16	22
12	12	62	6	17	21
16	12	62	6	17	20
20	13	62	5	14	28
24	13	56	6	13	33

**Ecuador**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	7	85	2	6	1
4	11	73	2	13	1
8	10	69	6	13	3
12	10	64	9	15	3
16	13	57	14	13	5
20	13	55	13	13	8
24	13	55	13	13	8

## Panel D: Descomposición de la varianza del error de predicción generalizado del tipo de cambio real

### Argentina

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	22	12	10	86	0
4	37	21	23	53	6
8	26	30	31	42	5
12	18	31	28	27	30
16	17	42	32	19	27
20	14	46	34	14	24
24	14	42	30	15	26

### Brasil

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	2	25	6	95	4
4	4	28	10	79	10
8	7	28	13	73	10
12	9	37	11	65	9
16	11	41	11	59	8
20	11	43	11	56	8
24	11	41	10	56	8

### México

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	5	62	52	82	5
4	10	52	42	65	9
8	12	47	40	53	12
12	13	45	39	53	11
16	13	43	36	47	13
20	13	40	33	44	15
24	13	38	32	42	16

**Chile**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	8	28	1	83	2
4	8	28	5	71	8
8	17	31	5	53	11
12	16	29	6	50	17
16	17	29	6	49	15
20	16	31	6	48	16
24	17	30	9	46	15

**Colombia**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	1	30	3	81	16
4	7	24	17	49	15
8	10	18	25	32	17
12	15	23	22	29	18
16	15	21	22	30	19
20	22	21	20	25	14
24	27	19	20	20	12

**Perú**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	3	54	15	92	5
4	6	47	23	74	4
8	12	36	22	57	17
12	21	36	21	49	18
16	29	34	18	43	19
20	31	34	18	38	19
24	32	33	17	37	20

**Venezuela**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	34	1	1	94	1
4	28	5	2	77	14
8	17	42	5	35	12
12	14	39	7	28	27
16	15	37	8	27	28
20	14	46	8	23	26
24	11	50	7	18	30

**Ecuador**

Porcentaje de la varianza asociada con <i>shocks</i> a...					
Horizonte (en meses)	Términos de intercambio	Flujos de capital	Tasa de interés real doméstica	Tipo de cambio real	PBI
1	0	4	5	94	1
4	7	24	6	56	4
8	9	26	11	47	6
12	9	30	12	42	6
16	10	33	12	39	6
20	10	33	14	37	7
24	10	33	15	35	8

Podemos concluir que los flujos de capital y los *spreads* son importantes para explicar la variabilidad del producto en la Argentina, Brasil y México. Los choques a la tasa de interés real son importantes en Colombia, Chile y la Argentina. Los choques al tipo de cambio real lo son principalmente para Brasil y México. Para Ecuador, el Perú y Venezuela los resultados no son tan buenos; el porcentaje tan alto de la variabilidad del producto se explica por el producto mismo. Ello quiere decir que este otro conjunto de variables no explica muy bien la variabilidad del producto en estos países. Haría falta ensayar con las variables omitidas en el modelo (las variables nominales y las de flujos de capital, por ejemplo).

Gracias a este sistema de ecuaciones VAR proyectamos lo que le hubiera sucedido con la economía en los países analizados por el modelo (ver cuadro No. 5). En la Argentina, este sistema hubiera proyectado una caída de 17 puntos referidos a la tasa de crecimiento de producción industrial. Sin embargo, la caída observada fue de 24 puntos. Esto quiere decir que no se sabe muy bien a que se deben siete de los puntos. En Brasil sucede lo contrario. Este sistema hubiera dado una caída de 15 puntos. Sin embargo, la caída observada fue de 7 puntos. Es decir que, inexplicablemente, el crecimiento en el producto fue de 8 puntos por encima de lo que este modelo hubiera proyectado. Ello puede ser efecto de Arminio Fraga. Por otro lado, lo proyectado en Chile estuvo cerca de lo observado. En México, el desempeño estuvo mejor que lo previsto. En cambio, en Colombia sucedió lo contrario: la caída en la producción fue mayor que la que proyectó el modelo.

Cuadro No. 5

**PREDICCIONES PARA 1998-1999 Y CAMBIOS OBSERVADOS EN LA TASA DE CRECIMIENTO**

	(1) Efectos totales proyectados de los <i>shocks</i> 1998-1999	(2) Cambios observados en las tasas de crecimiento	(3) Efectos de los <i>shocks</i> no identifi- cados
Argentina	-17.0	-24.3	-7.3
Brasil	-15.1	-7.3	+8.5
Chile	-8.9	-8.2	+0.7
Colombia	-16.9	-20.5	-3.6
México	-9.3	-6.0	+3.3
(3)= (2)-(1)			

(Llamaremos “factores externos” a los términos de intercambio y a los *spreads*, y “factores domésticos” a la tasa de interés real y al tipo de cambio real.)

Luego, obtuvimos la relación de lo que son los *efectos externos* dentro del total que hubiera predicho este modelo y encontramos que más o menos en promedio esto está alrededor del 60%. La historia se repite con respecto a lo obtenido en el ejercicio de panel. Es decir que más o menos un 60% de la caída se debe a factores externos. Además, los choques al producto se consideran como factores internos. Entonces, la Argentina y Colombia

terminan como los países donde los factores internos explican la mayor parte de la caída de la producción, mientras que en el caso de Brasil, México y Chile más de la mitad se explica por factores externos (ver Cuadro No. 6).

**Cuadro No. 6**

**EFFECTOS DE LOS FACTORES EXTERNOS SOBRE EL CRECIMIENTO COMO  
RATIO DE LOS CAMBIOS TOTALES PROYECTADOS Y LOS CAMBIOS  
OBSERVADOS EN EL CRECIMIENTO DEL PBI**

	Efectos externos / efectos totales proyectados	Efectos externos / cam- bios observados
Argentina	.53	.37
Brasil	.62	1.29
Chile	.58	.63
Colombia	.28	.23
México	1.3	2.1

**Conclusiones**

- 1) En relación con los factores externos/internos, ambas metodologías sugieren que alrededor del 60% de la caída en la producción se explica por factores externos.
- 2) En Colombia y la Argentina encontramos que los factores domésticos son los principales responsables de la caída en la producción. En cambio, en México, Brasil y Chile los factores externos son los responsables.
- 3) Respecto del rezago con el cual operan estas variables en la economía, se observa que el resultado del año 1998 y 1999 se debe en buena parte a choques registrados en la economía desde el año 1997 y 1998. En cambio, ahora, las autoridades (especialmente monetarias) van soltando las amarras para estimular la economía. Además, hay que tener cuidado con los rezagos que operan los choques a las tasas de interés real frente a la economía. Finalmente, sobre este primer punto, los resultados econométricos indican que existe una relación negativa entre el tipo de cambio real y el crecimiento del producto. Es decir que las devaluaciones del tipo de cambio real están asociadas con caídas en la producción.

- 4) Con respecto al régimen cambiario, si asociamos los choques externos (en este caso los términos de intercambio y los *spreads*) a *shocks* reales, yo diría que cuando están presentes los *shocks* reales, el cambio en precios relativos está facilitado por el tipo de cambio flotante. Entonces, es como si estos países hubieran minimizado la variabilidad. Si esto fuera así --y uno se siente cómodo haciendo esta conjetura-- México, Brasil y Chile escogieron correctamente al tener un tipo de cambio flotante (aunque algunos piensan que no son tan flotantes).
  
- 5) Sobre la sensibilidad del crecimiento a los términos de intercambio, estos resultados muestran que América Latina sigue siendo muy sensible a lo que ocurre con los términos de intercambio (en países como Venezuela, Colombia y Chile, por ejemplo). Entonces, estaría bien diseñar algún mecanismo que permitiera estabilizar el patrón de gastos cuando hay fluctuaciones en los términos de intercambio. Pero en la Argentina y el Perú no es tan fácil suavizar los patrones de gasto. Con todo, podríamos pensar que hay un mecanismo: la deuda indexada a los precios de los productos básicos que permita hacer esas funciones, por ejemplo. Sin embargo, cabe preguntarse porqué el sector privado no hace esas "suavizaciones" en los patrones de gasto.



La exposición de Santiago Herrera se orientaba a partir de la pregunta *por qué perdemos el paso*. Paradójicamente, a medida que escuchaba y veía las cifras que él mostraba, pensaba que la pregunta podía haber sido *por qué caemos al pozo*.

Vale la pena resaltar algunos puntos de la presentación que ha ofrecido. Uno de ellos se refiere al papel de los factores externos, cuyo énfasis se dio en los noventa, porque confirma la importancia de los mismos. El paradigma de Washington sugiere que si los países ponen su casa en orden, el resto de cosas irán bien. Sin embargo, este trabajo es mucho más difícil; el hecho de poner la casa en orden implica que esté preparada para huracanes si fuera necesario.

Hay un aspecto que no ha podido salir en este trabajo, pero que podríamos discutir más adelante.

Santiago nos ha presentado un trabajo empírico que muestra directamente la asociación entre variables. Ahora bien, hay cuestiones más profundas que uno quiere tratar de entender. Por ejemplo, el hecho de que los países sean tan sensibles a los factores externos. Ello se puede deber, en parte, a la pequeñez del mercado de capitales. Si yo tengo un acceso fluido al mercado de capitales y ese mercado es maduro, los golpes indudablemente van a afectar a la producción pero no al bienestar de la gente; la gente puede pedir prestado durante el período de las vacas flacas y prestar durante los otros períodos. Este tema saca a la luz un aspecto central que ha enriquecido la agenda político-económica. Antes se hablaba de equilibrio fiscal y política monetaria. Actualmente se presta mucha atención al sector financiero porque se sospecha que es particularmente débil en nuestros países. Este sector contribuye muchas veces a ahondar la recesión.

Finalmente, otro tema destacable se refería a la devaluación contractiva. Esto es algo que se ha descubierto hace mucho tiempo en América Latina. Tenemos, por ejemplo, el trabajo de Carlos Díaz Alejandro, el cual vale la pena tomar en cuenta, pues hay personas que piensan que una devaluación ayuda. Sin embargo, en el corto plazo no es así y hasta puede ser contraproducente.

A continuación le toca el turno a Liliana Rojas-Suárez del Deutsche Bank.

**EL CAMINO POR RECORRER**



La presente exposición consta de dos partes:

- 1) En la primera nos preguntamos por las perspectivas para América Latina, es decir, nos preguntamos *qué se espera después del análisis que estamos haciendo para los países de la región*;
- 2) En la segunda *preguntamos cuáles son los temas en la región para los años venideros (incluido este año)*.

Nosotros somos muy optimistas en cuanto al desarrollo de los próximos años en la región. El pozo no es tan profundo como hubiera podido ser hace una década en América Latina. Lo que vemos es una región bastante dividida: unos países se han fortalecido tremendamente y otros se han quedado rezagados. Podría hacerse incluso una clara distinción entre países como Ecuador y Venezuela, que están largamente atrás en relación con el desarrollo alcanzado por otros países, y países como México, la Argentina y Brasil, que están avanzando lentamente y que han consolidado muchos más esfuerzos. El Perú tiende a unirse hacia el grupo positivo y Colombia, que antes se encontraba entre los países más pobres, se ha debilitado mucho con la crisis. La crisis segmentó las economías y Chile volvió a probar que fue el primero en salir muy rápido del problema. Por lo tanto, si se tiene en cuenta este esfuerzo, desde mi punto de vista, el pozo no es tan profundo.

La región ha sido sometida a varios exámenes. Sin embargo, en contraste con episodios previos, el fuerte proceso electoral de estos días está reforzando las políticas macroeconómicas prudentes. Tenemos, por un lado, países --como la Argentina, Chile y se espera que el Perú esté incluido-- que pudieron mostrar el ciclo electoral, es decir, países que se saldrían completamente de los programas, de la tendencia y de las medidas “precaucionarias” y que entrarían en un exceso de gasto y fiesta fiscal. Sin embargo, esto no fue así. Quizá la Argentina sea la prueba más contundente de que el

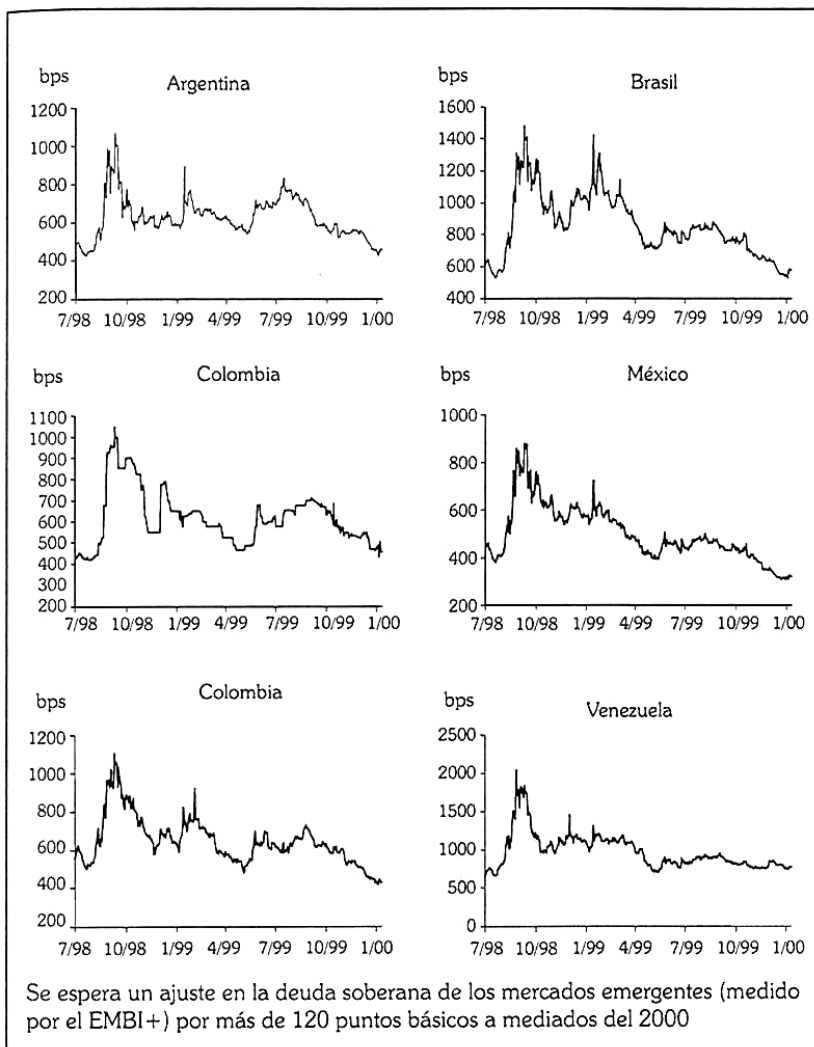
cambio de poder fue de la forma más tranquila posible. En México es una novedad que las elecciones se lleven de una manera sencilla, sobre todo si se tiene en cuenta que no se ha salido completamente de los problemas.

En cuanto a quién va a financiar el crecimiento en América Latina, aquí hay un problema mucho más complicado. La buena noticia es que en gran medida el capital más volátil está fuera de la región y la expectativa con respecto a las necesidades de financiamiento --para la región son alrededor de 130 millones de dólares-- es que el 40% sea financiado con inversión directa extranjera. Los arreglos intraregionales (entre varios países) como el MERCOSUR o la NAFTA están ayudando mucho a traer capital que depende mucho menos de las variaciones y fluctuaciones en rentabilidad de muy corto plazo como el mercado de bonos o el de acciones. Ese es un factor que continuará y esperamos que esa sea una de las fuentes externas de financiamiento más importantes en el año 2000.

Algunos signos de recuperación ya se están dando pero todavía son modestos (ver gráfico No. 1). Por ejemplo, los *spreads* han bajado significativamente desde la crisis rusa, pero de ninguna manera han alcanzado el nivel anterior a la crisis. Antes la mayoría de estos países podía acceder al mercado internacional a más o menos un nivel de 300 puntos básicos. Ahora hay una fluctuación muy grande entre los países. Países como México están todavía alrededor de los 400 puntos básicos y otros llegaron a 700 y hasta a 2000. Sin embargo, si uno los compara con los resultados alcanzados durante la crisis rusa, definitivamente hay una sensación de recuperación. Mirando hacia el futuro, se espera que los *spreads*, en promedio para la región y en general para los países emergentes, bajen unos 200 puntos adicionales. Ello implicaría una vuelta hacia un sendero más consistente.

Gráfico No. 1

**UNA SEÑAL DE LA RECUPERACIÓN PARCIAL ES LA CAÍDA SIGNIFICATIVA DE LOS SPREADS DESDE LA CRISIS RUSA. SIN EMBARGO, AÚN HAY LARGO CAMINO POR RECORRER**



Nuestras proyecciones sobre crecimiento, inflación y balance fiscal (es decir, el agregado para la región) también son muy positivos (ver gráfico No. 2). En cuanto a la recuperación económica, básicamente la vemos comenzar moderadamente en el año 2000, pero con tendencia a incrementar durante el resto del año sin aceleración de la inflación, que más bien disminuye, aunque no mucho. Entonces, no se ve un avance muy notable en la inflación y ello se debe a que este año no ocurrirá una caída muy significativa de las tasas de interés real para poder mantener los ajustes. Lo que sí vemos es la necesidad de un ajuste fiscal en una serie de programas en la región. Los que están trabajando en este momento con el Fondo Monetario Internacional, como lo hacen básicamente la Argentina y Brasil, por ser los países más grandes, dominan el panorama de la región.

Para nosotros los factores externos son clave. Nuestra visión positiva va más allá de lo que esté haciendo la región. Apunta hacia lo que esperamos de ella. Por ejemplo, una mayor demanda de los productos que produce la región. Además, nuestras proyecciones más importantes dependen de una sola variable, lo que va a pasar con el mercado de acciones en EEUU. Sin la menor duda, ese es el riesgo de la región. Además, todas nuestras proyecciones se basan en el supuesto de que los E.E.U.U. pasan por lo que se llama un “aterrizaje suave” (*soft landing*). Es decir, no esperamos un *crash* en los mercados de activos. Lo que esperamos durante el año es que los E.E.U.U. suban por lo menos 75 puntos básicos en la tasa de interés a partir del 1 de febrero. Sin embargo, no se espera un colapso en este mercado. Otro factor importante para la región es el del comportamiento de Europa, porque representa una fuente de financiamiento para la región (ver Gráfico No. 3).

Gráfico No. 2

MEJORA EN LAS SEÑALES DE LOS  
FUNDAMENTOS ECONÓMICOS

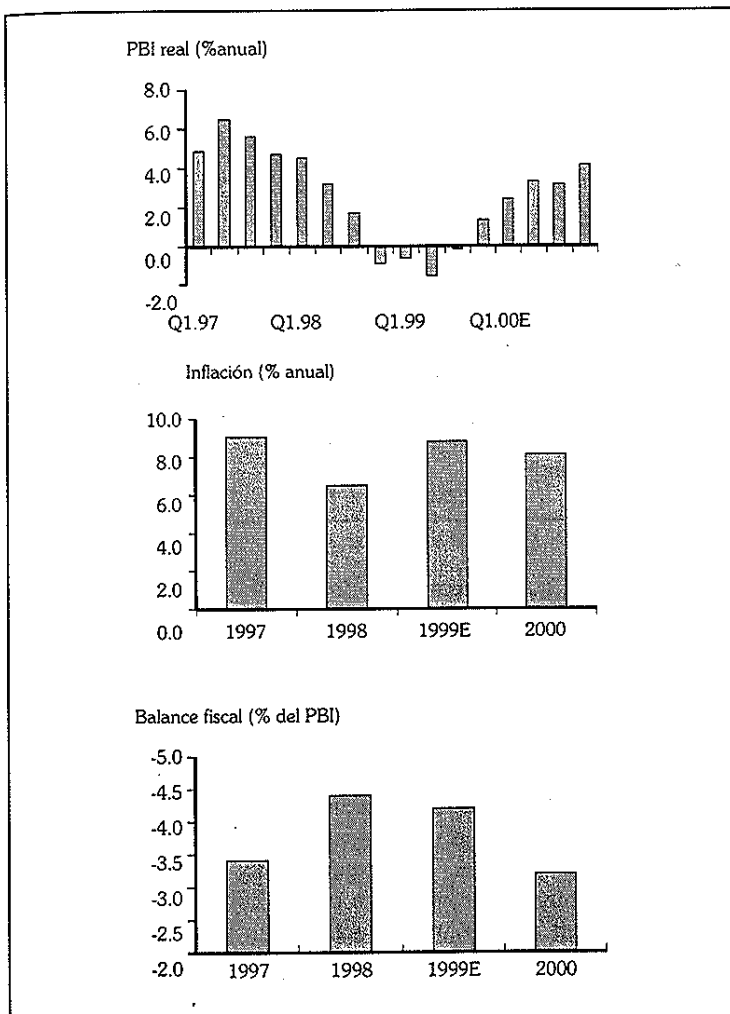
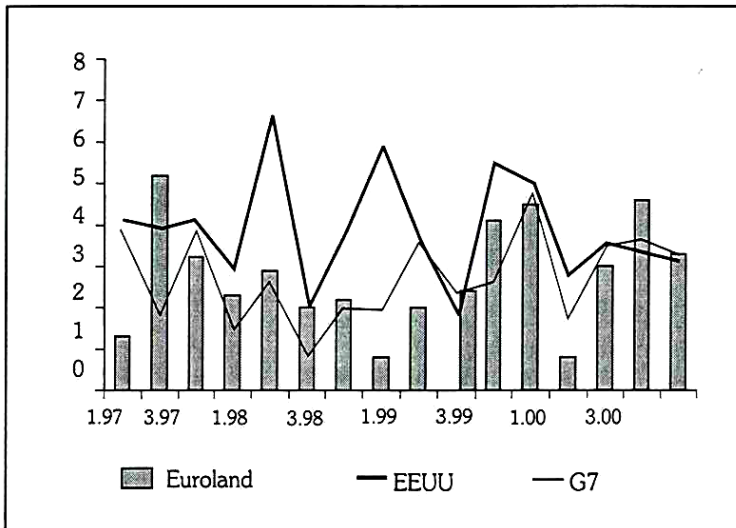


Gráfico No. 3

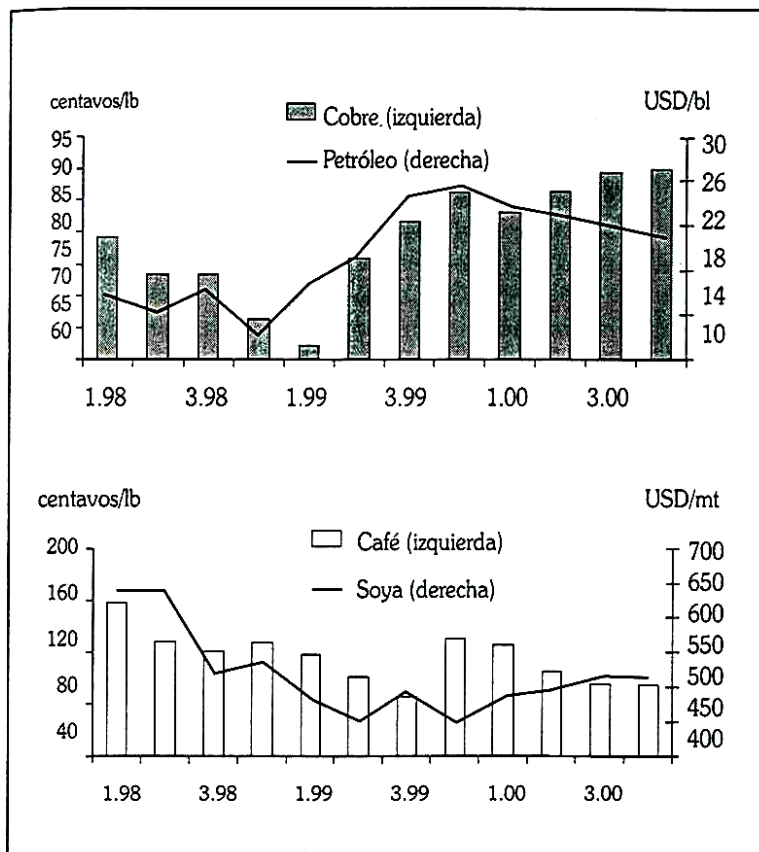
EL MEJORAMIENTO DEL AMBIENTE EXTERNO  
ESTÁ APOYANDO A LA RECUPERACIÓN



Así como decía que la economía de los E.E.U.U. va a desacelerarse moderadamente, pensamos que el crecimiento agregado del extranjero va a ser sostenido. Obviamente, entre los factores externos vienen los precios de las *commodities* (ver Gráfico No. 4), pero aquí tenemos una distinción que afecta a la región de manera importante. Los precios de *commodities* como el petróleo y el cobre se mantienen en alza, en tanto que el precio de las *soft commodities*, productos agrícolas de exportación que afectan a países que necesitan esas exportaciones, como en el caso de la Argentina y Brasil, no presentan en su proyección una recuperación muy importante para el año 2000. Estos precios de intercambio van a tener un impacto fuerte sobre cómo dividamos a la región.

Gráfico No. 4

## EL MEJORAMIENTO DEL AMBIENTE EXTERNO



Los temas que van a dominar la discusión del 2000 en los meses venideros son sin duda los siguientes:

- Qué tipo de cambio debe aplicarse para las regiones y la nueva tendencia o moda llamada *inflation targeting* (meta inflacionaria), lo cual es básicamente poner como meta la inflación en lugar de otra variable nominal.

- El manejo de la deuda externa, que se discutió mucho a inicios de los años noventa y que regresa con fuerza.
- La capitalización del sistema financiero, y el reconocimiento profundo a la falta de capital dentro de la región. Ese es el tema del año 2000, dejándose de lado todo lo que sea política monetaria y fiscal a las cuales estamos acostumbrados.
- Otro gran tema se refiere a cómo nos manejaremos si tenemos otro *shock* asociado con la subida de las tasas de interés de E.E.U.U. Como se observa, fuera del tipo de cambio, la capitalización del sistema doméstico también involucra la atracción de capital extranjero. Entonces, los temas que se están mencionando tienen componentes de efectos externos muy importantes.

En general, la pregunta que dominará las discusiones es ésta: ¿cómo capitalizar la región tanto en el sector empresarial como en el financiero? No quisiera profundizar en el tema porque hay todo un panel impresionantemente bien organizado para ello. El tema es muy importante, como en el caso particular de México donde la gran discusión se centra en si se hace o no un *upgrade* (si las agencias de clasificación suben el *rating* que le dan a México), lo cual depende tremendamente de hasta qué punto se va a implementar eficientemente la nueva propuesta de la ley de bancarrota en México. La restricción más importante que se da en la inversión, sea extranjera o doméstica, ya no se ve tanto por medio de los temas normales de estabilidad, sino en los pasos que uno debe dar si en un momento dado quiere pedir la devolución de una deuda. Para lograr eso, el sistema judicial tiene que moverse y muchas veces simplemente no lo hace. Este tema dominará también la discusión.

Otro tema que va a permanecer en la región es el del tipo de cambio. Más aún, se va a poner a prueba. Lo que se observa, entonces, es que una gran cantidad de países (Sudamérica), de una forma u otra, se han movido hacia tipos de cambio más flexibles. Las excepciones son la Argentina, que se encuentra bajo un régimen de caja de convertibilidad, y Venezuela, que tiene bandas cambiarias.

En principio sólo México y el Perú entraron a la crisis con tipos de cambio flexible. Sin embargo, posteriormente, Brasil, Chile y Colombia también adoptaron este régimen. La devaluación de Brasil fue un alivio para su economía real, mientras que el abandono de las bandas de Chile abrió la puerta para la recuperación de su actividad económica. Los recientes pasos de Colombia han preparado mejor al país para sobrellevar la crisis bancaria por la que atraviesan. Además, este régimen cambiario (tipo de cambio flexible) permitió a México y al Perú enfrentar mejor la crisis. Una prueba de ello fue que entre las grandes economías de la región, estos países fueron los únicos que mostraron un crecimiento positivo en 1999. La tendencia, entonces, se ha visto dirigida hacia un tipo de cambio flexible. Además, el manejo del tipo de cambio se ha asociado con el manejo de lo que se llama metas de inflación. Sin embargo, a mucha gente le sorprende que un país como México, por ejemplo, mucho más fuerte desde el punto de vista internacional que Brasil, tenga una meta de inflación de 10%, mientras que Brasil tiene una más ambiciosa de 6%. Esto tiene mucho que ver con las expectativas que tienen los que hacen la política económica en los diferentes países con respecto a lo siguiente: hasta qué punto pueden depreciar sus monedas.

A continuación les presento cuatro puntos que considero sintetizan los temas de discusión para decidir qué tipo de cambio debe regir en la región:

1. El énfasis en el tema de tipo de cambio es excesivo. Desde el punto de vista de los mercados internacionales, el riesgo que más se contempla en la región es el no pago, más que cambios en el tipo de cambio. Básicamente, lo que sucede es que en los años noventa ha ocurrido un cambio significativo en las cuentas de financiamiento extranjero que en términos relativos da mucho más importancia a la colocación de bonos extranjeros relativos a los préstamos bancarios. Esto ha incrementado mucho la sensibilidad del inversionista extranjero con respecto a las características del país en riesgo, especialmente a las características de pago. Esa percepción de riesgo se ha incentivado debido a las abundantes situaciones de *default* dadas en los últimos tiempos alrededor de los países emergentes (no sólo en Rusia, sino también en Pakistán y Ecuador, siendo este último el que más impactó a la región desde esa perspectiva). Además, está también al Fondo Monetario Internacional que muchas veces apoya el *default*. No nos importaría tanto esto sino fuera porque en el proceso de liberalización financiera se ha visto una cercanía entre la percepción del riesgo internacional a través de los *spreads* y las tasas de interés real doméstico. Lo que se tiene, básicamente, es una

asociación entre la tasa de interés real y los rendimientos de los bonos extranjeros (ver Gráfico No. 5). Esa relación es cercana, especialmente en la Argentina, el país con menores restricciones a la entrada y salida de capital. Independientemente de lo que se haga domésticamente, el gran problema que enfrenta la región es el siguiente: si los *spreads* internacionales no bajan, la tasa de interés real no baja y el crecimiento se ve limitado. Esta percepción de riesgo es importante para saber lo que va a pasar. Contrariamente a la creencia de que un país va a devaluar, lo cual traería la percepción de un *default*, yo pienso en realidad (desde el punto de vista del trabajo con los mercados internacionales) que sucede al revés, que más bien sucede cuando se empieza a tener la percepción de que la capacidad de pago de un país comienza a disminuir por cualquier factor (shock externo, malas políticas, etc). Como consecuencia, el país empieza a utilizar reservas internacionales para evitar justamente el problema de que vaya a ocurrir un *default*. Esa disminución de reservas internacionales, a su vez, traerá consigo la percepción de que el tipo de cambio no es estable.

2. Un tema abordado en la exposición de Santiago fue el de la sensibilidad de la región a los cambios en los términos de intercambio y el hecho de que ello no va a cambiar en los próximos años. Todos sabemos que, independientemente del tipo de cambio que usemos, una depreciación real es necesaria cada vez que tenemos un *shock* en términos de intercambio. Esta depreciación puede suceder al menos de dos formas: a través del ajuste nominal del tipo de cambio o a través de deflaciones. Un punto que quisiera resaltar es el nivel de flexibilidad del tipo de cambio en el Perú, el cual ha sido un factor muy importante para permitir que tanto México como el Perú crecieran en 1999 mientras que todos los demás países de la región obtuvieron crecimientos negativos. Además, México y el Perú fueron los únicos países que entraron a la crisis con tipos de cambio más flexibles. Realizando una comparación entre el Perú y la Argentina, tenemos que mientras en el segundo país el tipo de cambio no se mueve, en el primero se deprecia *versus* la relación de precios del país con respecto a la relación de precios internacionales (ver Gráfico No. 6). Entonces, el ajuste en la Argentina se hace a través de una deflación y acarrea altos niveles de desempleo. Con ello no quiero decir que un sistema sea más sostenible que el otro, pero sí que en el corto plazo el costo del ajuste es mucho más alto en paí-

ses que no tienen la variabilidad del tipo de cambio como una medida de ajuste.

3. Uno de los requisitos para poder fijar un tipo de cambio o crear una caja de convertibilidad es no tener problemas de *stock*. Esto quiere decir que no se trata tanto un problema de flujo como de *stock*. Los *stocks* se miden al menos de dos maneras: no pueden tener un sistema bancario débil o quebrado y no se puede tener una situación de deuda insostenible. Si se tiene uno de estos problemas, la subida de las tasas de interés necesarias para mantener el tipo de cambio fijo afectaría negativamente la deuda o el sistema financiero. La importancia de este punto radica en que los inversionistas extranjeros lo perciben exactamente igual de claro y piensan que se trata de una apuesta en una sola dirección. Si se tiene que decidir entre dejar el tipo de cambio o quebrar el sistema financiero, normalmente, la historia demuestra que prefieren dejar el tipo de cambio. Lo confirmó México con el sistema bancario y Brasil con el problema de la deuda. Todos ellos preferían dejar los tipos de cambio por la otra variable, lo cual significaba un *trade-off*, una elección de política. Entonces, si se tiene un problema de *stock* es riesgoso tener un anuncio de tipo de cambio porque al siguiente *shock* el mercado te va a probar y es probable que se falle.

Gráfico No. 5

## RENDIMIENTOS SOBERANOS Y TASAS DE INTERÉS REALES

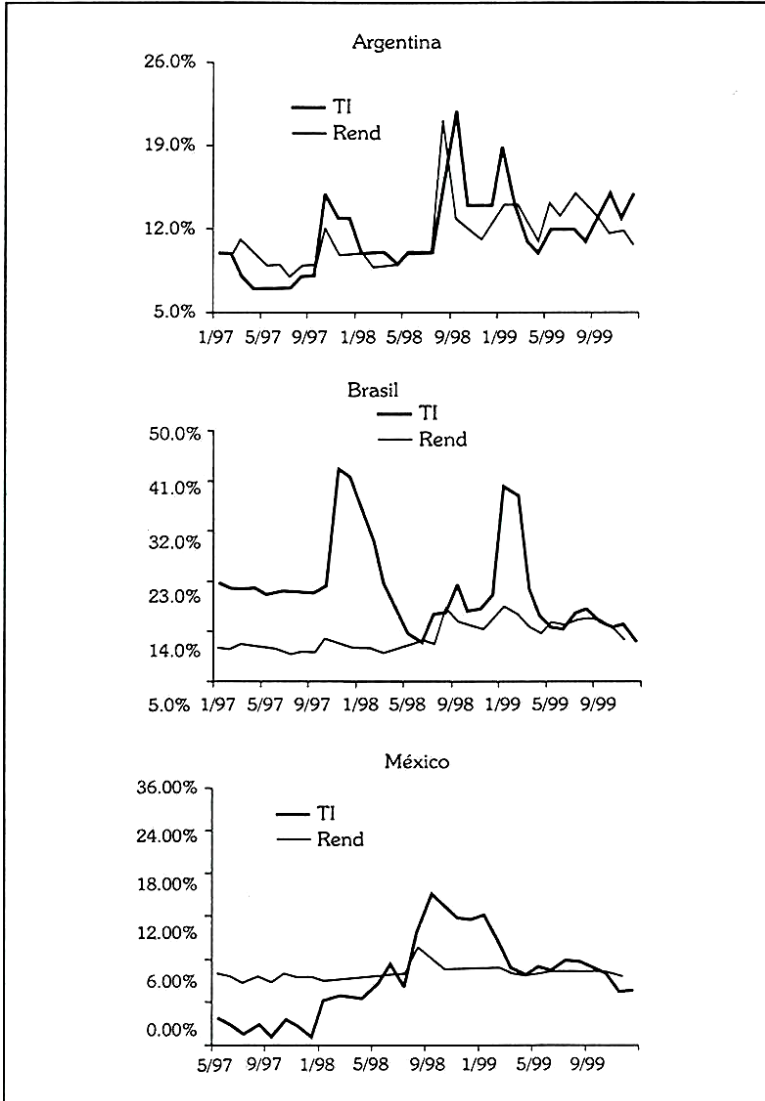
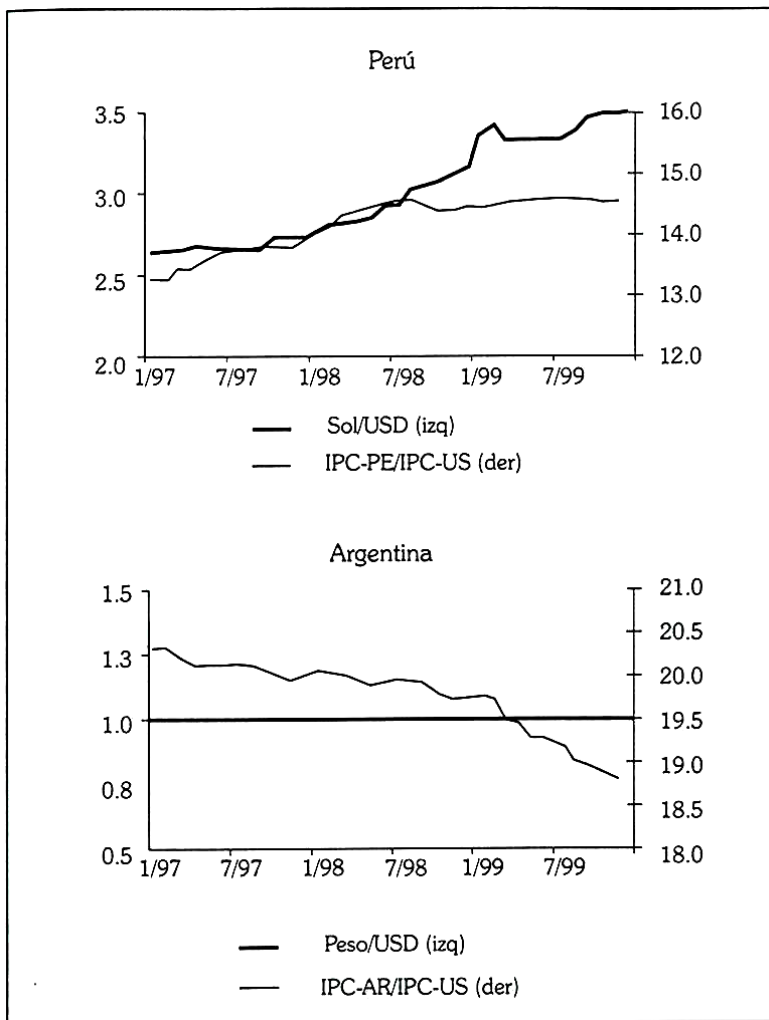


Gráfico No. 6

A DIFERENCIA DE LA ARGENTINA, LA DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DEL PERÚ FUE LOGRADA A TRAVÉS DE UNA FUERTE DEFLACIÓN



4. Una combinación ganadora sería la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible junto con la tenencia de una gran cantidad de reservas. Latinoamérica necesita más herramientas porque encara restricciones más severas que los países industriales. Las crisis cambiarias en los países industriales no han implicado una pérdida de acceso a los mercados de capitales internacionales. Además, ante el enfrentamiento de mayores *shocks*, la flexibilidad del sistema cambiario permitirá compensar las pérdidas de competitividad que vienen como consecuencia de ellos, mientras que la liquidez de moneda extranjera asegura a los inversionistas que las obligaciones de deuda serán reunidas a tiempo.

### ¿Puede funcionar la dolarización en el Ecuador?

Los pre-requisitos también son muy importantes para el caso de la dolarización. En el caso del Ecuador la respuesta dependerá de la decisión política con respecto a seguir las reglas que implica la total dolarización. Si el presidente Mahuad está dispuesto a permitir que la tasa de interés suba todo lo que tiene que subir como en la Argentina cuando haya *shocks* en la economía, si está dispuesto a soportar los niveles de desempleo que implicarán los *shocks* que enfrentarían, en ese caso, la respuesta sería que probablemente sí funcionaría la dolarización en el Ecuador. A mí no me parece que el tipo de cambio *per se* sea la variable más importante. Es simplemente un elemento dentro de un programa comprensivo de reformas y ajustes. Si no se lleva este programa, sino que simplemente se piensa que dolarizar va a solucionar el problema, seguiremos en problemas. Se podrá frenar la hiperinflación, pero no se podrá llegar a un sendero más estable de crecimiento. Además, el Ecuador no ha demostrado tener la disponibilidad para hacer ajustes. Es importante resaltar que este país comenzó con una crisis del sector bancario, pero, además, la razón de la hiperinflación es que monetizó la crisis del sector bancario. Además, la razón por la cual no se ha llegado a hacer un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional está en que tampoco se ha llegado a hacer un programa de deudores que permita garantizar la estabilidad del sistema financiero.

## Administración de la deuda externa

El otro tema de la región para estos años (y especialmente este) es el manejo de la deuda externa. Los países en este momento están enfrentando una situación en la cual los *spreads* siguen siendo bastante altos relativamente. Además, quieren aumentar tanto la duración de la deuda como inclinarse un poco hacia el mercado doméstico. Quizás el ejemplo más claro de esta tendencia sea Venezuela. Hace tres meses, este país tenía un programa que básicamente financiaba parte del déficit a través de bonos internacionales. Las críticas acerca de este programa serían varias.

En este momento, la Argentina también está desarrollando una tendencia a buscar los mercados domésticos más que los mercados internacionales y han surgido problemas con eso. El problema se encuentra en que los mecanismos de transmisión entre los *spreads* internacionales y la tasa de interés doméstica son muy elevados. El hecho de cambiar deuda externa por deuda doméstica no va a evitar el problema de que los *spreads* suban, pues las tasas domésticas de interés se van a ajustar a los niveles internacionales.

Otro tema vinculado con esta situación es el de los bonos Brady. Los bonos Brady fueron instrumentos muy utilizados y ahora están tratando de ser readquiridos por los gobiernos. Hay una tendencia de movilización hacia los mercados europeos, irse más hacia los famosos "eurobonds" (bonos globales). Este nuevo desarrollo se acentuará tremendamente en el año 2000. Se observará a los países manejando mucho más su deuda externa que en años anteriores.

## Tratando con el incremento de las tasas de interés de los Estados Unidos

Con respecto a este punto las noticias son buenas. Estas se deben no solamente a lo que pase en América Latina, sino al hecho de que los capitales más volátiles no están en la región. Los famosos *hedgefunds* (fondos de cobertura) básicamente no han vuelto. Los fondos que manejan los bonos de los gobiernos o acciones (es decir, dinero internacional) son los que se negocian internamente como los fondos dedicados. Es decir, aquellos fondos que se crearon con la finalidad de invertir en América Latina o en ciertos países de América Latina. Pero los fondos más diversificados, conocidos con el nombre de *crossover funds*, no han regresado a la región y los seguimos esperando. Nosotros habíamos proyectado que volverían pero no han vuelto hasta el momento. Por

un lado, esta es una mala noticia porque obviamente frena el crecimiento en el momento en que se necesita, pero la buena noticia es que justamente no se puede ir lo que no ha entrado. Entonces, si en este momento Estados Unidos sube la tasa de interés, nosotros pensamos que el efecto sobre América Latina va a ser muy reducido.

Cuadro No. 1

**FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LA DEUDA  
LATINOAMERICANA EN EL 2000**

Latinoamérica: financiamiento externo para el 2000 (USD bn)			
	Cuenta corriente	Deuda externa Amortizaciones	Financiamiento externo total (%PBI)
Argentina	-13,80	-26,40	-13,75
Brasil	-24,00	-52,90	-14,29
Chile	-2,80	-4,31	-10,07
Colombia	-3,22	-5,53	-9,91
Ecuador	-0,92	-1,63	-15,69
México	-16,40	-33,57	-10,11
Perú	-2,75	-8,00	-16,93
Venezuela	2,31	-3,62	-1,41

Nota: las amortizaciones incluyen el financiamiento comercial

Hay dos tipos de efectos generales. Uno es el efecto de la salida de capitales. Ese efecto tiene que ver con muchas cosas no sólo relacionadas con América Latina, como por ejemplo el hecho de que los inversionistas decidan un *fly to quality* hacia los bonos del tesoro, independientemente de qué país de la región se esté hablando. Este efecto, es prácticamente imposible de medir en toda su magnitud. Aunque ese sería el efecto más grave, no lo consideramos tan fuerte porque nuestra expectativa es que la mayor parte del financiamiento venga a través de inversión directa extranjera.

**Cuadro No. 2****EFFECTO SOBRE LA CUENTA CORRIENTE Y LAS CUENTAS FISCALES ANTE UN INCREMENTO PERMANENTE DE LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS ESTADOS UNIDOS**

Efecto neto (%PBI) de un incremento permanente de 100 pts. básicos en las tasas de interés de los E.E.U.U.		
	Cuenta corriente	Cuentas fiscales
Argentina	-0,12	-0,56
Brasil	-0,04	-0,70
Chile	0,47	-0,35
Colombia	0,11	-0,31
Ecuador	0,10	-0,75
México	0,61	-0,35
Perú	0,08	-0,38
Venezuela	0,18	-0,29

El segundo efecto está relacionado específicamente con lo que ocurrió en la región. Obviamente, va a existir un efecto a través del arbitraje sobre las tasas de interés reales y eso, a su vez, va a afectar tanto las cuentas fiscales como la cuenta corriente y la balanza de pagos. Pero, en ambos casos, nosotros hicimos un ejercicio de simulación para ver qué ocurriría si los Estados Unidos incrementaban cien puntos base la tasa de interés. En este ejercicio se observó, país por país, cuál sería el efecto sobre la cuenta corriente y sobre las cuentas fiscales. Con respecto al resultado, la verdad es que los efectos no son masivos, no son efectos que desviarían completamente, no es un efecto Rusia, no es un efecto de términos de intercambio profundo, es más bien un efecto mucho menor. Todo esto se basó en el enorme supuesto de que 100 puntos básicos de incrementos en la tasa de interés de Estados Unidos no llevan a un colapso en el mercado de acciones de este país porque buena parte del crecimiento, sobre todo en países como México, está sostenido por el crecimiento de los Estados Unidos.

Básicamente, éstos son los puntos generales, la forma en que vemos la región. Los resultados son muy positivos con respecto a cómo viene la región, por lo tanto, el pozo no es profundo. Entonces, lo que los países necesitan es utilizar todas las herramientas que tienen a su disposición. Además, dadas las circunstancias presentes, pensamos que el manejo del tipo de cambio y las políticas con respecto a tratar de poner una meta de inflación son correctas.



## COMENTARIOS



*Guillermo Calvo*  
*University of Maryland*

---

Brevemente, quisiera destacar algunos de los de temas mencionados por Liliana. En general, ha desplegado un amplio material y abordado temas sobre los que no se ha debatido mucho. Hay grandes coincidencia, pero también hay debate. La coincidencia se refiere al fuerte cambio en la composición de los flujos de capitales. De eso no hay duda. Tenemos los datos. Además, se ha enfriado el capital de cartera, como decía Liliana. Tengo la impresión de que se enfrió como consecuencia en parte de la quema de manos en el caso de Rusia, aunque, claro, esto ya es una interpretación. Lo que está claro es que la magnitud de esos fondos cayó sustancialmente no sólo para América Latina, sino para todo el mundo a partir del problema ruso y como consecuencia de la mayor dependencia, como indicaba Liliana, del capital de inversión directa externa. Este es un gran tema en sí mismo y tal vez se pueda discutir más adelante.

Ahora bien, el error que se debe evitar cometer en relación con esto es el de pensar que como se trata de inversión directa externa no va a haber volatilidad. Pude haber volatilidad y muy fuerte.

Otro tema importante que surgió --y éste sí que es tema que daría pie a una conferencia específica-- es el del tipo de cambio. El tema es controvertible y en relación con él hay todavía mucho trabajo por hacer. Los puntos que mencionó Liliana son muy interesantes. No obstante, un observador de México podría pensar que si a este país le ha ido bien ello se debe no necesariamente a que tenga tipo de cambio fluctuante, sino al hecho de haber empezado a sentir los resultados de su asociación con los Estados Unidos, más específicamente con el NAFTA. En el caso del Perú uno podría argumentar que este país está saliendo de una recesión muy fuerte y que el tipo de cambio es un factor importante. Sin embargo, podría no ser el factor más importante. Sobre este tema se necesita mayor investigación.

Otro punto importante que se mencionó y que no quisiera se perdiera es el de la situación ideal de tipo de cambio, un tipo de cambio con cierta flexibilidad pero con altas reservas internacionales. Sin embargo, no es así como uno piensa acerca del tipo de cambio flotante. Cuando a uno le enseñan en la escuela cómo es el tipo de cambio flotante, uno no interviene en el mercado y no necesita dólares, pues para eso lo tienen fluctuante.

Un tema que no puedo entrar a debatir es el de la importancia de las reservas. Sin embargo, me pregunto para qué son importantes.

Creo que estamos hablando de un tipo de cambio fluctuante de una naturaleza muy diferente de la acostumbrada. Esto debemos tenerlo presente porque una persona que no creyese en esta definición de fluctuación diría que finalmente se trata de un tipo de cambio fijo porque dejó que el tipo de cambio se mueva sólo un poco. Aunque que fluctúan, los países emergentes han fluctuado muy poco. Es decir, existe lo que nosotros llamamos "miedo a flotar". Ese es otro gran tema. Quisiera resaltar que el tipo de fluctuación de la que se está hablando es distinta de la convencional.

Otro gran tema expuesto es el de los bonos de la deuda pública y la tendencia que hay en toda América Latina a que los gobiernos se financien más desde dentro que desde fuera. Este fenómeno ocurrió a partir de 1982 en América Latina porque los gobiernos estaban forzados, dado que se les había cerrado el mercado de capitales. Entonces empezaron a inyectarse unos bonos muy líquidos, que finalmente no resultaron ser tales sino dinero que pagaba intereses. Ésta fue la trampa en la que cayó la Argentina (a mi parecer la hiperinflación fue un resultado de ello). También ocurrió en Brasil. Seguramente en el Perú deben existir elementos de ello.

Alfredo Thorne  
JP Morgan

---

Si Carlos Díaz Alejandro estuviese aquí y le preguntasen qué ha cambiado en América Latina, quizá la respuesta sería “muy poco”. Sigue siendo una región vulnerable a los *shocks*. Los años 1998 y 1999 prueban que la región llega con un déficit en cuenta corriente muy alto en un momento en que hay un *shock* muy fuerte en el mercado de capitales y la respuesta al *shock* es una desaceleración muy dramática. Según nuestros estudios estimados, la economía en América Latina, como un todo, después de haber crecido en 2.1% en el año 1998 va a crecer a 0.1% en 1999. Sin embargo, no es solamente la vulnerabilidad del déficit en cuenta corriente, como sostenía Lilia-na. Estoy completamente convencido, al igual que Santiago, que se trata también de una vulnerabilidad de los términos de intercambio (dado que se trata de una región que produce fundamentalmente exportaciones primarias) y de una salida de flujos de capital.

Cambiaron muchas cosas, pero lo que quisiera rescatar en este debate es la idea de una América Latina mucho más preparada para responder a los *shocks* externos. En 1999 lo asombroso son los ejemplos de los países de América Latina que respondieron rápidamente a estos *shocks*. Sin embargo, los tres países más grandes tuvieron respuestas distintas.

Estoy de acuerdo con un comentario que hizo Guillermo. No creo que la respuesta se deba solamente a una diferencia entre los países que tienen tipo de cambio flexible y tipo de cambio fijo. Creo que la respuesta se podría dividir entre los países que se reformaron y se ajustaron a tiempo y los países que se rezagaron en su respuesta. Quizá dentro de los países chicos el efecto más claro sea el de Perú y el de Ecuador. Ambos países sufrieron prácticamente los mismos procesos de *shock*. Sin embargo, el Perú está creciendo este año y pensamos que va a crecer entre 3.5 y 4%. Mientras tanto, la situación de Ecuador es devastadora. En este país se han presentado ciertos factores políticos que han desempeñado un papel muy importante.

Otro ejemplo importante es el de México. A finales de 1998 y comienzos del año 1999, este país ajustó su presupuesto tres veces, recortó el presupuesto casi uno por uno con la reducción del precio del petróleo y el Banco Central ajustó cinco veces su política monetaria. La Argentina también tuvo un ajuste bastante notable. Sin embargo, aquí cabe preguntarse cuál fue la combinación que hizo este ajuste tan importante. En primer lugar, el respetar las reglas de tipo de cambio que cada país tiene. México, por ejemplo, permitió que el tipo de cambio se fuera, puesto que tenía un tipo de cambio flexible. Por otro lado, la Argentina tuvo que absorber la desaceleración de su economía: es una respuesta natural dentro del tipo de cambio fijo. Sin embargo, hubo mucho más que eso. En el caso de ambos países tuvo que darse un ajuste fiscal. Aquí veo una diferencia muy importante que pondría sobre la mesa: ¿cuál es la meta fiscal que se respeta? Aparentemente, México se concentró mucho en respetar la meta fiscal del déficit total que se había comprometido con el Fondo Monetario, es decir, el 1.25%. La Argentina, por otro lado, equivocadamente, dejó que el déficit se deteriorara y pareciera que la meta fue más de gasto primario. Ocurrió, entonces, que los mercados interpretaron que la Argentina no estaba cumpliendo con su meta fiscal y lo que sucedió con el tema que menciona Liliana, es decir, con los *stocks*, fue que la deuda total argentina estaba subiendo y el riesgo de *default*, consecutivamente, también aumentó.

Otro tema importante para analizar es el nivel de amortizaciones. En 1999 México tenía amortizaciones de aproximadamente mil millones de dólares mientras que la Argentina tenía muchísimo más. Esto fue lo que le permitió a este último país reingresar al mercado de capitales más rápido.

Las lecciones que extraigo se resumen *grosso modo* en las siguientes:

- En primer lugar, no creo que exista un tipo de cambio flexible puro como decía Guillermo; creo que los bancos centrales llegan a un momento en que tienen que ajustar su política monetaria. Por lo tanto, lo único que hace flexible el tipo de cambio es el hecho de que permite que el efecto de desaceleración de la economía sea menor que un tipo de cambio totalmente fijo. El caso más obvio es el mexicano.
- En segundo lugar, creo que los países que mejor se cuidaron de su vulnerabilidad son los que mejor respondieron con respecto a su nivel de endeudamiento, nivel de reservas y, por lo tanto, la rapidez con la que ajustaron sus políticas fiscales.

Para terminar, quisiera hablar de México. Creo que la historia en este país está relacionada con otros factores adicionales a la flexibilidad.

- Primero, el NAFTA. El hecho de tener a un país creciendo cerca del 4% como los Estados Unidos y con cerca del 30% del producto dedicado a las exportaciones explica la velocidad con la que México, por la vía de la devaluación, podía generar una respuesta en la oferta por la vía de las exportaciones. Este no fue el caso de la Argentina.
- El segundo tema es que hubo un cambio estructural en la forma en que las empresas mexicanas se endeudaban. La mayoría de empresas mexicanas, hoy en día, tienen activos en los dos lados de la frontera, es decir, en los Estados Unidos y en México. Eso permite que en momentos de iliquidez en el mercado internacional las empresas puedan utilizar sus activos en los Estados Unidos para conseguir financiamiento, y evitar así niveles de endeudamiento como los que tuvieron en 1994.

Con respecto a América Latina, somos positivos como Liliana, pero nos definiríamos como cautelosamente optimistas. Creemos que el crecimiento en América Latina para el año 2000 va a llegar al 3.7% y para el año 2001 al 4.1%. El factor fundamental aquí será la reducción de la cuenta corriente a niveles de la cuenta corriente extranjera.

Sin embargo, hay algunos riesgos que quisiera señalar claramente:

- En primer lugar, la exposición a la subida de las tasas de interés en los Estados Unidos. Estoy de acuerdo con Liliana en que los flujos de capitales de corto plazo han salido. Sin embargo, no es así en el caso de México. En este país los flujos de capitales de corto plazo en el mercado de acciones han bordeado los 3000 millones en el tercer trimestre y 3000 millones en el cuarto trimestre. Entonces, el riesgo para México es, fundamentalmente, el de un *shock* por la vía del flujo de capitales.
- En segundo lugar, el tema del precio de los productos primarios. En ello coincido plenamente con Liliana; no vemos recuperación en los cereales, especialmente en los productos que exportan la Argentina y Brasil. En términos de flujos de capitales, vemos que para el año 2000 los Estados Unidos van a experimentar un déficit de cuenta corriente cercano a los 400 mil millones de dólares, lo que significa que una buena parte de los flujos de capitales va a ir a financiar el déficit de los Estados Unidos.
- Por último, el ciclo político. En este aspecto creo que sí hay diferencias. Coincido con Liliana en que México ha mantenido un riesgo político bastante bajo, pero creo que no pasa lo mismo en otros países. Un ejemplo es lo que está ocurriendo hoy en día en Venezuela con los cambios que ha introducido Chávez. Es claro que América Latina está dividiéndose en dos posiciones: la de aquellos países que quieren ir a una ruta más populista y la de aquellos que quieren hacer la reforma social dentro de una disciplina fiscal. La Argentina y México son buenos ejemplos de ello.

A continuación realizaré unos breves comentarios a la exposición que ha presentado Santiago Herrera del Banco Mundial.

En la exposición de Santiago, por medio de una metodología de panel, se trata de distinguir entre factores internos y externos. Siempre ha sido muy difícil distinguir entre factores internos y externos y, él se ha referido en parte a los límites de esta metodología (utilizar el crecimiento del PBI rezagado, por ejemplo).

Situémonos en una crisis como la brasileña, de la que se ha tratado aquí. Esta crisis es claramente un fenómeno interno. Que haya encontrado un entorno externo desfavorable es cierto, pero básicamente fue una crisis causada por factores internos. Esto en parte se aclara si se observan los factores destacados como propiamente internos. En primer lugar, la tasa real de interés. Como bien mencionó Liliana, cada vez hay un arbitraje mayor de la tasa de interés de los países (lo cual refleja el papel de los factores internacionales). De igual modo, otro factor interno que emplea es el tipo de cambio real. Efectivamente, distinguir permanentemente entre factores internos y externos resulta bastante difícil.

Es cierto que los factores externos nos han golpeado fuertemente, pero es difícil distinguir propiamente si las acciones de política económica y las condiciones económicas de los países han hecho que este ajuste sea algo menor. En una conversación anterior, Liliana, que venía de Chile, decía que allá estaban criticando al Banco Central. Aquí también sucedía lo mismo con el Banco Central peruano. Según se decía, había originado que el ajuste fuera un poco mayor. Liliana veía como un signo de modernización el hecho de que en América Latina se criticara el papel de los bancos centrales y que esto, en contraste con la situación de los años setenta y ochenta en muchos de nuestros países, probaba que efectivamente ya había política monetaria.

Con respecto a lo comentado por Liliana, comparto el optimismo porque comparto el punto de vista según el cual las reformas (a excepción de la de Venezuela) no se han revertido en la región (aunque tampoco se haya avanzado). No se ha revertido a pesar de la severidad de la crisis. Creo que eso es de por sí importante. A lo que no creo que se regrese es más bien a un optimismo demasiado peligroso, visible en varios de los países, particularmente a mediados de los noventa. Si uno hablaba con argentinos a fines del 1993 o a fines del año 1994, le decían que crecerían 7% durante los próximos 20 años. No importaba el atraso cambiario, porque con esta tasa de crecimiento la inversión iba a lograr que los argentinos fueran más productivos y ello justificaría estos sueldos altos en dólares. Cuando México entró en 1994 al NAFTA, también experimentó un optimismo enorme (optimismo que obviamente se derrumbó al finalizar el mismo año). En el Perú, si ustedes conversaban el año 1994 o 1995 con la gente, se pensaba que era muy sencillo crecer 10% durante los próximos años. Felizmente (al parecer) ese optimismo ciego no regresará. Coincido claramente con lo que han dicho Alfredo y Liliana, el 2000 se presenta como un mejor año que 1999. Está presente la recuperación del precio de varios de los productos y materias primas que se exportan. También se proyecta que habrá un mayor crecimiento mundial. Liliana hizo referencia a Europa. Incluso habrá una menor restricción de financiamiento externo. Sin embargo, habrá que preguntarse si a pesar de esto los países se han ajustado lo suficiente, pues uno tiene dudas con respecto a varios de los países que todavía mantienen *déficit* en cuenta corriente bastante elevado, como Ecuador, cuyo caso podemos comentar largamente.

De los ocho países que mostró Santiago Herrera, todos los países tienen tipo de cambio flexible a excepción de Venezuela, que tiene una banda, de la Argentina, que se encuentra bajo un régimen de *currency board* y del Ecuador, que está por dolarizarse. Esto nos protege más frente a los choques. Yo me preguntaría por qué a pesar de la mayor globalización y de la mayor integración de América Latina al mundo, todavía los flujos de capital como porcentaje del PBI (es decir, las transacciones en divisas que se hacen en América Latina) son cada día más insignificantes con respecto a su propio PBI y frente a las que realizan los países desarrollados. Es decir, si llegáramos realmente a los niveles de transacciones frente al PBI que tienen los Estados Unidos y Europa, es difícil ver cómo podrían estar manteniendo el tipo de cambio fijo. Es decir, los movimientos de divisas serían demasiado altos. Entonces, además de tener un tipo de cambio flexible se sugiere tener los blindajes de los que se está rodeando el gobierno mexicano para afron-

tar esta elección, para enfrentar los huracanes, como hacía decía Guillermo Calvo. Y estas reservas no solamente son para estos choques externos, sino que en los países con algún grado de dolarización también se responde a la protección del sistema bancario. En el caso de la Argentina, en el caso del Perú inclusive, tal vez haya que utilizar un fondo de estabilización fiscal. Se preguntaba Guillermo para qué necesitamos reservas si tenemos el tipo de cambio flotante. Como mencionaba Liliana, en muchas ocasiones ha habido una situación de pánico que ha sido temporal. Es cierto que el hacedor de política económica no puede distinguir claramente entre lo que va a ser una presión real y lo que será una presión momentánea; pero estas reservas sirven efectivamente, como dice Liliana, para asegurar que existe la posibilidad de pagar. Y si existe la posibilidad, entonces habrá menos posibilidad de generar pánico. Además, se debe crear un margen de acción para la acción de política económica. Esto se puede lograr observando el nivel de devaluación que se tolera realmente, es decir, averiguando si efectivamente el nuevo tipo de cambio a tres meses merece ser mucho mayor.

Cuando uno observa hasta dónde alcanzaron las super devaluaciones en Asia y cómo retrocedieron en tres meses, es más fácil darse cuenta de esto. Incluso se mencionó bastante el temor a flotar. Acá se ha criticado bastante la intervención del Banco Central dado que se dice que no interviene, pero lo hace. Lo cierto es que uno ve que efectivamente ha impedido subidas bruscas del dólar, ha actuado durante una semana a diez días y después el tipo de cambio se ha normalizado. Ello indicaría que (aparentemente) el Banco Central intervino adecuadamente; es decir, que este movimiento temporal no reflejaba realmente un cambio en los fundamentos. Estos son episodios que hemos visto bastante en el Perú durante el último año y medio.

Otro punto en el que coincido también con Liliana es en el que se afirma que los países van a optar más por un *inflation targeting* probablemente con diferentes modalidades (más abiertos, con menos compromisos, etc.). Pero esa tendencia es clara en casi toda América Latina. Liliana mencionó al Ecuador porque es un tema que se está tratando ahora. Ello me recordaba una propuesta de la gente de izquierda que acompañó al candidato Fujimori el 90 y quería dolarizar todo. Era una mezcla de las propuestas de dolarización para decir realmente que no tenían que subirse la gasolina ni ningún precio público.

En Ecuador existe un problema de déficit fiscal severo. Por ejemplo, se estima que el déficit del año pasado fue de 5%. También hay un problema muy duro en la banca. Entre ellos está el problema de la congelación de los depósitos. Si bien Mahuad ha dicho que va a darle bonos a los depósitos mayores, hay un problema todavía muy grande y Ecuador se está inclinando hacia el lado que no resuelve los problemas. Aunque se pueda pensar que una vez hecha la dolarización probablemente se consiga que el Congreso apruebe las medidas o que con una dolarización haya una menor presión para retirar los depósitos que hasta ahora están congelados en los bancos y se solucionen algunos otros problemas, lo cierto es que están partiendo al revés. Es decir, es casi como no querer anunciar las medidas duras. Un simil de este caso se encuentra en el pensamiento del programa de izquierda de los noventa de Fujimori, el cual básicamente pedía que dolarizáramos porque así bajaríamos, a la larga, la inflación. Se decía que bastaba que los precios estuviesen en dólares, fijar el tipo de cambio y así se arreglaría todo. Sin embargo, no se atrevían a mencionar que sí existía un costo real, pues se tenía que subir precios públicos y subir impuestos.

**DEBATE INTRAPANEL Y PREGUNTAS DEL PÚBLICO**



*Guillermo Calvo*  
*University of Maryland*

---

Indudablemente el tipo de cambio es un tema que fascina a los economistas. Nos guste o no, el tipo de cambio es apenas un apéndice de la economía, pero terminamos hablando del tipo de cambio todo el tiempo. Yo soy uno de los que cree que el tipo de cambio es muy importante. Quisiera mencionarles que hay un trabajo reciente acerca de un tema que se está debatiendo en los círculos académicos y que ha sido presentado en una conferencia en ITAM recientemente por Andrew Rose, quien sugiere que unirse a un área como la del dólar o el euro puede implicar un cambio muy importante en los países que se suman a estas áreas sobre su comercio e indudablemente sobre las variables reales. Digo esto porque lo que sabíamos hasta el momento era que el trabajo econométrico mostraba que la fluctuación del tipo de cambio tenía muy poco efecto sobre el crecimiento en las variables reales. Este trabajo ha sido elaborado muy cuidadosamente y nos dice que si hay un poquito de fluctuación puede que no ocurra nada, pero si uno fija totalmente y de manera creíble podría haber una diferencia importante. En la conferencia de la *American Economic Association*, en Boston, participé en un panel en el que Jeffrey Frankel, quien ha realizado mucho de estos trabajos empíricos, mencionó lo de Andrew Rose. También mencionó que se encuentra elaborando un trabajo con los que se llaman *modelos de gravedad en comercio internacional*. Parece que se están replicando algunos de los resultados de Andrew Rose. Por eso, creo que los economistas estamos educados en la tradición de que al final el dinero es un velo y aceptamos mucho eso y nos sentimos muy bien porque realmente es una idea muy profunda, pero creo que no es obvio que ese sea el caso. Estoy empezando a dudar y creo que estos resultados recientes están sugiriendo que el tema no está para nada cerrado.

El otro tema que se ha mencionado y que quisiera aclarar es el tema de las metas de inflación. Se piensa el concepto de meta de inflación como si fuese un mundo totalmente diferente. También se piensa que la fijación está mal o no nos gusta la fijación. Tal vez por los argumentos que ha dado Liliana y

por los problemas que ha habido en el Asia, por lo menos a cierto nivel, la gente está preparada para decir que la fijación es un problema y hay que flotar de alguna manera.

Lo que se está volviendo popular es lo que se llama *inflation targeting* (metas de inflación), como si ello fuera diferente de “fijar”. Sin embargo, es “fijar”. La diferencia radica en que la canasta ha cambiado. Antes se fijaba al tipo de cambio; ahora la fijo a algún índice de precios. Es lo mismo, finalmente fijo con respecto a una canasta. Cuando fijo con respecto al dólar, el respaldo está en que yo tengo dólares en el Banco Central. Entonces, si alguien viene y dice no creerme, le digo que estoy en la posibilidad de venderle dólares.

Ahora, si se fija con respecto a la canasta del consumidor, la duda estaría en cómo es que el Banco Central puede intervenir, si efectivamente no tiene esa canasta, y dónde podría intervenir. Si puede intervenir, puede hacerlo en el mercado de divisas y el problema es que llamándole *inflation targeting* terminemos con algún tipo de fijación. En ese caso, el tipo de cambio va a fluctuar porque no lo estoy fijando, pero sí estoy fijando otra canasta que no es tan diferente. Incluso, puede ser mucho más complicada la tasa de cambio porque la vemos todos, mientras que la canasta del consumidor la vemos con retraso. Además, como ya sabemos, el gobierno puede muy bien realizar manipulaciones de ello. Entonces, en ese caso tendría problemas de credibilidad serios.

Hay dos temas que desearía comentar con ustedes:

- En primer lugar, en relación con la clasificación de factores internos y externos, creo que esta clasificación sí es bastante arbitraria. Un ejemplo de ello es que el tipo de cambio real, como variable interna, puede no ser tan descabellado si se considera que éste equivale a un precio relativo de transables y no transables y que los precios de los transables están determinados internacionalmente. Por ello queda una variable que es función básicamente de los precios de los no transables. En ese caso sí tiene algún fundamento haberla clasificado como variable interna. No obstante, comparto la duda de la clasificación que hay allí.
- El segundo punto, como dijo Guillermo, es cómo se interpretan los resultados de la importancia de los factores externos. Uno no ve que el año 1998 o el año 1999 se haya producido un desalineamiento muy grande en las políticas internas de los países. Sin embargo, no es suficiente con alinear las políticas domésticas, pues los factores externos también son fundamentales en los resultados finales.



Liliana Rojas Suárez  
Deutsche Bank

---

Efectivamente, me gusta enfatizar el tema del tipo de cambio flexible con reservas. En verdad, no hay una razón o regla alguna por la cual deba decirse que los tipos de cambio tienen que ser puramente fijos o puramente flexibles. Es más, creo que no es recomendable encontrarse en cualquiera de los extremos porque no sería óptimo para los países emergentes tener ese tipo de regímenes. Hablo de esto porque las restricciones que sufren los países de América Latina frente a los países industrializados son diferentes. En particular, existen dos características diferentes que los libros de texto no consideran. Primero, los países industriales no están sujetos a que los mercados de capitales se cierren súbitamente. Se puede tener cualquier tipo de crisis; Japón, por ejemplo, atravesó por una crisis bancaria impresionante que fue financiada completamente por el exterior. Lo mismo ocurrió en Suecia. En cambio, México atravesó por una crisis bancaria impresionante que nadie financió. Esta es una tremenda diferencia entre países industriales y países de América Latina.

La segunda diferencia muy importante es que por razones de políticas económicas pasadas, especialmente por políticas de indexación, lo que se llama *pass-through* del tipo de cambio a la inflación no es tan alto en los países industriales como en los países de América Latina.

¿Quién en los Estados Unidos se preocupa por la inflación de este país cuando el dólar se deprecia respecto del yen? Nadie. Pero, si en América Latina el tipo de cambio se deprecia con respecto al dólar, sí nos preocupamos por la inflación. Esas dos características no me permiten que el modelo que yo soluciono me dé un tipo de cambio perfectamente fijo o completamente flexible. Me da un sistema de tipo de cambio más complicado efectivamente. En el caso de México, este país se ha beneficiado por NAFTA, pero cabe preguntarse si sería óptimo para él fijar el tipo de cambio dado que participa del NAFTA. Definitivamente no. El NAFTA le permite beneficiarse con exportaciones hacia Estados Unidos, pero también pone

a la economía mexicana a expensas de fluctuaciones en Estados Unidos. Si Estados Unidos se cae por cualquier razón, como quieran definirlo, entonces obviamente el crecimiento de México y sus variables económicas se verán afectadas.

La herramienta que tiene México es justamente compensar, por lo menos parcialmente, una disminución en cantidades con un incremento de la competitividad a través de una variación en el tipo de cambio. Creo que en el caso de que los Estados Unidos experimentaran efectivamente un *shock* muy importante, México no intervendría el tipo de cambio sino que lo dejaría fluctuar tremendamente; si no es así, por qué la meta de inflación en México (que alcanza el 10%) es tan alta y por qué un país que supuestamente converge con los Estados Unidos no tiene una meta de inflación más baja a nivel internacional. Ello se debe a que el presidente del Banco Central de México ha interiorizado la alta probabilidad de dejar que efectivamente su tipo de cambio fluctúe significativamente y que ese tipo de fluctuación afecte el nivel de inflación.

Guillermo dice que fijar metas inflacionarias es fijar algo. Pero por supuesto que hay que fijar algo. Todos sabemos que sin anclas no hay estabilidad de precios. Siempre va a existir un ancla, pero la elección del ancla es una gran diferencia. Uno de los trabajos que se discutirán en Paracas se refiere justamente a la necesidad de tener un ancla. Siempre se debe tener un ancla y por algún lado hay que colocarla. Pero para resumir todo, básicamente la regla es que cuando la percepción de las fluctuaciones es temporal, la intervención en el mercado cambiario es óptima. Obviamente, esto siempre es *ex-ante*, nunca se va a saber efectivamente, pero es óptimo intervenir cuando la fluctuación es temporal porque sabemos que estamos minimizando el efecto que va a tener sobre los balances de las empresas y del sistema financiero. Lo que no es óptimo es intervenir cuando el *shock* es realmente permanente o duradero. Esa es precisamente la regla que hay que seguir.

*Guillermo Calvo*  
*University of Maryland*

---

Hay que tener especial cuidado cuando uno habla de cuál es el sistema óptimo de cambio. Se tiende a pensar en el esquema tradicional que le enseñaban a uno, el que depende de donde vienen los golpes. Si los golpes vienen por el lado de la demanda de dinero, entonces el tipo de cambio fijo es una buena idea. Si viene por el lado real, el tipo de cambio fluctuante es una buena idea. Ese es un análisis válido en sí mismo. Lo que quiero indicar es que en América Latina se sufre de algo muy serio (Liliana lo mencionó en su presentación). Se trata del problema que podemos denominar “riesgo país”, el cual no bajó a los niveles que tenían antes. Ésta es una razón por la cual uno encuentra gente que prefiere la dolarización. Yo creo que aquellos que prefieren la dolarización están privilegiando en su mente el problema de la credibilidad. En este momento, Mahuad está prefiriendo la dolarización porque no hay ningún anuncio monetario que sea creíble. En otras palabras, se está tomando un detalle en vez de ir al fondo. Pero, en fin, si tiene que hacer algo que sea creíble, quemar los sucres y quedarse con los dólares es una buena alternativa.

Un ejemplo claro del miedo que se tiene a flotar es el de Chile, uno de los países más exitosos de América Latina (cuenta ya con 10 años de crecimiento sostenidamente). Cuando llega el problema de la crisis rusa, este país tiene una banda grande para dejar mover el tipo de cambio. Sin embargo, lo que hace es reducir las bandas y subir las tasas de interés. En América Latina se suele temer ante la posibilidad de dejar la tasa de cambio como variable de ajuste. La tasa de cambio debió ser la tasa de ajuste en muchos casos, pero se teme que cuando eso suceda se incremente la inflación por los problemas de *pass through*.



- Con respecto a lo expuesto por Santiago Herrera, se postula que la razón por la cual su modelo no funciona para Ecuador posiblemente se explique por el hecho de que la crisis ya venía desde 1995.
- Con respecto a Colombia, que enfrentó con gran éxito la crisis del efecto Tequila operando con un sistema cambiario idéntico al que aparentemente impidió enfrentar los problemas emanados de la crisis asiática, se pregunta lo siguiente: ¿no será que lo relevante (por lo menos en el caso de dicho país) no es el régimen cambiario, sino la política fiscal que lo acompaña?
- Por un lado, el tipo de cambio fijo requiere deflación y, por ende, contracción del PBI frente a un *shock*. Sin embargo, por otro lado, la devaluación nominal produce una devaluación real, y según hemos aprendido también es contractiva. ¿Por qué se prefiere la devaluación contractiva a la deflación contractiva?
- ¿Qué opina de las empresas sobre-endeudadas (sobre-endeudadas y en dólares) con un capital débil y acompañadas con la devaluación real elevada?
- ¿Por qué el calentamiento de la economía de los E.E.U.U. debe ser solucionado con una subida de tasas de interés? ¿No debería incrementar la capacidad instalada y así evitarnos mayores dificultades?



*Santiago Herrera, Banco Mundial*

- ¿Por qué el modelo para el Ecuador no da buenos resultados?

Es difícil responder a esta pregunta. Podría deberse a la omisión de variables, principalmente las políticas, ya que en ninguno de estos casos tuvimos en cuenta dichas variables. Sólo se tuvieron en cuenta las variables nominales. Pero es difícil precisar porqué el modelo del Ecuador no da buenos resultados. Simplemente son variables omitidas no contempladas en el modelo.

*Liliana Rojas Suárez, Deutsche Bank*

- Preguntas varias sobre dolarización y la situación de Colombia.

La pregunta sobre Colombia es muy interesante. Está relacionada con política fiscal y tipo de cambio. La pregunta se dirige a por qué en la época del Tequila dicho país pudo manejar la crisis con el tipo de cambio que tenía (es decir, con una banda) y con esta nueva crisis se ve obligada a abandonarlo. La respuesta es bastante sencilla. No deben existir problemas de *stock*, como ya lo he señalado, si es que se quiere tener tipo de cambio fijo. El año 1994 este país no tenía problemas de *stock* tan importantes como los que tuvo el año 1998. Básicamente, la respuesta en Colombia está en el sistema financiero. Su sistema financiero se fue debilitando, creando una deuda contingente sobre el gobierno que tiene una implicancia sobre el deterioro del déficit fiscal. Entonces, obviamente tenía un problema de *stock*, y bajo este problema el sistema de tipo de cambio se vuelve inoperante. Nuevamente, mi defensa no es tanto a favor de un tipo de cambio *versus* otro, sino *versus* el hecho de que hay que tener en cuenta las precondiciones y Colombia no tenía las precondiciones e instrumentos para defender un tipo de cambio fijo. Por ello, simplemente había que dejarlo flotar.

En cuanto a los Estados Unidos, el gran problema que tiene el FED es el de decidir si el aumento de productividad es compatible en este país con las tasas de interés, o si simplemente se trata de un exceso de demanda agregada que va por encima de la capacidad productiva de la economía. La conclusión a la que está llegando el FED es que hay un exceso de demanda agregada y que la forma en que hace política monetaria no se basa solamente en mirar cómo está el nivel de producción sino como está yendo la inflación. En este momento, los indicadores señalan que la producción está creciendo demasiado rápido. Sin embargo, si los números de inflación de este país, que están por venir dentro de las dos próximas semanas, no son altos y no salen de las metas contempladas, los Estados Unidos no van a poder subir las tasas de interés muy fuertemente en febrero porque se necesita la aprobación del Congreso. El punto básico es simplemente que si uno pudiera sencillamente incrementar de un momento a otro la productividad no habría problema. Pero se piensa que ya se llegó a ese punto de productividad y que ahora el incremento es básicamente por demanda y no por oferta y, por lo tanto, no queda otra posibilidad que subir la tasa de interés.

Un tema difícil de debatir es el de la inflación contractiva *versus* la devaluación contractiva. Un punto importante es diferenciar entre las palabras “devaluación” y “depreciación” que los análisis estadísticos suelen confundir. Por devaluación se entiende normalmente un tipo de cambio que experimenta una movida masiva. Normalmente este cambio no es planeado sino forzado por el mercado. Esto ocasiona que se deje de tener más reservas internacionales. Empíricamente se observa que a esto sigue una contracción porque hay programas de ajuste que vienen a solucionar los desequilibrios. Sin embargo, honestamente a mí me es difícil pensar que fue la devaluación la que generó la contracción. Lo que tendría que hacer el programa de ajuste es corregir los desequilibrios que se generaron como consecuencia de una devaluación. Empíricamente, los desequilibrios son muy difíciles de medir. Entonces, el resultado es que las devaluaciones sí son contractivas y lo único que ha hecho la devaluación es poner en evidencia que había un programa económico fracasado. Esto último reflejaba que estábamos en un sendero explosivo, el cual sería acompañado por una recesión.

En cuanto a la pregunta sobre la dolarización, cuando, como en el caso del Perú, tenemos pasivos en dólares muy importantes, este tema es realmente

muy serio. En ese caso, hay medidas importantes que creo que deben tomarse en el sistema financiero y la contabilización de la capitalización.

No estoy de acuerdo con una dolarización forzosa. Ésta se puede permitir, pero no forzar. Si nos ponemos en la situación de que no se esté dando esa dolarización, me es difícil entender a un supervisor en el sistema financiero que sepa perfectamente que el sector de bienes no transables esté expuesto a los movimientos del tipo de cambio. Cualquiera entiende que si los ingresos por la venta de productos están en soles y si al mismo tiempo uno se encuentra endeudado en dólares, ello va a ser perjudicial. Entonces, si uno es un supervisor del sistema financiero, es casi obvio que el requerimiento del riesgo del sistema no transable será muy alto.

*Guillermo Calvo, University of Maryland*

Un ancla nominal de algún tipo es necesario. En eso estamos todos de acuerdo. Lo que estamos discutiendo es cuál es el ancla. Cuando uno habla de fijación, se refiere a fijación de precios. Un ejemplo de fijación de precios es la tasa de cambio. Otro, una meta inflacionaria. En ese último caso, a diferencia de la fijación de cantidades, estaría fijando una canasta de precios, lo cual significaría fijar MI, la base, etc. Ello te permite ciertas cosas. Sin embargo, por otro lado, se trata de fijar algo sobre lo que no tienes control para fijar. Este es un tema muy interesante. Simplemente quise resaltar que el caso específico de la meta inflacionaria (fijación de una canasta de precios) es una fijación de algo mucho más exótico que la tasa de cambio.

*Alfredo Thorne, JP Morgan*

Una de las lecciones de 1998 es que hay que separar lo que es el manejo de la deuda de lo que es la política cambiaria. Mencionaremos, por ejemplo, los casos de la Argentina y México en diciembre de 1998. Los mercados latinoamericanos en cierto momento fueron echados del mercado internacional. Por ello, pudieron haber entrado a un cese de pagos, aún cuando se hubieran efectuado las reformas previas. México justifica el nivel de reservas que posee actualmente arguyendo que si es que posee cierto nivel de vencimientos en el mercado internacional debe poseer también cierto nivel de activos a disposición para poder enfrentar ese manejo. Esto se refiere al blindaje económico tal como lo afirma Velarde. El blindaje económico es una medida de precaución ante la posibilidad de cierre de los mercados internacionales. Eso además explica por qué el *default risk* aumenta en la Argentina y no

tanto en México. Se tiene la impresión de que el primer país es un país altamente endeudador. Sin embargo, esto no tiene que ver con el régimen cambiario. El riesgo cambiario cumple otro papel. Si bien el riesgo cambiario en México era mayor que el de la Argentina, en esta última el mercado percibía un mayor riesgo por incumplimiento de pagos internacionales.

En relación con la meta inflacionaria, uno puede mantener la flexibilidad cambiaria hasta el punto en que la compromete. Cuando se pone en riesgo la meta inflacionaria, dado que no le queda más que intervenir subiendo las tasas de interés como en el caso de México y Chile, por razones de credibilidad, el Banco Central decide defenderla. La meta cambiaria es el único precio que el Banco Central controla. El tipo de cambio no se controla y se permite la flexibilidad cambiaria hasta el punto que la inflación esté uno a uno con la devaluación.

Otro aspecto por tratar se refiere a la flexibilidad que de por sí poseen algunos países mientras que otros no la tienen. En el caso del Perú, la dolarización alcanza el 80%. Por lo tanto, el incremento del tipo de cambio se transmite a la inflación y por ello el Banco Central interviene cada vez que el sol se devalúa. Sin embargo, la relación entre tipo de cambio real y déficit en cuenta corriente no existe. En México y Chile la relación es uno a uno.

Las estimaciones de crecimiento de América Latina son cautelosamente optimistas porque una buena parte del crecimiento del año 2000 es producto de un efecto puramente aritmético. Se debe tomar en cuenta que la base sobre la cual se toma el crecimiento es muy baja y por ello se estiman crecimientos alrededor de 3 y 4 por ciento.

**PANEL II**  
**LECCIONES INTERNACIONALES DE REESTRUCTURACIÓN**  
**EMPRESARIAL\***

\* Panel organizado con la Superintendencia de Banca y Seguros.



*Martín Naranjo*  
*Superintendente de Banca y Seguros*

---

Vamos a dar inicio al segundo panel. Empezaremos con el señor Javier Hamann, quien hablará sobre “los efectos macro de los problemas empresariales”.



## **LOS EFECTOS MACRO DE LOS PROBLEMAS EMPRESARIALES**



Lo que implica el manejo macroeconómico en un escenario con empresas de elevados niveles de endeudamiento (que incluye endeudamiento en moneda extranjera) y en un ambiente de crisis externa puede resumirse en dos categorías. La primera está relacionada con situaciones pre-crisis; la segunda con el manejo propio de la crisis.

La situación pre-crisis se relaciona con la existencia de un elevado endeudamiento empresarial (incluido el endeudamiento en moneda extranjera). Esto aumenta las posibilidades de una crisis externa. El mecanismo por el cual esto funciona es sencillo. Primero existe un régimen de flotación. Luego los elevados niveles de deuda en moneda extranjera ocasionan que el Banco Central se vuelva más renuente a tolerar grandes fluctuaciones cambiarias, pues esto repercute sobre el patrimonio de las empresas y el nivel de préstamos de los bancos. Además, los cambios en la tasa de interés que el Banco Central tendría que implementar para evitar las fluctuaciones cambiarias también tienen un efecto importante si las empresas poseen deudas significativas. Dada esta situación, se comienza a percibir un techo nocional sobre el tipo de cambio aún cuando hay flotación y, a la vez, se produce una renuencia del Banco Central a intervenir cuando el tipo de cambio se aproxima a este techo nocional. Si este conflicto se da en un contexto de amplia movilidad de capitales, el potencial para una crisis externa es significativo.

Por otra parte, debemos referirnos al caso del manejo de la crisis bajo un escenario de endeudamiento empresarial donde parte de la deuda está denominada en moneda extranjera. La crisis a la que podemos referirnos concretamente es la de Asia. Corea, Tailandia e Indonesia recibieron grandes flujos de capital durante muchos años, crecieron rápidamente y experimentando pequeños desequilibrios macroeconómicos medidos convencionalmente. Estos países acumularon deficiencias financieras. Por ejemplo, altas tasas de deuda-patrimonio, endeudamiento en moneda extranjera de tipo *unhedge* (no calzado), especialmente en Indonesia y Tailandia, y expe-

rimentaron un proceso de apertura de cuenta de capital un poco caótico que no fue una estrategia sólida dado que no se dieron los mecanismos de regulación e infraestructura necesarios.

En las circunstancias descritas anteriormente, a mediados de 1997, inesperadamente surge una crisis externa en Tailandia cuando se produce una salida masiva de capitales. Allí se originó el problema. El Banco Central trató de mantener la paridad agotando sus reservas, pero luego tuvo que acudir al Fondo Monetario. Este se encontró con un problema que difería del perfil tradicional de crisis que encuentra una misión que negocia un programa. Generalmente, en una crisis de balanza de pagos la programación financiera que forma parte de la estrategia del Fondo Monetario era más o menos una ciencia inexacta. Se hacían estimados de la cuenta corriente, se tomaba en consideración el contexto macroeconómico, se estimaba la brecha externa considerando los pagos de deuda externa, se tomaban ciertos supuestos de movilidad de capital privado, se pedía al país que efectuara ciertas medidas macroeconómicas y se proporcionaba el soporte financiero buscando mejorar las cifras del país. En este caso, la crisis consistía en una salida de capital de una magnitud enorme. Los desequilibrios macroeconómicos no eran los causantes principales de la crisis, pero existía un problema de endeudamiento excesivo (a nivel de balances) que afectaba a empresas y a instituciones financieras. Parecía que la corrección que se necesitaba en el patrimonio de estas empresas no justificaba la magnitud de la salida de capitales. Se trataba, entonces, de una corrección necesaria por problemas financieros, además de un componente de pánico financiero. El Fondo Monetario llegó a los tres países cuando la situación de crisis era extrema y no existía la posibilidad de fijar el tipo de cambio a otros niveles mediante una devaluación. Las monedas no flotaban, se hundían. El programa del Fondo Monetario se centró en lograr el restablecimiento de la confianza rápidamente y optó por una estructura basada en tres pilares: 1) ajuste macroeconómico en general, 2) financiamiento y 3) una serie de medidas estructurales. En cada caso, los dilemas tradicionales que se presentaban en las medidas eran diferentes.

En cada uno de estos tres casos, la realidad de los países asiáticos nos hizo caer en la cuenta de que los dilemas tradicionales que se presentan en el diseño de las medidas eran totalmente diferentes.

A nivel macroeconómico, la política monetaria normalmente se dirigiría a estabilizar el tipo de cambio. La caída del tipo de cambio estaba teniendo

un efecto muy fuerte sobre el patrimonio de las empresas. Generaba insolventia y enormes problemas de malos préstamos en los balances de los bancos. La solución típica a este problema, la cual consiste en un ajuste de tasas de interés, iba a crearnos un problema similar. Las empresas también tenían niveles altísimos de endeudamiento en moneda nacional. El deterioro en los balances de las empresas empeoraría la recesión y todo esto agravaría el problema de confianza, con lo cual se produciría una mayor salida de capitales. Dado esto, se tuvo que optar por ajustar la tasa de interés para evitar que los tipos de cambio continuaran cayendo y una vez controlada la caída del tipo de cambio se fueron reduciendo las tasas de interés. No se pretendía revertir la depreciación nominal y regresar a las tasas originales, se trató simplemente de evitar la espiral devaluación-inflación.

Si bien el programa tuvo costos, podría decirse que en Tailandia y Corea funcionó. En cuanto a Indonesia no podría decirse lo mismo. No se registraban déficit fiscales en estos países. Por ello podía no pensarse que un recorte fiscal solucionaría el problema de balanza de pagos. Lo que sí existía era un problema de confianza. Este problema consistía en que si los agentes (observadores e inversionistas extranjeros) anticipaban que el problema era muy serio y que la salida sería costosa, sobretodo para el gobierno que debía asumir gran parte del costo, era lógico que los agentes anticiparan que en las cuentas fiscales los pasivos contingentes se convertirían en pasivos reales en poco tiempo y que alguno de los agentes tendrían que ajustar y pagar por ellos. Motivados por restablecer la confianza, se propuso un ajuste fiscal de 1% del producto y dado que se debía lograr un ajuste grande en cuenta corriente, se pensó que esto requería rebalancear los saldos de ahorro-inversión privado y público y que se debería pagar el ajuste fiscal para que el ajuste privado no fuera tan alto. Las medidas fiscales se vieron afectadas dado que todas estas proyecciones se hicieron basándose en el supuesto de que esta crisis iba a desacelerar las elevadas tasas de crecimiento de estos países y lo que íbamos a ver era a lo sumo un estancamiento. Sin embargo, pocos meses después, la economía se encontró en recesión (una caída enorme en el producto). Entonces los programas se ajustaron rápidamente. En el transcurso de tres a seis meses, las metas de los programas fiscales ya habían cambiado. El juego de la confianza pasó a segundo plano y esta vez la idea era tratar de apoyar la actividad económica. Sin embargo, aquí queda todavía un dilema, el de la magnitud del costo de salvataje de empresas y bancos. Según nuestras estimaciones, esto le va a costar a Indonesia hasta 50 puntos del PBI. De ello se desprende que los costos corrientes de este programa no son triviales.

Cabe la siguiente pregunta: ¿empezamos a ajustar para mostrar a los mercados que cuando llegue el momento de pagar tendremos recursos fiscales (a costa de agravar un poco la recesión) o más bien nos olvidamos de eso por un tiempo y usamos la política fiscal estrictamente con fines anticíclicos para amenguar la recesión, para tratar de recobrar confianza por ese lado y para mostrar que el producto no estaba cayendo tanto? Si la recesión en estos países está ligada a una interrupción del sistema crediticio y del sistema de pagos, y si a la vez estas empresas estaban vendiendo activos tratando de cancelar deudas y cancelando programas de inversión; si, además, los capitales externos que financiaban la demanda de estos países se han ido, me pregunto si es cierto que una política fiscal expansiva tendría la posibilidad de apoyar la producción doméstica. Es decir, no está claro que tengamos la opción de usar la política fiscal con fines anticíclicos cuando tenemos problemas de endeudamiento de la magnitud que he descrito.

En cuanto a las medidas estructurales, estas consisten en remover obstáculos para que los mercados funcionen un poco mejor, para que se pueda crecer más rápido y que el impacto recesivo del programa del Fondo Monetario no sea tan alto. Se realizaron más de cien medidas estructurales, incluyendo medidas dirigidas al mejoramiento de los mercados, pero principalmente dirigidas a lograr el restablecimiento de la confianza. Dado que el problema era serio y complicado, se optó por anunciar un programa enorme que cubría una gran cantidad de aspectos (empresas del sector financiero, no financiero, eliminación de monopolios, medidas sociales, entre otros). Dada la complejidad del problema, se pensó que el anuncio de las medidas y la promesa de que se trabajaría con el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo ayudaría a restablecer la confianza rápidamente. Sin embargo, este restablecimiento fracasó, pues no hubo un gran efecto sobre el mismo como resultado del anuncio de las medidas. Se concluyó que el éxito de las medidas por adoptarse dependía de la estructura legal y judicial del país y no del anuncio en sí. En relación con el ámbito financiero, el problema era la salida enorme de capitales. No se entendía completamente el origen de la magnitud del problema razón por la cual no se podía proyectar ni la media, ni los intervalos de confianza de esta fuga de capitales. Se hicieron ciertos supuestos y se juntaron fondos sin precedente en términos de tamaño. Se asumió que la presencia misma de los fondos iba a tener un papel catalizador. Se asumió que la presencia de tal magnitud de fondos alimentaría la confianza. En este ámbito, se fracasó. Los desembolsos no alcanzaron ni

para cubrir los pagos de la deuda externa de corto plazo que vencían los primeros seis meses del año.

En conclusión, de acuerdo con la estructura (o arquitectura) financiera internacional con la que contamos hoy, países con elevados niveles de movilidad de capital están sujetos a un mayor grado de disciplina de mercado. Parafraseando a Calvo, lo más probable es que en el futuro los crímenes pequeños van a ser castigados con penas muy severas.

Como ilustra el caso de los programas del Fondo Monetario en Asia, es muy difícil corregir estos programas y salvar la situación, minimizando el dolor de los habitantes del país en crisis. Por lo tanto, lo más importante es trabajar en el área de prevención. Podemos hacer la siguiente analogía: antes las infecciones se curaban con antibióticos que funcionaban muy bien; ahora las infecciones económicas no responden bien a los antibióticos, así que tenemos una razón más para preocuparnos del área de prevención.



## **OPCIONES DE POLÍTICA EN LA REESTRUCTURACIÓN EMPRESARIAL**



*Daniela Klingebiel*  
*Banco Mundial*

---

En esta conferencia resaltaré los siguientes puntos: primero, cuáles son los tres enfoques principales hacia la reestructuración corporativa; segundo, qué han ido experimentado los diferentes países que la llevan a cabo; finalmente, cuáles son las lecciones que podemos extraer de estas experiencias entre países.

El proceso de reestructuración corporativa es un proceso largo por su propia naturaleza y, así, una reestructuración corporativa sistémica (más bien un riesgo sistémico corporativo) tiene muy a menudo como resultado una crisis bancaria sistémica, la cual da lugar a problemas secuenciales específicos que complican aún más el proceso.

Los gobiernos deben escoger en el área de reestructuración corporativa entre las siguientes tres opciones estratégicas importantes: 1) cómo buscar la estabilización del mercado con una reestructuración corporativa, 2) cómo enfrentar una reestructuración corporativa bancaria (es decir, si forzar primero la reestructuración bancaria y luego la corporativa o viceversa, o si vincular la reestructuración corporativa bancaria a acuerdos relacionados a compartir las pérdidas) y, finalmente, 3) cómo dar una secuencia de la reestructuración y el cambio institucional.

De la misma forma, el proceso de reestructuración corporativa puede ser dividido o diferenciado en forma general en dos fases. La primera fase, mientras se está desarrollando todavía el problema que hace surgir el riesgo, es la de contención. Este es un proceso sumamente crítico porque se pueden cometer errores que tendrán un resultado sumamente costoso. En segundo lugar, la fase del proceso de reestructuración en sí mismo, en la que el marco institucional está poniéndose a prueba y en la que se lleva a cabo la rehabilitación mediante reformas estructurales. Este proceso es, por su naturaleza, un proceso largo.

Durante la fase de contención, es crítico mantener en mente que la reestructuración corporativa no se va a llevar a cabo durante el primer año de la crisis. Esto lo muestra la experiencia de los diferentes países que han pasado por esto. Durante el primer año de la crisis, la reestructuración corporativa es muy limitada. Para quienes toman las decisiones sobre políticas a seguir, resulta crítico concentrarse en la estabilización de la economía para poder contener más choques adversos en el futuro contra el sector bancario y corporativo. En este ámbito, las medidas macroeconómicas por adoptarse dependerán, sobre todo, de las condiciones macroeconómicas iniciales. Esto también puede generar preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal si nunca llegan a la segunda fase y esperan que al implementar la estrategia de la primera fase ya estén llevando a cabo una reestructuración corporativa seria. Esto no funciona si el riesgo corporativo es estructural y no tiene como causa los problemas de liquidez o la falta de divisa extranjera. Un excelente ejemplo de esto es el caso de Japón, quien durante la década de los noventa gastó cantidades muy grandes en paquetes de estímulos fiscales que aumentaron la deuda fiscal de 17% a 20% del PIB. Sin embargo, la intención del gobierno de revivir el crecimiento y así cuidar el riesgo bancario y corporativo no ha tenido un resultado real. Sólo una vez enfrentados los problemas más complejos, este país parece estar en una mejor situación y el crecimiento parece estar reviviendo.

También es importante que los gobiernos tomen nota de que a menudo las crisis ofrecen ventanas de oportunidad muy reducidas en economía política para empujar por allí medidas institucionales importantes. Una ventana importante para la fase de reestructuración especialmente consiste en mejorar el marco legal. Se podría pensar en la ley de bancarrota, reglas de contabilidad impositiva y en la reestructuración de aquellas corporaciones que se encuentren en problemas de deudas, los cuales establecerían la estructura de incentivos bajo la cual operarían los agentes, y posteriormente enfrentar la reestructuración corporativa. Durante esta fase se toman las decisiones sobre quién será quién realmente, sobre cuál será la agencia que liderará el proceso de reestructuración y cuál el tipo de estrategia de reestructuración que se adoptará.

Para terminar la fase de la reestructuración en sí misma, dependiendo del enfoque que se haya aprobado para la reestructuración, se toman decisiones sobre la base microeconómica. En otras palabras, se decide qué es lo que se hará primero, si la reestructuración bancaria o la corporativa, si se vinculan ambas o primero se reestructuran las empresas y luego las corporaciones. Se pueden diferenciar tres estrategias principales en la reestructuración corporativa.

tiva. En una de ellas el líder de la reestructuración es el gobierno, por medio de lo que se llaman empresas de gestión de activos; en otra los acreedores son los líderes de la reestructuración; en la última (ya mencionada) se espera que el crecimiento sea quien arregle todos los problemas bancarios y corporativos.

El enfoque de la reestructuración liderada por el gobierno se lleva a cabo sobre todo por medio de empresas de gestión de activos (Asset Management Companies). Según esta modalidad, la cartera atrasada se transfiere a una agencia estatal para que aplique la reestructuración de dicha cartera. De lo contrario, la agencia será utilizada como agencia de venta rápida. Transferir los activos a una agencia centralizada permite que se logren economías de escala y de alcance en este proceso. El centralizar la propiedad de los activos también podría brindar más apalancamiento sobre el deudor y puede romper ciertos vínculos de propiedad entre bancos y corporaciones que podrían ser un fuerte impedimento para la reestructuración corporativa.

Otro punto importante es que se dice a menudo que otorgar préstamos y reestructurar son dos negocios sumamente diferentes. Por ello, se cree que quitarle préstamos a los balances de los bancos les permitirá concentrarse en su negocio principal que es el otorgamiento de préstamos.

Las desventajas son sobre todo cuatro.

(1) La posibilidad de destruir el capital de información que en muchos casos tienen los bancos en sus largas relaciones con los clientes, lo que les da acceso preferencial a información de la corporación. Esto puede verse destruido al transferir los activos a una AMC. Los bancos pueden tener también mejores incentivos para maximizar el valor de lo recuperado ya que su supervivencia misma puede depender de recuperar tanto como sea posible. Asimismo, el dejar los activos en los bancos, puede también darles un mejor incentivo para frenar pérdidas futuras y mejorar así sus funciones de evaluación y monitoreo de préstamos. Finalmente, si los activos en la AMC son gestionados activamente, la disciplina de crédito general podría deteriorarse.

(2) Otro punto importante que hemos visto en algunos países del Asia, especialmente en Indonesia, es el de las transferencias de grandes cantidades de cartera atrasada a las Empresas de Gestión de Activos (AMC). En ese caso, estamos hablando de préstamos corporativos y la reestructuración tendrá implicaciones sociales y será muy difícil para esta organización hacer una

reestructuración realmente dentro de los lineamientos de los principios económicos, escapando de las presiones políticas. En el banco hemos llevado a cabo un análisis sobre las AMC en siete países. Su registro histórico, en el mejor de los casos, es mixto. Una de cada tres agencias de reestructuración tuvo éxito y la sueca fue la primera que tuvo que enfrentarse a una cantidad pequeña de activos bancarios sistémicos (sólo 8 por ciento) de los cuales, además, la mayoría eran activos de bienes raíces, que son relativamente más fáciles de reestructurar.

(3) En términos de liquidación (o venta rápida), dos de cuatro agencias tuvieron éxito. Este examen nos mostró que las condiciones de éxito de estas agencias de gestión de activos son muy exigentes. Primero, es importante ver qué tipo de activos se están transfiriendo y la cantidad de los mismos. En segundo lugar, las agencias necesitan una gerencia profesional y una independencia política que podría ser difícil de lograr por una agencia que controla grandes cantidades de activos corporativos. También es importante tener un financiamiento adecuado y una ley de bancarrota apropiada, aunque esto último es importante para todo, también para el enfoque descentralizado.

(4) Una reestructuración liderada por acreedores descentralizados se basa en un procedimiento normal de bancarrota o en procedimientos complementados por un marco extrajudicial (es decir, de arreglo fuera de corte para las grandes corporaciones). Las ventajas son similares, los bancos tendrían mejores incentivos, pueden ofrecer nuevos préstamos que podrían ser necesarios en el proceso de reestructuración, y se preservaría el capital de información. Sin embargo, la experiencia de los diferentes países muestra que para que la reestructuración descentralizada funcione, se tienen que cumplir tres condiciones importantes. La primera, que debería haber vínculos de propiedad reducidos entre bancos y corporaciones. Por ejemplo, el lento paso de la reestructuración corporativa en el Japón se debe en parte al hecho de que las corporaciones no financieras, los bancos y otras instituciones financieras están ligados por una red muy intrincada de propiedad. Segundo, los bancos deben tener capital para poder afrontar las pérdidas y llevar a cabo una reestructuración corporativa significativa. Y, tercero, ambas partes, tanto los bancos como las corporaciones, deben tener los incentivos necesarios para llevar a cabo una reestructuración corporativa significativa.

Con respecto al marco de incentivos, tenemos aquí del lado de los bancos a las regulaciones de contabilidad sobre lo que es la reestructuración de deudas, la regulación impositiva, y, del lado del prestatario, la regulación sobre quiebras.

El último enfoque trata sobre el crecimiento de la actividad económica y se basa en el estímulo fiscal, en una política monetaria permisiva, y en una demanda externa que contribuya al crecimiento y disminuya la necesidad de la reestructuración corporativa.

Como se dijo antes, si la crisis se basa en esto, y si no se trata únicamente de un problema de liquidez transitorio en el que las corporaciones pasan por un periodo transitorio de riesgo sino que están enfrentando problemas estructurales, entonces este enfoque podría no funcionar y aquí, nuevamente, el caso del Japón resulta ilustrativo.

Como se dijo antes, a menudo los países utilizan una mezcla de estos tres enfoques. Un buen ejemplo de esto son los países del este asiático. De cuatro países (Indonesia, Corea, Tailandia y Malasia,) uno, Tailandia, no empleó AMC. Todos emplearon su sistema judicial y fortalecieron así el enfoque descentralizado. Todos han utilizado en el período inicial descrito por Javier, estímulos fiscales reales y una política monetaria flexible para incentivar el crecimiento económico y evitar las consecuencias adversas para el sector corporativo.

Sin embargo, las deficiencias de este enfoque asiático están aún presentes. Los países asiáticos trataron de reforzar el enfoque descentralizado y mejoraron sus leyes sobre bancarrotas al implementar reglas de clasificación muy severas y ofreciendo recursos públicos para recuperación bancaria. Sin embargo, este enfoque descentralizado sigue sufriendo de vínculos de propiedad entre bancos y corporaciones, instituciones financieras que siguen débiles en cuanto capital y que no pueden aceptar las pérdidas significativas necesarias para proceder a una reestructuración corporativa representativa, y un marco legal que sigue siendo favorable al ocultamiento de las pérdidas.

La venta de activos en agencias descentralizadas ha sido muy lenta. Lo que hacen estos países es seguir confiando en la estrategia de crecimiento, lo cual es arriesgado porque las causas de la crisis son estructurales. Aunque, como sabemos, se han recuperado, los bancos y las corporaciones permanecen débiles. Hemos realizado ciertas proyecciones que muestran claramente que el crecimiento no podrá arreglar el problema del riesgo corporativo.

Lo que hemos aprendido de las experiencias de estos países es que son cuatro áreas que a menudo se dejan de lado. Las condiciones iniciales deberían determinar el enfoque que seguirán los países en la adopción de estrategias de

reestructuración corporativa. Los países también necesitan mecanismos de absorción que permitan una reestructuración corporativa significativa. En tercer lugar, como ya se mencionó, si el país ha pasado por un problema de bienes raíces, es importante conocer cuáles son los activos reales a los que nos estamos enfrentando. Es importante saber cuál es la estructura de propiedad, los vínculos de propiedad que se tienen y si se pueden utilizar los precios para que funcione.

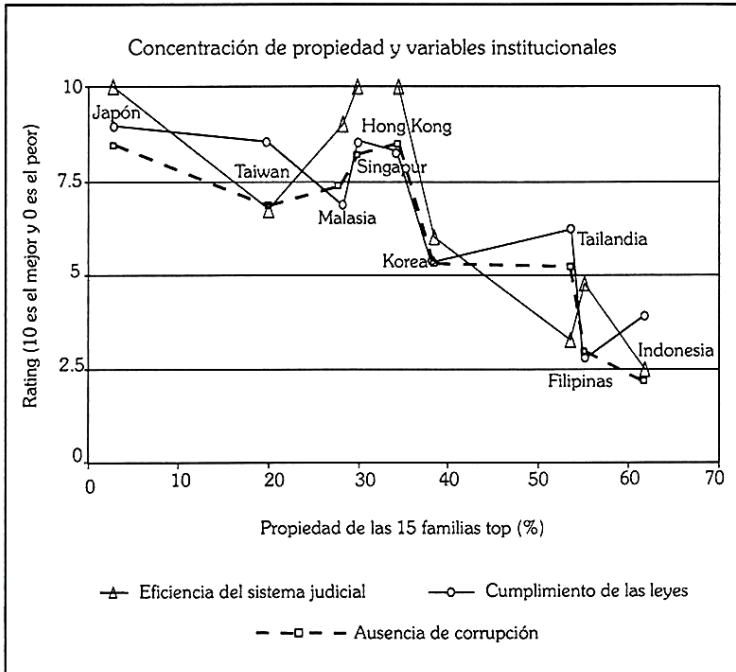
Entonces, la respuesta es específica para cada país. Al definir el camino hacia la reestructuración corporativa, el gobierno debería tomar en cuenta los siguientes puntos: el tamaño del problema, el tipo de activos en riesgo, las características de las deudas, si estamos hablando de acciones extranjeras, nacionales, privadas o públicas, el marco institucional y la capacidad institucional que existe, si los tribunales de bancarrotas podrán realmente tratar con números cada vez mayores de bancarrotas, y otros temas relacionados. Debemos conocer cómo está el balance fiscal antes de la crisis y si tiene espacio para estímulos fiscales o si eso hará que el país pierda credibilidad. Finalmente, las estructuras de propiedad y la política determinarán el tipo de enfoque que podrá ser utilizado o que debería ser utilizado.

Los países necesitan de mecanismos de absorción de pérdidas como último recurso. Si las fuentes privadas han sido agotadas, se podrían ofrecer fondos públicos a los bancos viables para una recapitalización. Sin embargo, los gobiernos deberían realmente tratar de vincular esto con la reestructuración corporativa que podría hacerse por la vía de un mecanismo orientado a compartir las pérdidas. Con esto no se tiene una reestructuración bancaria ex-ante, sino básicamente se compensa a los bancos por pérdidas aceptadas sobre los activos reestructurados. Sin embargo, sabemos también por la experiencia entre países que los bancos no harán una reestructuración a fondo. Por ello, es importante que los gobiernos inviten a otros inversionistas desde el inicio para que se sienten también a la mesa y traten de estructurar el acuerdo. Habrá que ser creativos. Incluso algunos países en algunas situaciones han podido diseñar fondos de reestructuración mixtos, públicos y privados, que algunas veces incluyen una gestión extranjera. Estos fondos son diferentes de las empresas de gestión de activos y deberían ser tratados como fondos patrimoniales privados. Es importante observar cuál es el tipo de capital que está en riesgo. Aquí, rápidamente, miramos un índice de variables institucionales en cuanto a vínculos de propiedad y tenemos una función con pendiente negativa que nos indica que mientras más alta la concentración de propiedad, menor será la calidad de las variables. Por lo tanto, la crisis puede ser una oportuni-

dad para los gobiernos de cambiar las estructuras de propiedad existentes por otras más permisibles a los cambios institucionales.

Gráfico No. 1

**IMPORTANCIA DE LOS CAMBIOS DE PROPIEDAD  
PARA ROBUSTECER LOS CAMBIOS INSTITUCIONALES**



Finalmente, hemos aprendido por la experiencia de los países que lo mejor es que los gobiernos se limiten a ofrecer el entorno adecuado y respalden a los ganadores ofreciéndoles alivio impositivo u otro tipo de ayuda para que las corporaciones estén seguras de que los bancos no se cierran sin ofrecer otro mecanismo alternativo de intermediación financiera que les ayude a menguar sus problemas. Lo importante es utilizar al sector privado para llevar a cabo la reestructuración en sí misma.

## **LA EXPERIENCIA CHILENA**



El tema de esta exposición es la crisis sistémica en Chile entre 1982 y 1986. La experiencia como director de supervisión y auditoría de la Superintendencia y, por lo tanto, el estar ligado al sistema bancario, me permitió observar la crisis y su posterior evolución. Los puntos que trataremos, luego de las consideraciones preliminares, se centran en los hitos de la crisis, en la reestructuración corporativa, en la reestructuración de la banca, en la capitalizaciones de la banca y en la reestructuración de los conglomerados.

De manera preliminar, cabe recordar que esta crisis tomó seis años y que sólo el año 1986 se produjo una nueva Ley de Bancos que tendía (y tiende todavía) a dar un marco preventivo mucho mejor. La crisis se produjo en el marco de una expansión excesiva (en la época de los ochenta) y apoyada por abundante crédito externo. Se carecía de una regulación efectiva.

La regulación incide en dos aspectos: el carácter normativo y el efectivo. Por aquella época se carecía de regulación de carácter efectivo. En otras palabras, no se hacía bien el trabajo. Además, había una concentración crediticia con partes relacionadas muy alta. También es importante saber que la crisis chilena tuvo mucho apoyo estatal. La literatura dice que fue una de las crisis más caras. Sin embargo, podría ser superada por la crisis asiática. El Estado otorgó subsidios y apoyó las capitalizaciones de bancos y se trató de mantener la propiedad privada. Además, se liquidaron instituciones y se produjeron intervenciones transitorias. La estrategia para afrontar la crisis chilena se basaba en no crear más pánico para no perder totalmente la confianza. A pesar de la complejidad con que se manejaba la crisis, los depositantes casi no perdieron. Es importante resaltar que la crisis chilena tuvo tales consecuencias que prácticamente la totalidad de la propiedad de los bancos cambió. Es decir, se reestructuró el mapa financiero chileno por completo.

Es importante resaltar que después de la crisis financiera chilena de aquella época, este país no ha tenido otra crisis que la vivida en los años 1998 y

1999. Todo el índice de cartera vencida en Chile no ha pasado de 2% y la rentabilidad del sistema financiero chileno en el peor año (1999) va a alcanzar entre el 12% y el 14%. Esto quiere decir que el sistema sí salió fortalecido. Aunque cambió totalmente, salió fortalecido. Las cifras exactas de los costos de la crisis no se conocen, pues hubo demasiadas intervenciones en demasiados ámbitos, en distintos años y por distintos conceptos. Sin embargo, puede decirse que el déficit patrimonial que subsiste es producto de la crisis financiera.

### **Cronología de los eventos**

- 1981 - Inicio  
Empezó la crisis con el típico síntoma de aumento de la cartera de vencidas y algunas liquidaciones. El diagnóstico no era claro.
- 1982 – Profundización y ayuda  
Empezaron algunas flexibilizaciones contables. Se creó un programa de venta de cartera al Banco Central. Surgió el tema del dólar preferencial porque en el año 1982 hubo una gran devaluación y se efectuaron más liquidaciones. Es decir, era un poco más de lo mismo con ayuda del Estado.
- 1983 – El Estado asume un papel mayor  
Se intervinieron los grandes bancos, se realizaron más liquidaciones y se tuvo que reprogramar a todos los deudores.
- 1984 – Inicio de la solución privada  
Nos dimos cuenta de que el programa inicial de venta de cartera del Banco Central era poco efectivo por falta de credibilidad y que estaba mal estructurado. Entonces se reestructuró con el fin de hacerlo más definitivo. Se dieron más reprogramaciones con mayores plazos y menores tasas.
- 1985 – Más soluciones privadas  
Se da una solución a la capitalización de los grandes bancos y se privatizan los bancos intervenidos.
- 1986 - Normalización  
Se normaliza la situación de los bancos y las empresas. Se realiza una nueva ley de bancos. Se realiza una reprogramación caso por caso y se da el restablecimiento corporativo.

## Principales medidas realizadas a favor de los deudores

- Subsidios – dólar preferencial

Se instituyó el dólar preferencial. Esto produjo un gran impacto porque el 50% de las colocaciones se encontraba en moneda extranjera. Este subsidio consistía en pagar a un dólar fijo. En otras palabras, el deudor tenía derecho a pagar según un dólar fijo y redenominar su deuda en pesos reajustables. En aquella época, Chile tenía un 20% de inflación no comparable con el 2.5% que tuvo el año 1999. Al inicio, todos estos mecanismos se separaban en efectivo, pero esto desordenaba mucho la política monetaria. Luego se usaron los pagarés. También se pretendía calzar los balances de los bancos que quedaban desajustados, se reprogramaba el peso y quedaba la deuda en dólares.

Con la devaluación de 1982, el dólar subió en un 88%. En 1983 subió un 20%, en 1984 32% y en 1985 41%. Se habla de cuatro años de continuo ajuste cambiario con una gran devaluación. (Chile venía de una época caracterizada por un tipo de cambio fijo.) El mecanismo de dólar preferencial subsistió hasta el año 1987, cuando se eliminó por su alto costo y porque, en parte, ya se habían solucionado los problemas. El costo de esto ascendía a cerca del billón de dólares. Por lo tanto, fue un mecanismo de alto costo y un salvataje que realizó el Estado a los deudores. Todas estas medidas se tomaron para salir de una crisis asfixiante.

- Reprogramaciones masivas

Las reestructuraciones masivas para deudores de las empresas productivas se efectuaron en 1983 y 1984. Existió como una especie de alergia hacia las empresas de inversión, las cuales fueron las causantes de la alta concentración crediticia y se estableció una distinción entre las que eran productivas y las que eran *holdings* o *holding* especulativos.

- Deudores bancarios

También se reprogramaron los créditos hipotecarios para las personas. Básicamente, lo que hacían estos mecanismos era refinanciar hasta el 75%, entre 5 y 15 años. Uno de estos años era considerado de gracia para los

intereses. Dos eran para el capital. El interés, en un principio, era de 5%. Al sexto año llegaba a 7%.

### **Deudores hipotecarios – personas**

Uno de los grandes problemas del sistema financiero era que todos los activos estaban en los bancos, no había crédito y se encontraban en una situación de crisis. Nadie compraba las casas y los bancos no podían salir bien de los problemas que tenían con los deudores y las constructoras. Todo ello tenía que ser revertido de alguna manera, pero había que hacerlo por ambos lados, pues era tan grande la crisis que se debía dar crédito a los deudores para comprar casas nuevas y para que estos, a su vez, abonaran las deudas de los bancos.

Se ideó un mecanismo denominado el “veinte con ocho”. El veinte con ocho fue fantástico. Veinte años y al ocho por ciento no se había visto nunca en Chile y todo el mundo corrió a comprarse una casa. Eso ayudó muchísimo.

Asimismo, los deudores hipotecarios no podían pagar toda su cuota y existía una gran morosidad. Se decidió renegociar la mora de dos años con 40% de rebaja y esto en un período de cuatro años hasta llegar a diez años. Los resultados globales de esto fueron que se refinanció el 25% de las colocaciones como estaba ahí y un 62% de todo lo que se consideraba reprogramable. Fue un monto que superó los tres billones de dólares y fueron 86000 los deudores, lo cual era bastante entonces para Chile. Desde entonces, Chile ha cambiado muchísimo y ya han pasado 18 años.

### **Consideraciones sobre estos mecanismos**

Se actuó en el marco de una crisis muy severa. Se hizo en forma reiterada, generalizada y se le dio mucha presión de alivio financiero. Lo que uno hace básicamente al reprogramar es dar plazo y liquidez. La liquidez es muy importante en las crisis financieras porque cuando uno reprograma con gracia de capital de intereses, le está dando capital de trabajo a las empresas y obviamente alivia la carga financiera bajando los intereses. Entonces, mejora la cuenta de resultados. Los mecanismos no fueron muy sofisticados (la normativa suele enredarlos) y yo fui autor de ellos. Tuvo complejidad en la aplicación por la excesiva reglamentación.

El tema hipotecario tuvo complejidades al hacer un *value payment* de todo lo que se renegociaba. Era muy complicado administrarlo, llegaba de una forma muy tardía y era como pasar la cuenta después de diez años. Es decir, existía un traspaso del problema hacia el futuro. Hay que tener mucho cuidado con estas cosas que quedan dando vueltas hacia el futuro, las cuales terminan siendo como una irresponsabilidad social y nadie las entiende.

### **Ayuda a los bancos, flexibilización contable y venta de cartera al banco central**

Como en todas las crisis, la ayuda a los bancos se realizó mediante la ejecución de flexibilizaciones contables. Primero, se partió por las provisiones, dando más plazo después con la cartera vencida. Luego, se amplió el nivel de endeudamiento, se difirieron las pérdidas, se siguió con la venta de cartera mala al banco central. Era un mecanismo relativamente sencillo. El Banco Central pagaba por una letra de cambio. El pago debía realizarse semestralmente. Si no se realizaba, se devolvía la cartera mala y el Banco Central retiraba la letra de cambio. Entonces nadie le creyó al mecanismo y hubo que rehacerlo y ampliarlo ya no sólo por 1.5 veces el capital del banco, sino por 2.5 y sin ningún plazo de recompra definido. La recompra se produciría con los resultados de la institución que vende. De allí su nombre de obligación subordinada. También el Banco Central dio recursos reales detrás de esta cartera.

Los bancos intervenidos para entonces representaban el 42% de las colocaciones y no podían vender hasta que regularizaran su situación patrimonial. Efectivamente, eso se realizó después con una capitalización. También, se crearon otros incentivos. Por ejemplo, si se aportaba capital se podía vender más cartera. En general, yo diría que el resultado de esta venta de cartera fue que casi el 60% de los bancos vendieron. Se vendieron 3000 millones, el 20% de las colocaciones que era dos veces el capital del sistema.

Los principales efectos de este sistema fueron los siguientes: se restableció la solvencia, se mejoró el flujo operacional de los bancos y se aceleró la constitución de provisiones. Este mecanismo demoró dos años en perfeccionarse, pero tuvo éxito en la medida en que se traspasaron estos recursos del Banco Central a los bancos y se otorgaron plazos indefinidos. No fue desde luego suficiente, debió sumarse a la capitalización de los bancos.

### **Capitalización: mecanismos e incentivos**

La capitalización de los bancos se produjo recién en 1985. Si uno analiza esta crisis, observa que primero se produjo una gran reestructuración corporativa y después de la capitalización una gran “readecuación” de distintas situaciones hasta encontrar un punto en el que también el crecimiento ayudara. Fue necesario promover leyes especiales para ello.

### **Capitalizaciones de la banca intervenida**

Se creó un capitalismo popular (el famoso “capitalismo popular”) que consistió en vender acciones al público para capitalizar a los grandes bancos por 15 años con 0% de intereses. Gozaron de ventajas tributarias y de un descuento de 30% por pago a tiempo. Sobre el monto capitalizado, se podía vender cartera hasta por 3.5 veces al Banco Central. De esta forma, en el fondo, estas acciones se pagaban solas con los dividendos de los bancos. Esos fueron los mecanismos creados en aquella época. Sobre este nuevo capital se podía vender cartera. Finalmente, esta capitalización resolvió el problema patrimonial de la banca intervenida. Se atomizó la propiedad y pasamos de un patrimonio negativo de 600% a 122%. Ello representó un 55% de las capitalizaciones efectuadas. Se incorporó a 30 mil nuevos accionistas en la banca.

### **Banca no intervenida**

La banca no intervenida, si capitalizaba, también tuvo incentivos y acceso a un seguro estatal transitorio.

### **Conversión de deuda externa**

Se utilizaron mecanismos de conversión de deuda externa para la capitalización de la banca no intervenida. Se compraba la deuda externa en el exterior con un descuento y se aportaba al valor par. Fue un mecanismo muy reglamentado, complejo y limitado porque se efectuaba con el dólar informal. Se atrajeron nuevos recursos hacia el sistema financiero por 250 mil millones de dólares, aproximadamente un 30% del total de nuevos capitales aportados. Sirvió principalmente para capitalizar los bancos no intervenidos e incorporar nuevos propietarios. Además, fue utilizado por residentes, no residentes y acreedores externos.

Algunas consideraciones sobre estos mecanismos. Yo diría que la capitalización fue el último peldaño. Sirvió para potenciar la venta de cartera. Produjo soluciones privadas que era lo que el gobierno estaba buscando y restableció la capacidad de crecimiento del banco. Es decir, recién cuando hubo una capitalización intensa se restableció un saneamiento completo del sistema.

### **Algunas consideraciones**

Respecto de la reestructuración de los conglomerados económicos, este fue uno de los grandes problemas (ahora se está viendo en Asia). En los años setenta, cuando se realizaron las privatizaciones de bancos, la diferencia estuvo en que en esa época no existió tanto control y se tenía abundancia de recursos externos. Por lo tanto, se creó inflación de activos y mucha cartera relacionada. El año 1982 se hizo viviente este problema. Entonces no habíamos diagnóstico que fuera efectivo. No se sabía de este problema de cartera relacionada (se empezó a saber muy tarde). Entonces no teníamos experiencia internacional suficiente para ello. El diagnóstico de este tema de cartera relacionada y la alta concentración se empezó recién a efectuar (de mala forma, con gran apuro) el año 1982. Después, las intervenciones ayudaron a diagnosticar por qué una vez que uno interviene en un banco o liquida un banco empieza a conocer muy bien su realidad. Se realizaron los planes de desconcentración debido a que, como se indica, llegamos a tener un 19% de cartera concentrada y en parte relacionada en los bancos con la misma propiedad. Se desconcentró esto fundamentalmente por la desvinculación de propiedad. Es decir, se realizaron todos los esfuerzos para desconcentrar, pero en medio de la crisis era muy difícil que se pudiera pagar. En definitiva, se estructuró todo un tema de procesos de normalización de desconcentración. Los grandes avances que se notan ahí fueron producto de la desconcentración de la propiedad.

El estado actual de la situación crediticia es bastante controlado en Chile. El tema de conflictos de intereses está muy normado. Esto sirvió para aprender muchísimo. Hay plena transparencia hoy en día. Yo diría que Chile es uno de los países más transparentes en cuanto a las transacciones con partes relacionadas. Sin embargo, el período de reestructuración corporativa fue muy complejo y fue de los períodos más tensos que vivió Chile. Demoró tres o cuatro años en normalizar toda la propiedad de los bancos. Todavía se discute si fue necesario o no deshacer todos los conglomerados económicos. Lo positivo es que todo esto se ha reestructura-

do y de alguna manera se ha cambiado la propiedad de las empresas, aunque no es un tema olvidado. Es un tema que nunca se puede dilucidar, sobre todo cuando hay crisis de liquidez en el medio.

### **Lecciones sobre la crisis**

Alguien debe crear una estrategia. En todas partes se crean estrategias. Sin embargo, de pronto uno se da cuenta de que en crisis financieras nadie sabe qué hacer. Es decir, cuando se trata de pensar que en algún momento vamos a intervenir, a estatizar, a privatizar, a solucionar, de ver diseños de estrategia y de ver qué debemos hacer primero, lo primero que surge es el pánico. También debe estar el deseo de crear un consenso político y técnico. Realmente hay que reunir datos, mostrar y enseñar cuál es la situación sobre la que hay que trabajar con los políticos. No se trata de hacer de ello una fiesta política, pues estamos frente a un tema serio que afecta a todo el mundo.

Otra medida importante consiste en aumentar la rapidez de los procesos. Hay que abocarse a los temas con mucho más énfasis, colocarse plazos, posibles soluciones, mecanismos privados. Es decir, debemos trabajar los temas de forma paralela y no uno a uno, según vayan cayendo, porque la situación se pone lenta y se va complicando. Personalmente, soy contrario a crear órganos medio complejos como los que mencionó Daniela se habían creado en Asia. No creo que todos hayan tenido éxito. Los he visto funcionar y al menos para los países latinoamericanos no los recomiendo.

Preferiría crear comisiones *ad-hoc* y comisiones más bien de hombres buenos para ir solucionando estas cosas, pues estos organismos tienden a preservarse y son muy complejos de desarticular. Deberían promulgarse todas las leyes posibles durante el período de crisis y crear tribunales especiales.

El tema de las liquidaciones tiende a ser olvidado. Sin embargo, las liquidaciones resultan altamente costosas, sumamente complejas, se atrasan tremendamente y atrasan todo. Por lo tanto, hay que darles importancia, buscar rapidez y descentralización, buscar incentivos para una pronta liquidación. Las liquidaciones realmente desagregan valor, peor aún si están mal administradas. No debe temerse la promoción de cambios de propiedad.

Antes se debe temer la paralización de las empresas. La propiedad es circunstancial, lo que no debe paralizarse es la empresa.

Con respecto a las lecciones específicas, se debe escoger entre capitalizar los bancos o reestructurar corporativamente. En realidad, creo que se deberían hacer ambas cosas. Sin embargo, si es preciso darle prioridad a alguna, se la daría a la reestructuración corporativa. Si existe, de alguna forma, un programa de restablecimiento financiero, la gente creará en el sistema financiero. No obstante, las empresas no pueden parar porque ellas afectan la dinámica económica fuertemente. Deben darse facilidades a los bancos, colocar metas de capitalización y controlar su cumplimiento. Deben hacerse programas factibles y estos deben ser controlados. También deben buscarse arreglos razonables corporativos, pues hay que ganar tiempo y liquidez con los deudores. El tiempo y la liquidez ayudan mucho. Prefiero las renegociaciones *across the board* en una primera etapa para darle facilidades a todo el mundo porque no hay suficiente tiempo para hacer un diagnóstico. Además, los diagnósticos en tiempo de crisis no sirven. Normalmente, uno se equivoca y cuesta mucho precisar cuál es la verdad acerca de la situación de un deudor, excepto en los claramente inviables. Por último, debe crearse un ambiente de oportunidades y optimismo porque de ahí surge la energía privada para capitalizar.



## **LA EXPERIENCIA PERUANA**



Voy a hablarles básicamente de los mecanismos de reestructuración corporativa y en el caso de Perú específicamente de los que INDECOPI tiene a su cargo.

La idea central que quisiera compartir con ustedes es que la experiencia peruana es bastante ilustrativa acerca de cuán importante es tratar de promover la aplicación de buenas prácticas empresariales en la parte financiera y, de alguna manera, la experiencia actual. Los datos muestran que el Perú sí tiene algunas ventajas a nivel de crecimiento. Es decir, todavía hay un crecimiento; el más bajo es el de México, que señala una diferencia con otros países de América Latina.

Debemos encontrar la posibilidad de reducir el impacto de perturbaciones externas en todo el paquete de reformas trabajadas desde los noventa. En este paquete de reformas, en la sección financiera, se encuentran dos tipos de medidas que se han venido implementando y que es importante mencionar. La primera está relacionada con la reforma del sistema financiero y el mercado de capitales que obviamente tiene que ver con la labor de la Superintendencia de Banca y el esquema de supervisión bancaria. En el caso del Perú, está relacionada con la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores (CONASEV) y con la búsqueda de mecanismos más flexibles para asegurar mejores condiciones de financiamiento a empresas a través del mercado de capitales. También tiene que ver con otra área importante, la del marco regulatorio microeconómico. Esta área está relacionada básicamente con un conjunto de órganos regulatorios. Ahora bien, hay una institución, que es el INDECOPI (Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de Protección de la Propiedad Intelectual), que tiene a su cargo algunos mecanismos básicos en defensa de la competencia y protección al consumidor. Pero, también tiene a su cargo un importante mecanismo relacionado con las modalidades de reestructuración corporativa y con la posibilidad de poder darle soluciones a empresas en

estas circunstancias. De manera que estamos hablando de las medidas fiscales y las medidas de financiamiento que se trabajan a través de la parte bancaria como en el caso de Chile.

Otro mecanismo importante son los sistemas de reestructuración patrimonial y lo que puede observarse es el paquete de medidas que se ha tratado de implementar en el Perú frente a la crisis actual. Algunas medidas han estado relacionadas, por ejemplo, con programas de financiamiento empresarial a cargo de COFIDE, con la intervención de bancos y con tramos de crédito que tratan precisamente de dar ese alivio financiero a las empresas. También están relacionadas con el aporte del administrador de fondos de pensiones, es decir, con tratar de dar alguna flexibilidad y mayor liquidez para poder seguir cancelando algunas obligaciones.

Otras medidas han estado relacionadas con la flexibilización a cargo de la Superintendencia de cálculos de provisiones de operaciones crediticias, es decir, con dar facilidad, por ejemplo a cualquier empresa en proceso de reestructuración. Además, está el aplazamiento o fraccionamiento de la deuda tributaria, mecanismos que son parte del paquete y, eventualmente, la posibilidad de capitalizar o no algún tipo de obligaciones de empresas (tema bastante controvertido). Este tema también tiene que ver con las modificaciones que se han venido dando y que no son nuevas dentro de lo que en el Perú llamamos el sistema de reestructuración patrimonial.

La posibilidad de que este sistema operara empezó a considerarse hace bastante tiempo. En el Perú ya existía una ley procesal de quiebras el año 1932. Ésta acarrea una serie de problemas y no permitía que las empresas salieran a flote. El año 1992 se dio el Decreto Ley N° 26116 que establecía la primera ley de reestructuración empresarial para tratar y encargar a ciertos órganos internos de INDECOPI la posibilidad de crear ambientes favorables para que deudores y acreedores busquen, a través de soluciones privadas, la posibilidad de sacar empresas adelante. De esa manera, no tendremos que confiar en un burócrata o en un banquero con algún tipo de interés y podremos generar un ambiente de soluciones efectivas para todos.

Posteriormente, el año 1996 se trató de cambiar esto. Con la reforma de 1996 se trató de crear procedimientos mucho más simples y preventivos. Es decir, procedimientos orientados a que el alivio financiero a las empresas llegara mucho más rápido. La siguiente reforma se dio a mediados del año pasado, en junio del año 1999. La ley de fortalecimiento del sistema de

reestructuración patrimonial, que también avanzó un poco en este sentido, trató de darle mucha más flexibilidad al sistema. La última medida se dio en diciembre del año pasado. Esta tiene que ver con los programas de saneamiento.

Los objetivos del sistema de reestructuración patrimonial son los siguientes:

- salvaguardar precisamente los puestos de trabajo; que las empresas efectivamente funcionen; que no estén paralizadas por estos períodos de incertidumbre que se presentan cuando hay problemas de insolvencia;
- evitar pérdidas de inversión productiva, es decir, tratar de que la inversión productiva regrese rápidamente bajo diferentes formas al mercado;
- favorecer la competitividad porque estas medidas se diseñaron en forma permanente como un mecanismo de asegurar que las empresas empezaran a adaptarse a condiciones de mercado interno y de mercado externo mucho más competitivas;
- evitar quiebras en cadena, es decir, la posibilidad o el hecho de que haya algunos deudores que tengan problemas y que estos empiecen a afectar a otras empresas (sabemos mucho por las experiencias pasadas que cuando algunas empresas caen, hay otras que también lo hacen y no pueden salir); y
- tener una aproximación mucho más sincera, es decir, que el mercado actúe de manera mucho más ordenada frente a la crisis.

Estos objetivos se trasladaron a algunas funciones de este sistema de reestructuración patrimonial. Entre ellas están, por ejemplo, la protección al patrimonio del deudor. La idea es tratar de darle algún tratamiento especial que suspende algunas obligaciones inmediatas de la empresa en tanto se resuelve y se encarga a una junta de acreedores la decisión de qué es lo que va a pasar. La función de esto es evitar lo que podría llamarse la “canibalización” de la empresa (cuando los acreedores empiezan a apoderarse de partes de la empresa hasta que la dejan imposibilidad para actuar en el mercado).

Otro aspecto tiene que ver con la posibilidad de que existan empresas viables. Mediante un acuerdo con la junta acreedores que integra también a los deudores, decidir si la empresa es viable. Si, eventualmente, ésta no tiene futuro, tratarán de darle una salida ordenada, pues esa es la función de la junta de acreedores dentro de este sistema.

Un tercer aspecto se refiere a los reconocimientos de crédito, es decir, a procurar que también los acreedores, por muy pequeños que sean, tengan la posibilidad de participar en este proceso y poder asegurar la transparencia. La transparencia es importante porque asegura una estructura financiera mucho más sólida y asegura que haya confianza en el sistema.

Por último, tratar de tener una institución, en este caso el INDECOPI, encargada de generar el ambiente favorable para la negociación y la discusión ordenada de estas reglas. En este contexto, el papel del INDECOPI es siempre garantizar la transparencia; es decir, garantizar que las normas se cumplan, garantizar que las características de todo proceso administrativo, en general, se cumplan y que las decisiones (por ejemplo en los momentos de calificar créditos) sean efectivamente técnicas, estén de acuerdo con ciertos criterios y, en general, que exista esta credibilidad en el sistema.

Probablemente uno de los aspectos más difíciles de afrontar cuando las empresas caen en problemas de insolvencia es mantener precisamente la credibilidad en que la empresa podrá salir adelante y que las reglas funcionarán. Esto se consigue a través de dos tipos de instituciones que en INDECOPI son estas comisiones de reestructuración patrimonial que consideran, por un lado, órganos colegiados conformados por profesionales del sector privado. Ellos son los que, a solicitud del deudor o acreedor, declaran insolvencia y abren períodos para que los acreedores vengan y reconozcan créditos. Están apoyados por un *staff* permanente del instituto conformado por una secretaría técnica con profesionales que apoyan esa labor y están sujetos a todas las restricciones de funcionarios públicos.

Este esquema maneja cuatro tipos de procedimientos. El caso del Perú es interesante en la medida en que existe la flexibilidad y la posibilidad para adaptarse a diferentes condiciones de empresas.

Existe un procedimiento general, el procedimiento de insolvencia, que es el procedimiento estándar disponible para todas las empresas. Ahora, a lo largo de este proceso, también se han diseñado procedimientos mucho más

expeditivos. Asimismo, existe un procedimiento preventivo, un procedimiento simplificado y, recientemente, desde diciembre y con vigencia hasta el 31 de diciembre de este año, tenemos el procedimiento transitorio.

- Procedimiento de insolvencia

Hay dos formas de entrar en este proceso. Una de ellas, a solicitud del acreedor. Por ejemplo, cuando existe un crédito superior a un monto mínimo que tiene un período de vencimiento mayor a treinta días, los acreedores pueden acercarse y solicitar la insolvencia de la empresa. Si por alguna circunstancia se acredita que hay una reducción del patrimonio de más de dos terceras partes, también se puede realizar por el lado del deudor la solicitud de insolvencia. La idea es que en estas circunstancias, cuando no se puede seguir enfrentando las obligaciones financieras, es importante crear este ambiente para poner de acuerdo a los acreedores en el proceso de reestructuración. Si, eventualmente, la empresa no es viable, entonces se debe buscar otra salida. Un aspecto importante es que no se interrumpa lo que sería el normal funcionamiento de la empresa. La administración de la empresa queda a cargo del deudor o de una sociedad que va a administrar la empresa y este es un acuerdo básicamente de la junta de acreedores, que es la que se va a encargar de seguir con la marcha normal de la empresa. De esta manera se asegura que la empresa va a seguir siendo operativa durante estos períodos excepcionales. La función de la junta de acreedores es bastante importante dentro de este esquema. Es la que tiene que decidir cuál va a ser el destino de la empresa. La idea es que las decisiones privadas de los acreedores y los deudores (y de ahí la importancia de tratar de asegurar un buen marco y un sistema donde exista la información suficiente) sean efectivas para garantizar que la salida sea la más beneficiosa para todos.

Adicionalmente, si se decidiera liquidar, existe un esquema de preferencia de créditos en la liquidación de activos, lo cual es algo bastante convencional en términos de redefinición de estructuración, créditos laborales, de alimentos y tributos. También se garantiza que haya acceso a nuevos créditos en la medida en que los nuevos créditos contraídos después de una declaración de insolvencia tengan un tratamiento similar y no están protegidos dentro del patrimonio. Además, eventualmente, si un banco o institución financiera decidiera prestar podría ejecutar el crédito sin ningún problema.

- Procedimiento preventivo

Se diseñó con la iniciativa del deudor. Si bien el deudor puede estar cumpliendo con las obligaciones en este momento, en algún momento podría dejar de cumplir con estas obligaciones. Se realiza para poder contar con ciertas protecciones de patrimonio, en el caso que lo desee, para poder negociar en un ambiente favorable con los acreedores ante una posible reestructuración. En este caso el acreedor tiene que presentar un convenio de reprogramación de pagos. La idea es que el deudor venga con una propuesta a la reunión con la junta de acreedores. También se tramita ante comisiones que convocan a los acreedores, ven cuáles son los créditos que existen y, finalmente, la junta de acreedores ve si acepta o no el convenio. También puede darse el caso de que se haya solicitado protección del patrimonio y no haya habido ejecución de obligaciones durante ese período. En dicho caso, automáticamente se pasa a declarar la insolvencia. Entonces, hay un incentivo fuerte para tratar de lograr un acuerdo con los acreedores.

- Procedimiento simplificado

Este procedimiento simplificado es para créditos menores a 200 UIT, (alrededor de US\$ 800). En este caso no es indispensable ir a una institución como comisión, sino que se puede tramitar ante notario público.

- Procedimiento transitorio

Ahora bien, se ha introducido una novedad, un procedimiento transitorio que crea una vía paralela a las tres vistas y es mucho más rápido. Crea dos tipos de figura. La figura del fedatario, que hace las veces de lo que hacían las comisiones de reestructuración patrimonial y la secretaría técnica que recibe las solicitudes de crédito; es decir, a través de un procedimiento de conciliación de características comunes al procedimiento bancario, trata de solucionar los procesos de reconocimiento de crédito rápidamente. Se otorga también protección anticipada y, en realidad, es el fedatario quien lleva este proceso donde se reconoce a los acreedores. Los fedatarios pueden ser personas naturales, notarios, personas jurídicas. Es decir, hay bastante flexibilidad. Actualmente, se piensa llegar a un número superior a cien fedatarios que estarían operando a nivel nacional. Estos operarían en más de 15 departamentos.

Otra de las ventajas de este proceso es que descentraliza el proceso de reestructuración y crea otra instancia: la comisión *ad-hoc* encargada de

supervisar la labor de los fedatarios. La única función de esta instancia es ver estos procedimientos transitorios. En términos de cómo cambia el papel del INDECOPÍ en este esquema, lo que se observa básicamente es que asume un papel de fiscalización.

Para saber cuál es el tipo de esquema que se maneja, a la izquierda del Gráfico No. 1, se encuentran las diferentes comisiones del INDECOPÍ que trabajan en el área de competencia. Entre las comisiones se encuentra la de protección al consumidor, represión de la competencia desleal y libre competencia. Una de ellas es la comisión de reestructuración patrimonial, la cual se encarga de la parte normativa dentro del instituto. En la segunda columna del gráfico, tenemos todas las comisiones de reestructuración patrimonial delegadas que actúan a nivel nacional. En Lima, por ejemplo, tres de ellas se encuentran en la Universidad de Lima, la Cámara de Comercio y el Colegio de Contadores. También existen en Arequipa, Lambayeque, la Libertad, Loreto y Piura. A este esquema, según las últimas modificaciones, se han añadido las comisiones *ad-hoc* adscritas a las comisiones que actualmente funcionan. La última columna correspondería a los fedatarios que tendrían a su cargo el reconocimiento de créditos y la convocatoria a la junta de acreedores. Por lo visto, se trata de un procedimiento con bastante flexibilidad y ello se observa en los resultados que se han obtenido a lo largo de los años en donde se observan mejoras.

En relación a cómo han evolucionado las solicitudes de declaraciones de insolvencia en este sistema, en la crisis del 1998-1999 se observa un crecimiento bastante notable de las solicitudes presentadas. Estos datos se obtienen sobre la base de noviembre del año 1999 (ver Gráfico No. 2).

Gráfico No. 1

NUEVA ESTRUCTURA DEL SISTEMA

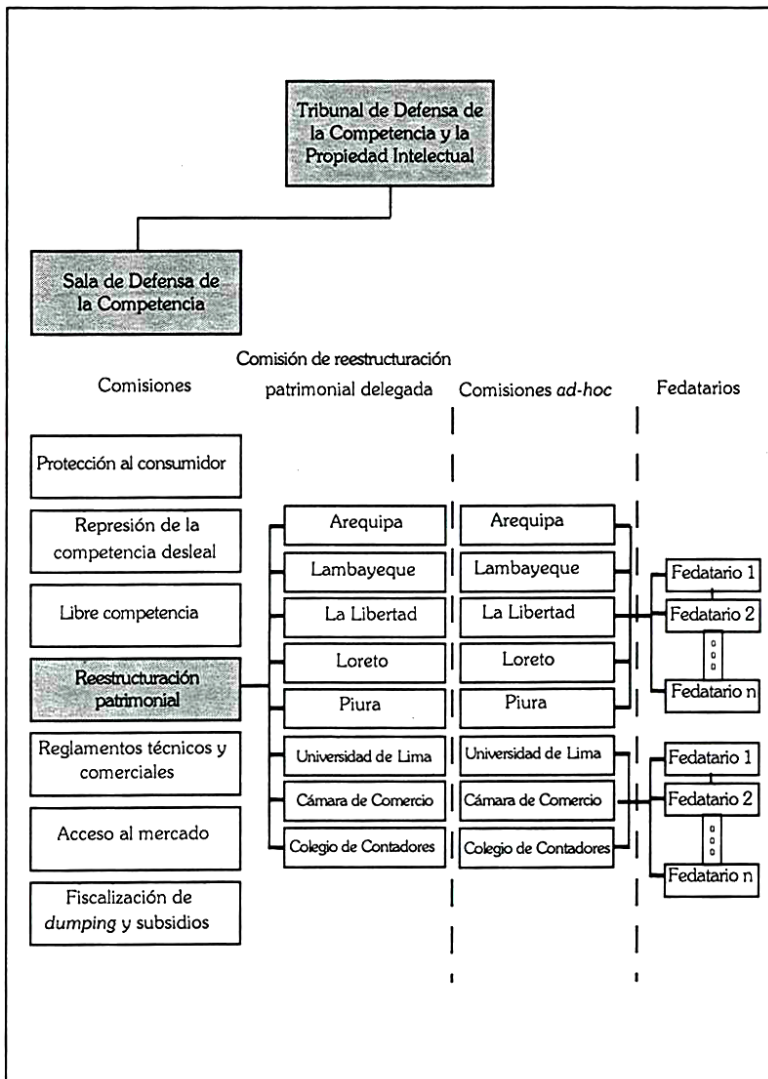
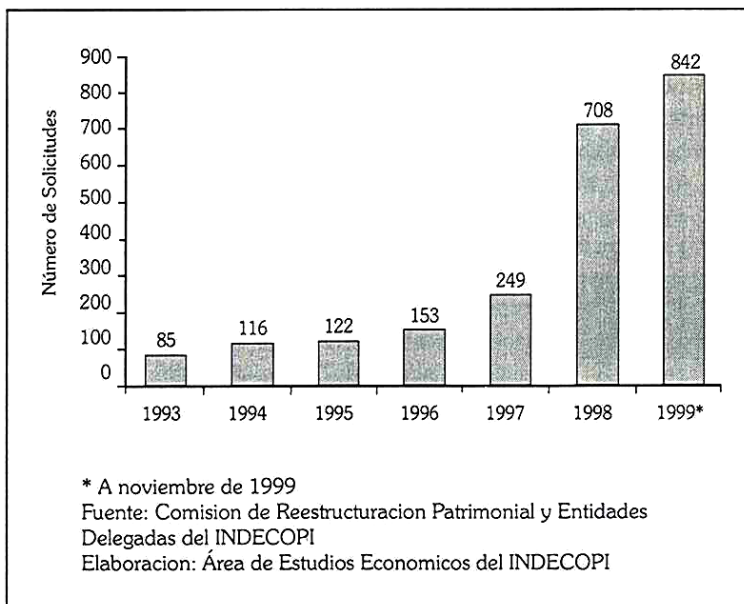


Gráfico No. 2

## SOLICITUD DE DECLARACIÓN DE INSOLVENCIA



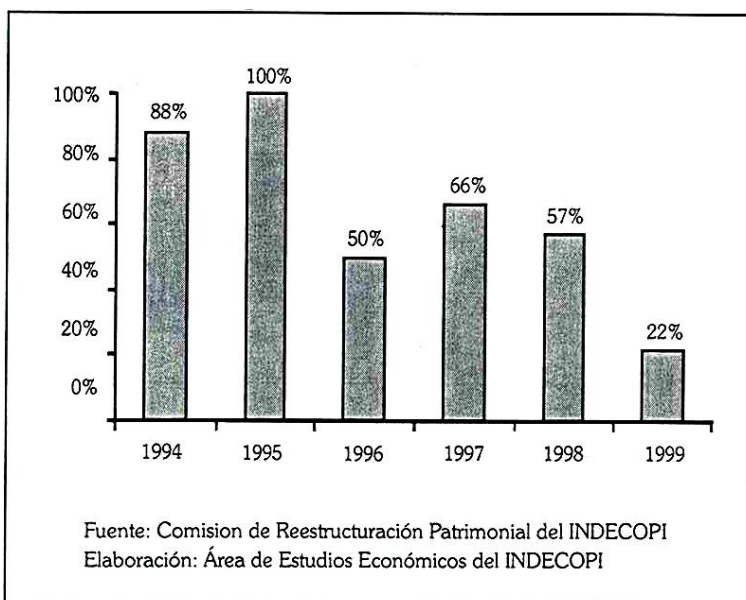
En lo que respecta a declaraciones de insolvencia, si bien inicialmente había un gran peso en el acreedor (ver Gráfico No. 3), ahora hay un peso cada vez mayor de empresas que vienen voluntariamente para tratar de prever estas situaciones. Lo que se observa por ejemplo en el año 1999 es que hay un 22% de las declaraciones de insolvencia que ha llegado a INDECOPI básicamente a solicitud del acreedor. La ventaja de este sistema es que promueve la prevención y anticipación de insolvencia entre las empresas.

También puede verse la forma como funciona este sistema a través de un gráfico que intenta mostrar cuánto tiempo (días promedio) dura el proceso dentro de las instituciones (ver Gráfico No. 4). La primera fase es la fecha de declaración de insolvencia, es decir, cuando un deudor va a una de estas comisiones y presenta la documentación o la disminución del patrimonio o la obligación impaga. Lo que sucede básicamente es que fuera del "cuello de

botella" que hubo en 1997, ha existido un procesamiento bastante rápido durante los años 1998 y el año 1999. Si existen problemas por el lado de convocatoria a junta, lo que se estaría revelando básicamente es que todavía existen algunos problemas dentro de los procesos de reconocimiento de créditos.

Gráfico No. 3

PORCENTAJE DE DECLARACIÓN DE INSOLVENCIA  
A PEDIDO DEL ACREEDOR



Las otras partes tratan de ver lo referido a las fechas de instalación de junta y las divisiones de la misma que son también aspectos importantes para tratar de evaluar este proceso. Con respecto a las solicitudes de reconocimiento de crédito --otro de los aspectos importantes-- hubo un crecimiento importante (ver Gráfico No. 5 y No. 6). Por cada solicitud de reconocimiento en el caso de empresas grandes, hay un volumen importante de reconocimientos de crédito. Lo interesante aquí es que el sistema --en términos de tiempo promedio de resolución a través de este sistema, que funciona a nivel nacional-- sí presenta *ratios* importantes. Entonces, hay capacidad como para poder manejar estos temas.

Gráfico No. 4

**SOLICITUDES DE DECLARACIÓN DE INSOLVENCIA –  
DÍAS PROMEDIO A PARTIR DE PRESENTACIÓN  
DE SOLICITUD**

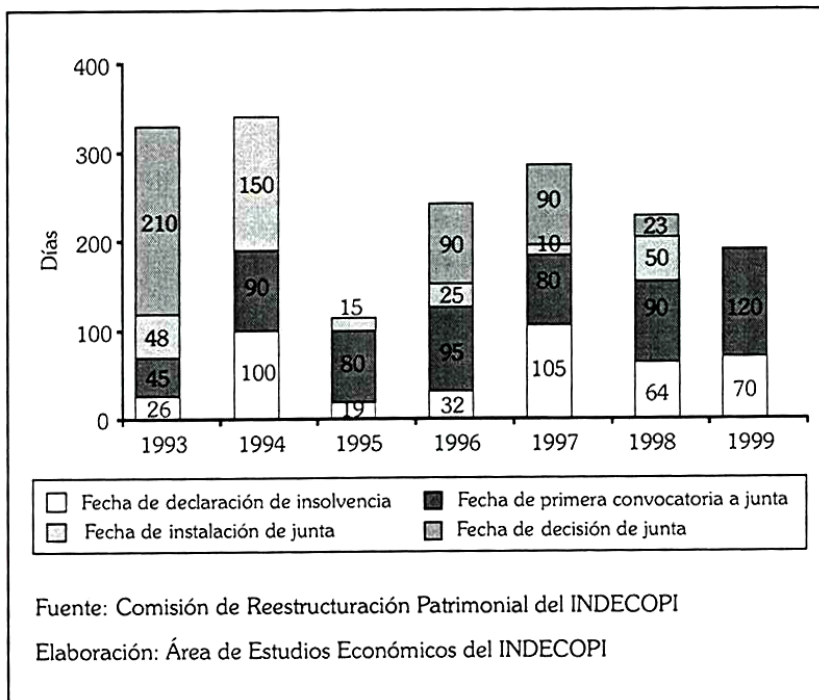


Gráfico No. 5

## SOLICITUDES DE RECONOCIMIENTO DE CRÉDITOS

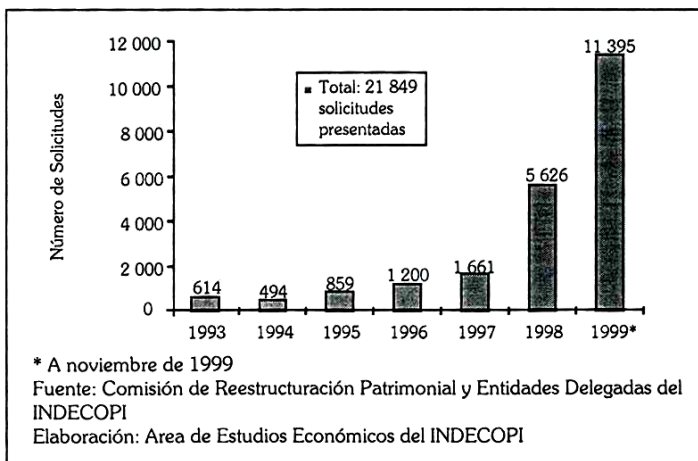
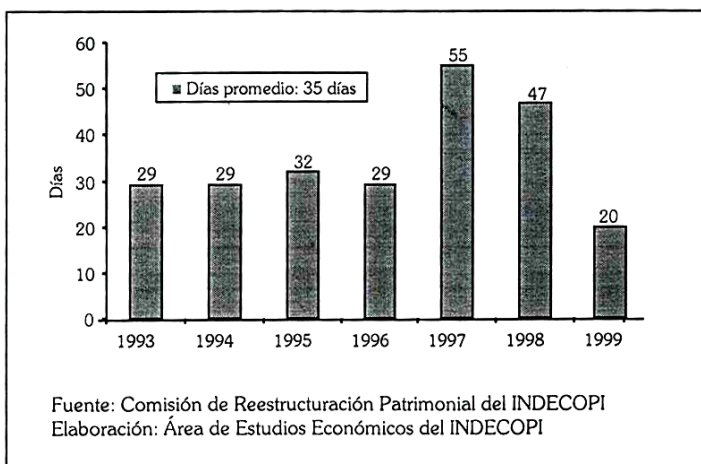


Gráfico No. 6

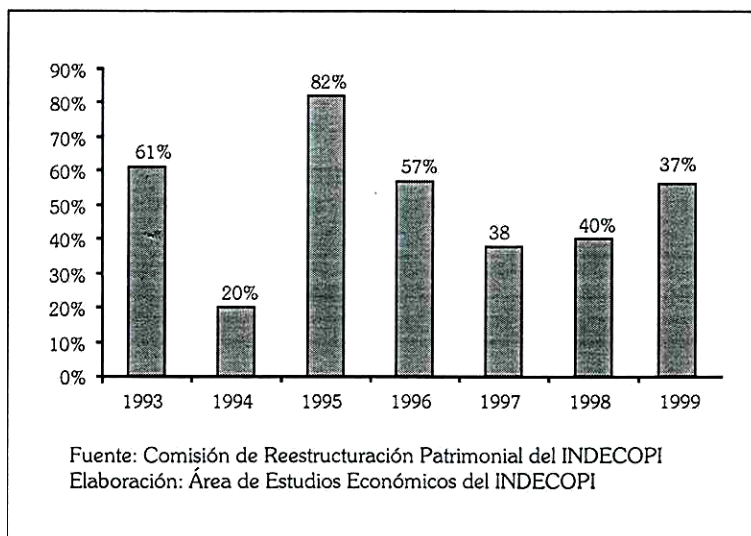
## SOLICITUDES DE RECONOCIMIENTO DE CRÉDITOS – TIEMPO PROMEDIO DE RESOLUCIÓN DE RESOLUCIÓN



Un aspecto interesante, en términos de la relación con el sistema bancario, consiste en saber qué porcentaje de los créditos comerciales corresponde a entidades bancarias. En el contexto de la crisis y en el contexto de las medidas de reestructuración corporativa, esto vendría a demostrar que se tiende a sobrestimar el impacto de las medidas bancarias. Del total de créditos comerciales, en promedio, en los años 1998-1999 abarcábamos entre 40 ó 37 por ciento correspondiente a créditos bancarios, lo cual quiere decir que hay un porcentaje importante de créditos comerciales (ver Gráfico No. 7).

**Gráfico No. 7**

**PORCENTAJE DE MONTOS RECONOCIDOS EN EL SECTOR BANCARIO  
CORRESPONDIENTES AL TOTAL DE MONTOS RECONOCIDOS POR  
CRÉDITOS COMERCIALES**  
(en dólares americanos)



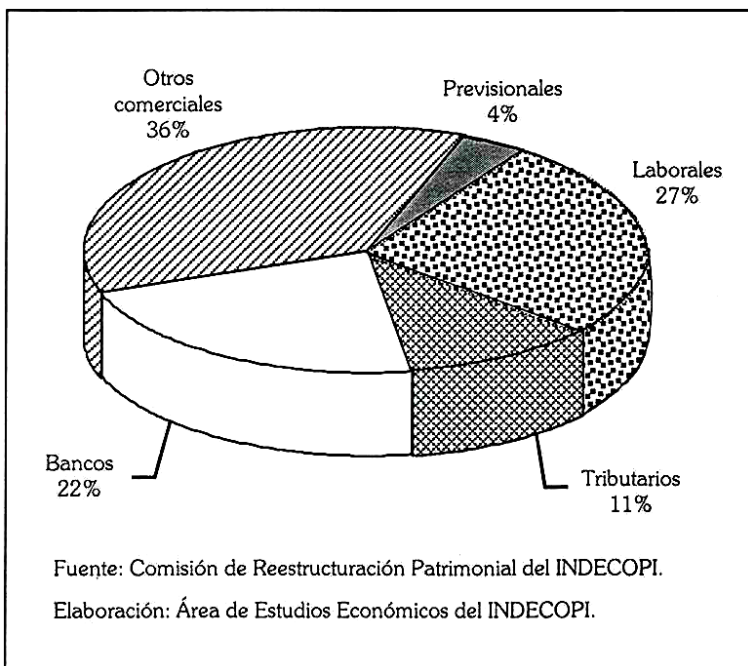
Hay un papel importante para la banca en términos de liderar procesos, pero también hay un campo importante para los acreedores. Por ello es importante darles el peso que tienen dentro de la junta de acreedores.

En definitiva, creo que sí hay ventajas en el sistema. En primer lugar, por este menú de opciones que se presenta. Luego, por la mayor seguridad que da a todos los que participan de este sistema. La parte básica es tratar de

reforzar lo que son estos mecanismos de decisión privados al interior de la empresa. Hemos visto mecanismos públicos que tratan de ver eso; pero, en general, la decisión que tienen los mismos involucrados es un tipo de información que es difícil sustituir. El sistema de reestructuración patrimonial no paraliza el funcionamiento de la empresa y favorece el acceso a recursos financieros frescos. En todo este proceso, el Estado mantiene un papel de árbitro y garante de la confianza en el sistema. Sin embargo, no interviene en los ámbitos privados de negociación ni en los órganos de decisión de la empresa.

Gráfico No. 8

DISTRIBUCIÓN DE CRÉDITOS RECONOCIDOS  
POR MONTOS - 1999



**CLAUSURA**



*Juan Julio Wicht, S.J.*  
*Decano de la Facultad de Economía, Universidad del Pacífico*

---

Las palabras de clausura deben ser siempre breves y estas lo van a ser. Quiero recordarles que en las primeras comunicaciones de la reunión tan grata e importante que hemos tenido hoy figuraba como decano nuestro amigo Carlos Amat y León, pero hace más de dos semanas fue elegido como decano el que les habla porque Carlos no quiso presentarse a una reelección y aquí me tienen diciéndoles estas palabras de clausura de este evento que quisiera girar en torno al reconocimiento. Reconocer a Carlos Amat y León, nuestro decano, que ha trabajado tanto y que va a seguir trabajando junto con nosotros en la Universidad del Pacífico y en el país. Reconocer porque creo que en esta reunión nos hemos “re-conocido”. Es decir, nos hemos vuelto a conocer o hemos vuelto a ver amigos que quizá por el trabajo y por estar en países diferentes no habíamos tenido oportunidad de vernos un tiempo. Ha sido muy grato volvernos a ver con economistas, personas, profesionales de países hermanos o peruanos que están en organismos internacionales y personas que se encuentran aquí mismo en Lima, pero que debido al trabajo no vemos con tanta frecuencia. Ha sido muy grato y muy útil volvernos a conocer, volvernos a ver en los progresos, en la investigación, en el trabajo. Ha sido importante reconocer también la realidad de América Latina, los problemas económicos que enfrentamos, la crisis y cómo salir de la crisis. Creo que los economistas estamos en deuda con América Latina. Hemos conversado esta tarde, sobre todo acerca de problemas y la crisis a la que se han referido los expositores panelistas es la crisis 1998-1999.

Dicen los que han estudiado esto que América Latina fue el continente que más creció en el mundo en la primera mitad del siglo XX (1900-1950). Yo me sorprendí mucho, pero varios investigadores europeos y norteamericanos me lo confirmaron. En los primeros 50 años, en tasa de crecimiento real de este siglo, América Latina presenta las cifras más altas y, en ese conjunto, el Perú no está nada mal tampoco.

Lo que sucede es que en el hemisferio norte hubo dos guerras mundiales de gran devastación y una crisis en los años treinta que todos sabemos fue muy dura. Pero en la segunda mitad del siglo XX, América Latina se queda atrás en términos de tasa de crecimiento económico real. Entonces cabe la pregunta, ¿qué está pasando en América Latina en relación a lo que sucede con más éxito en otras áreas del mundo? Tenemos que reconocer nuestros problemas y gran parte de esto lo hemos hecho hoy. Yo invitaría a todos ustedes –y a mí mismo– a que nos planteáramos las preguntas más fundamentales para intentar dar las respuestas más adecuadas.

Hemos visto hoy, y creo que con bastante acierto, cosas muy puntuales del corto plazo que se han visto como urgentes en estos últimos dos años. Hemos visto también, sobre todo en el segundo panel, las relaciones micro y macro tan importantes y tan descuidadas a veces (me refiero a la reestructuración empresarial para un crecimiento con eficiencia y equidad). Queda todavía por relacionar un poco mejor el corto plazo y el largo plazo donde hay cuestiones fundamentales que aquí han sido mencionadas, pero no tratadas en los paneles; cuestiones tales como superar de verdad la pobreza, el empleo, el ingreso de las personas, el trabajo productivo, etc. Tenemos que reconocer nuestros problemas y enfrentarlos. Creo que hoy ha sido un día muy útil y esto va a continuar.

Reconocer, por último, tiene un significado también muy hermoso y verdadero: agradecer. Quiero agradecer en nombre de la Universidad del Pacífico a todas las personas e instituciones que han hecho posible esta reunión introductoria a la que tendrá lugar en Paracas para un grupo más intenso de trabajo durante tres días, la reunión del *Wintercamp*. Deseo agradecer a la LACEA por financiar el *Wintercamp* Paracas 2000 y el presente evento, a la Superintendencia de Banca y Seguros por co-auspiciar el segundo panel, al Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) por financiar la publicación de la conferencia, a la Corporación Andina de Fomento por su decidido apoyo y quiero también mencionar algunos nombres que creo merecen un reconocimiento especial. Quiero felicitar y agradecer al profesor Eduardo Morón y también a los profesores que han contribuido a este esfuerzo, especialmente Guillermo Calvo. Deseo expresar un agradecimiento especial a Martín Naranjo y a Lorena Masías, gerente de investigación de la SBS y por supuesto a Guillermo Calvo que es, en gran parte, el alma de todo este esfuerzo. Quisiera agradecer a todos los expositores y panelistas y a todos ustedes por su grata presencia. Estas reuniones son importantes y deben continuar. Quisiera terminar con mi agradecimiento a todos ustedes,

---

prometiéndoles el esfuerzo de la Universidad del Pacífico para cooperar en todo lo posible para que estas reuniones continúen en adelante. Con esa gratitud y esperanza, doy por clausurada la presente conferencia.

## **SOBRE LOS EXPOSITORES**



### ***Guillermo Calvo***

Es Presidente de la *Latin American and Caribbean Economic Association* (LACEA), director del Centro de Economía Internacional y profesor distinguido del Departamento de Economía de la Universidad de Maryland. Ha sido *Asesor Senior* del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Se ha desempeñado como profesor de economía en la Universidad de Pennsylvania y en la Universidad de Columbia. Ha publicado una extensa variedad de trabajos sobre economía internacional y teoría monetaria. Es Doctor en Economía graduado en la Universidad de Yale.

### ***Santiago Herrera***

Desempeña el cargo de *Economista Senior* en la Oficina del Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial. Se graduó en la Universidad de Los Andes (Colombia) y ha realizado estudios de doctorado en la Universidad de Columbia (Nueva York).

### ***Liliana Rojas-Suárez***

Es *Economista Jefe* para América Latina del Deutsche Bank Securities. Como tal, es responsable de la evaluación y pronóstico del comportamiento de las variables económicas y financieras de los principales países de la región. Ha sido la asesora principal de la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo, ha trabajado en el Fondo Monetario Internacional entre 1984 y 1994, ha sido profesora de la Universidad Anahuac en México y asesora de la Compañía Nacional de Petróleos Mexicanos (PEMEX). Ha publicado artículos y libros sobre una variedad de temas en política económica, economía internacional y mercados financieros. Es Doctora en Economía graduada en la Universidad de Western Ontario.

### ***Martín Naranjo***

Superintendente de Banca y Seguros del Perú entre 1997 y 2000. Es director del Comité Ejecutivo y Presidente del Comité de Pequeña Empresa de IPAE, miembro del Consejo Directivo de la Red Científica Peruana, representante del Gobierno Peruano ante el Comité Hemisférico de Asuntos Financieros y miembro del Comité Directivo del Consorcio de Investigación Económica y Social. Por otra parte, es profesor de Administración Bancaria en el Programa de Maestría en Finanzas de la Universidad del Pacífico y miembro del

Consejo Consultivo de la Facultad de Economía del mismo centro de estudios. Ha sido representante del MEF para la Comisión Clasificadora de Inversiones de las AFP y gerente general de COFIDE. Es Master en Economía por la Universidad de Pennsylvania.

### ***Javier Hamann***

Es economista principal del Departamento de Evaluación de Programas del Fondo Monetario Internacional. Anteriormente, ha trabajado en el Departamento Europeo (dos años en Italia), y en el Departamento de Estudios Monetarios y Cambiarios, donde formó parte de los equipos que brindaron asistencia técnica a las repúblicas asiáticas de la ex Unión Soviética. Actualmente, trabaja en proyectos sobre la sostenibilidad de programas de estabilización y la efectividad de la ayuda externa en países de bajos ingresos. Recientemente, ha publicado diversos informes sobre programas de estabilización con anclas cambiarias y la administración de crisis financieras en el este de Asia. En 1992 obtuvo el Doctorado en Economía por la Universidad de Boston.

### ***Daniela Klingebiel***

Ocupa el cargo de *economista financiera* del Departamento de Política del Sector Financiero de la Vicepresidencia de Operaciones del Sector Financiero del Banco Mundial. Anteriormente, ha trabajado en el Departamento de Tesorería y en la División de Macroeconomía de la Región Pacífico y Asia del Este y en el Departamento de Investigación de Política Financiera de esta misma institución. También ha asesorado y participado en misiones del Banco Mundial en países como Guinea, India, Korea del Sur, Malasia, Mali, Filipinas, Tailandia y Vietnam. Ha obtenido los grados de *Ph.D.* y *Master* en Ciencias de Economía en la Universidad de Albert-Ludwigs de la ciudad Freiburg, y un *MA* en Ciencias Políticas.

### ***Claudio Skarmeta***

Es director y miembro permanente del Comité de Inversiones de la Compañía de Seguros de Vida Santander, asesor del Grupo Santander–Chile sobre temas especiales y consultor internacional exclusivo para la Superintendencia Bancaria de Colombia sobre temas de supervisión consolidada y financiamiento para la vivienda. Anteriormente, ha sido gerente general y director corporativo de planificación de Santander Chile Holding (1990–1999),

gerente general del Banco Santander de Chile (1993-1997) y contralor financiero del Grupo Santander Chile (1990-1993). También ha sido intendente de bancos en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (1980-1989). Ha publicado diversos textos sobre economías de escala en la banca comercial chilena. Se graduó en ingeniería comercial con mención en economía en la Universidad de Chile y ha obtenido la maestría en economía internacional de la Universidad de Lancaster (Inglaterra).

### ***Armando Cáceres***

Desempeña el cargo de Jefe del Área de Estudios Económicos del INDECOPI. Es miembro de la Comisión de Libre Competencia y de la Comisión de Protección al Consumidor de la misma institución y representante de la misma ante el Consejo Directivo de OSIPTEL. También es consultor Internacional en los temas de políticas de competencia y regulación de mercados, y profesor del Programa de Executive MBA de la Universidad San Ignacio de Loyola en Lima. Se graduó como economista en la Pontificia Universidad Católica del Perú y ha obtenido la Maestría de Economía en la Universidad de Columbia.

### ***Alfredo Thorne***

Ocupa el cargo de *Economista Jefe* del J.P. Morgan de México. Como tal, tiene a su cargo la dirección de las investigaciones sobre las economías mexicana, peruana y latinoamericana. Anteriormente, ha sido *Economista Senior* de México, ha trabajado en el Banco Mundial durante ocho años, ha sido responsable de la conducción del diálogo macroeconómico entre el Banco Mundial y el gobierno de México, ha trabajado como *economista financiero senior*, ha tenido a su cargo la preparación de las reformas del sector bancario para los antiguos países socialistas y ha ofrecido asesoría a estos países en transición a la economía de mercado. Obtuvo el grado de *Ph.D.* en la Universidad de Oxford (Inglaterra) y el grado de *Master* en la Universidad de Cambridge (Inglaterra).

### ***Julio Velarde***

Es investigador de la Universidad del Pacífico, profesor del Departamento Académico de Economía de esta universidad y miembro del directorio del Banco de Comercio. Anteriormente, ha sido miembro consultivo de destacadas instituciones (entre ellas, el Ministerio de Economía y Finanzas en 1999,

el Ministerio de Trabajo durante el período 1996–1998 y la Comisión de *Antidumping* y Subsidios del INDECOP), representante de la Asociación de AFP ante la Comisión Clasificadora de Riesgo, miembro del directorio del Banco Financiero (1992–1995) y del Banco Central (1990–1992), asesor del Ministro de Economía (1990), asesor económico de Apoyo S.A. y asesor del Ministro de Industria. Siguió estudios avanzados de Economía en el Instituto Mundial de Kiel (Alemania) en 1990, y ha realizado estudios doctorales en Economía en la Universidad de Brown.

*Se terminó de imprimir  
el 13 de octubre de 2000  
en los talleres gráficos de la  
Universidad del Pacífico  
Avenida Salaverry 2020  
Lima 11 - Perú*

Depósito Legal N° 1501132000 - 3224



# América Latina: el camino después de la crisis

Editor: Eduardo Morón

América Latina cerró los noventa, una década de rápidas y profundas reformas económicas, con una crisis internacional. Las economías latinoamericanas entraron en recesión y se perdió el entusiasmo por la reforma. ¿Cuál será el rumbo que seguirá la década, y cómo reestructurar y fortalecer la economía ante la primera recesión dejaron o

BUP-CENDI

U-CI

338.974(8)

C7



\*48435\*